

# Outoja aikoja

## Eurooppa toipuu vihdoin

- Löysä rahapolitiikka ja halpa öljy tukevat kasvua

## Omissa käsissä

- Suomen talous on saavuttanut pohjansa
- Nousuun vain uudistusten kautta



### ERIKOISTEEMAT

SAKSA

RAKENTEELLISIA HAASTEITA

POHJOISMAAT

SINISILMÄISTÄ RAHAPOLITIIKKAA

KIINA

KASVU HIDASTUU RAKENTEELLISESTI

Nordea Markets is the name of the Markets departments of Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc and Nordea Bank Danmark A/S.

The information provided herein is intended for background information only and for the sole use of the intended recipient. The views and other information provided herein are the current views of Nordea Markets as of the date of this document and are subject to change without notice. This notice is not an exhaustive description of the described product or the risks related to it, and it should not be relied on as such, nor is it a substitute for the judgement of the recipient.

The information provided herein is not intended to constitute and does not constitute investment advice nor is the information intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. The information contained herein has no regard to the specific investment objectives, the financial situation or particular needs of any particular recipient. Relevant and specific professional advice should always be obtained before making any investment or credit decision. It is important to note that past performance is not indicative of future results.

Nordea Markets is not and does not purport to be an adviser as to legal, taxation, accounting or regulatory matters in any jurisdiction.

This document may not be reproduced, distributed or published for any purpose without the prior written consent from Nordea Markets.

Nordea, Markets Division  
Nordea Bank Norge ASA  
17 Middelthuns gt.  
PO Box 1166 Sentrum  
N-0107 Oslo  
+47 2248 5000

Nordea AB (publ)  
10 Hamngatan  
SE-105 71 Stockholm  
+46 8 614 7000

Nordea Bank Finland Plc  
Aleksis Kiven katu 9, Helsinki  
FIN-00020 Nordea  
+358 9 1651

Nordea Bank Danmark A/S  
3 Strandgade  
PO Box 850  
DK-0900 Copenhagen C  
+45 3333 3333

## Numeroyhteenveto

|                              |   |
|------------------------------|---|
| Keskeisiä tunnuslukuja ..... | 5 |
| Korot .....                  | 6 |
| Valuutat .....               | 6 |

## Päätoimittaja

### Aki Kangasharju

#### Pääekonomisti

aki.kangasharju@nordea.com  
Puh. +358 9 1655 9952

## Mennyt painoon

9.3.2014

## Käy myös internetissä

nexus.nordea.com

## Osoitteenmuutokset

suvi.kautto@nordea.com  
tai +358 9 1655 9202

|                       |   |
|-----------------------|---|
| ■ <b>YLEISKATSAUS</b> |   |
| Outoja aikoja .....   | 4 |
| ■ <b>SUOMI</b>        |   |
| Omissa käsissä .....  | 7 |

## Pohjoismaat

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| ■ <b>RUOTSI</b>                         |    |
| Inflaatiopeli .....                     | 9  |
| ■ <b>NORJA</b>                          |    |
| Inflaatio hidastuu myös Norjassa? ..... | 11 |
| ■ <b>TANSKA</b>                         |    |
| Ajat muuttuvat .....                    | 13 |

## Baltian maat ja Venäjä

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| ■ <b>VIRO</b>                                                      |    |
| Tilapäinen notkahdus .....                                         | 15 |
| ■ <b>LATVIA</b>                                                    |    |
| Kuinka kauan elpyminen jatkuu ilman velanottoa ja kulutusta? ..... | 16 |
| ■ <b>LIETTUA</b>                                                   |    |
| Säästötoimet ohi – on shoppailun aika! .....                       | 17 |
| ■ <b>VENÄJÄ</b>                                                    |    |
| Venäjän talous ja rupla etsivät uutta tasapainoa .....             | 18 |

## Kansainväliset näkymät

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| ■ <b>KANSAINVÄLISET NÄKYMÄT</b>                            |    |
| Suhdanteet elpyvät – kasvu hidastuu rakenteellisesti ..... | 19 |
| ■ <b>RISKISKENAARIOT</b>                                   |    |
| Riskiskenaariot .....                                      | 22 |
| ■ <b>ÖLJY</b>                                              |    |
| Kartellista markkinaosuuteen .....                         | 23 |

## Erikoisartikkelit

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| ■ <b>POHJOISMAAT</b>                                        |    |
| Sinisilmäistä rahapolitiikkaa .....                         | 24 |
| ■ <b>SAKSA</b>                                              |    |
| Rakenteellisia haasteita ja kasvavia eurohuolia .....       | 26 |
| ■ <b>KIINA</b>                                              |    |
| Kiina 3.0 – kasvun rakenteellinen hidastuminen jatkuu ..... | 28 |

## Outoja aikoja

- Keskuspankit toimivat epätavanomaisesti
- Suomen työmarkkinat vaativat rajuja uudistuksia
- Veroelvytys toimii – menoelvytys ei

### Keskuspankit toimivat epätavanomaisesti

Maailmantalous on pikku hiljaa piristynyt, vaikka onkin järjestelmällisesti jäänyt ennustetusta kehityksestä. Heikkous on ajanut rahapolitiikan epätavanomaiseksi. Käsittelemme julkaisun erikoisteemoissa muun muassa Pohjoismaiden rahapolitiikkaa näinä outoina aikoina. Luomme katsauksen myös Saksan näkymiin, josta on tullut Venäjän vaikeuksien myötä Suomen tärkein vientimaa. Muutoin talousennusteemme keskittyy Nordean toimintamaihin ja globaaliin näkymään.

Suomen julkinen talous hyötyy Euroopan keskuspankin valtionlainojen osto-ohjelmasta monia muita maita enemmän, sillä ostot tehdään talouden eikä lainakannan koon perusteella. Se ei kuitenkaan riitä nostamaan Suomea historiansa pitkäaikaisimmasta laskusuhdanteesta.

### Suomen työmarkkinat vaativat rajuja uudistuksia

Suomi tarvitsee rajuja uudistuksia etenkin, jos puolueiden esittämää 200 000 työpaikan lisäystä aiotaan vakavissaan tavoitella. Siihen pääsy 2010-luvun loppuun mennessä on utopiaa. Vaikka tavoite venytettäisiin 10 vuoteen, uusia työpaikkoja pitäisi syntyä 2½-kertaista tahtia pitkään aikaväliin verrattuna. Jos nykyinen lama jätetään pois laskuista, Suomessa työpaikkojen määrä on lisääntynyt vuodesta 1975 keskimäärin 0,3 prosenttia vuodessa. 200 000 työpaikan lisäys kymmenessä vuodessa vaatii 0,8 prosentin työllisten lisäystä vuodessa.

Pitkällä aikavälillä työpaikkojen määrä lisääntyy, kun tuottavuuden kohoaminen nostaa suomalaisten hyödykkeiden kilpailukykyä. Kysynnän kasvu lisää työvoimatarvetta. Jos työllisyystavoitteeseen pyritään tällä viime vuosikymmenten globalisaatioon perustuvalla reseptillä, työn tuottavuus pitää saada nousemaan pitkän aikavälin kehitystä nopeammin ja varovaisestikin arvioiden vähintään keskimääräistä 2,8 prosentin vauhtia. Se vastaa vähintään 3,6 prosentin vuotuista talouskasvua, mikä on pitkän aikavälin kasvua nopeampaa. Talouden rakenteita on uudistettava erittäin rajusti, jotta tuottavuuden kasvu saadaan palautettua näin nopeaksi viime vuosien romahduksesta. Kestävyysvajeeseen keskittyvä rakennepaketti ei riitä alkuunkaan.

Aki Kangasharju

aki.kangasharju@nordea.com

+358 9 1655 9952

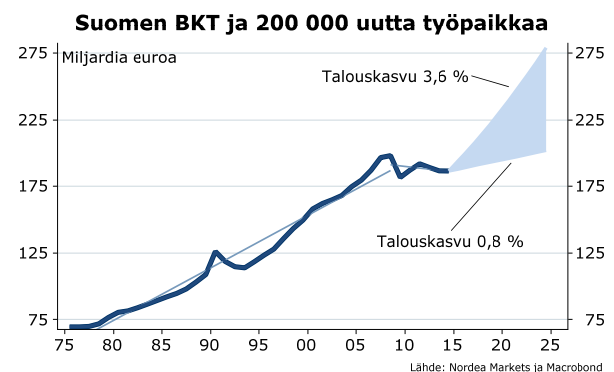
Työllisyys voi parantua myös aiempaa kehitystä hitaamalla tuottavuuden nousulla, jos suitsitaan keskimääräistä palkkakehitystä. Tällöin nykyisten työllisten palkkataso olisi jäädytettävä ja matalapalkka-alojen töitä lisättävä. Se taas edellyttää vero- ja sosiaaliturvajärjestelmän remonttia, jonka avulla työn vastaanottaminen tulee kannattavaksi. Äärimmillään uudistukset pysäyttävät keskimääräisen reaali-palkkojen kasvun. Tällöin talouskasvu jää alle prosenttiin vuodessa, vaikka työllisyystavoite saavutetaan.

200 000 työpaikan luominen Suomeen 10 vuodessa vaatii siis rajuja uudistuksia. Tuottavuuden kohottamiselle on rakennettava ennennäkemättömät kannustimet, palkkataso nousua on voimakkaasti suitsittava ja palkkahaitaria levennettävä.

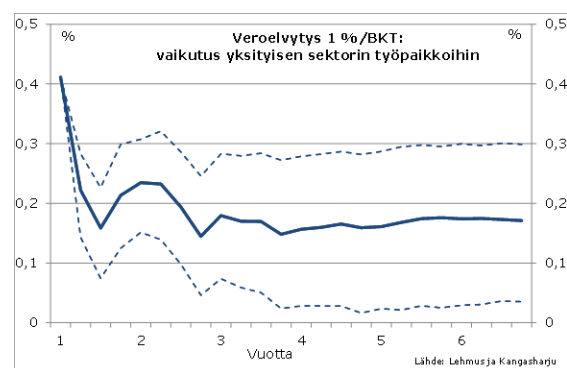
### Veroelvytys toimii – menoelvytys ei

Uusia työpaikkoja voidaan synnyttää rakenteellisten uudistusten ohella veroja alentamalla. Vuodesta 1975 alkaen tilastoaineistoon perustuva analyysi osoittaa, että veroelvytys lisää tervettä yksityisen sektorin työllisyyttä. Sen sijaan menoelvytys ei toimi. Etenkin kulutusmenojen lisäys vähentää pysyvästi yksityisen sektorin työllisyyttä.

### Työpaikkatavoite vaatii rajuja toimia



### Veroelvytys lisää yksityisen sektorin työllisiä



### BKT:n kasvu, %

|                       | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Maailma <sup>1)</sup> | 3,4  | 3,3  | 3,3  | 3,4   | 3,7   |
| USA                   | 2,3  | 2,2  | 2,4  | 3,2   | 2,9   |
| Euroalue              | -0,7 | -0,4 | 0,9  | 1,3   | 1,6   |
| Kiina                 | 7,7  | 7,7  | 7,4  | 7,0   | 6,8   |
| Japani                | 1,7  | 1,6  | 0,0  | 0,8   | 1,3   |
| Tanska                | -0,7 | -0,5 | 1,0  | 1,5   | 1,9   |
| Norja                 | 3,8  | 2,3  | 2,3  | 1,5   | 1,7   |
| Ruotsi                | -0,3 | 1,3  | 2,1  | 2,9   | 2,6   |
| Iso-Britannia         | 0,7  | 1,7  | 2,6  | 2,5   | 2,2   |
| Saksa                 | 0,6  | 0,2  | 1,6  | 1,7   | 1,6   |
| Ranska                | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,9   | 1,2   |
| Italia                | -2,3 | -1,9 | -0,4 | 0,5   | 1,1   |
| Espanja               | -2,1 | -1,2 | 1,4  | 2,2   | 2,3   |
| Suomi                 | -1,4 | -1,3 | -0,1 | 0,0   | 1,5   |
| Viro                  | 4,7  | 1,6  | 1,8  | 2,0   | 3,2   |
| Latvia                | 4,8  | 4,2  | 2,4  | 2,6   | 4,0   |
| Liettua               | 3,8  | 3,3  | 2,9  | 2,8   | 4,2   |
| Puola                 | 2,1  | 1,6  | 3,3  | 3,0   | 3,2   |
| Venäjä                | 3,4  | 1,3  | 0,6  | -3,9  | 0,2   |
| Intia                 | 4,8  | 4,7  | 5,3  | 5,9   | 6,3   |
| Brasilia              | 1,0  | 2,5  | 0,0  | -0,5  | 0,7   |
| Muu maailma           | 4,0  | 3,5  | 3,2  | 3,5   | 4,0   |

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

### Inflaatio, %

|                       | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Maailma <sup>1)</sup> | 4,4  | 4,0  | 4,0  | 3,5   | 4,0   |
| USA                   | 2,1  | 1,5  | 1,6  | 0,3   | 2,6   |
| Euroalue              | 2,5  | 1,4  | 0,4  | 0,2   | 1,2   |
| Kiina                 | 2,7  | 2,6  | 2,0  | 1,4   | 3,0   |
| Japani                | 0,0  | 0,4  | 2,7  | 0,6   | 0,6   |
| Tanska                | 2,4  | 0,8  | 0,6  | 0,3   | 1,2   |
| Norja                 | 0,7  | 2,1  | 2,0  | 2,3   | 2,0   |
| Ruotsi                | 0,9  | 0,0  | -0,2 | 0,3   | 1,3   |
| Iso-Britannia         | 2,8  | 2,6  | 1,5  | 0,5   | 1,5   |
| Saksa                 | 2,1  | 1,6  | 0,8  | 0,4   | 1,7   |
| Ranska                | 2,2  | 1,0  | 0,6  | 0,0   | 1,0   |
| Italia                | 3,3  | 1,3  | 0,2  | 0,1   | 1,1   |
| Espanja               | 2,4  | 1,5  | -0,2 | -0,7  | 1,3   |
| Suomi                 | 2,8  | 1,5  | 1,0  | 0,1   | 1,1   |
| Viro                  | 3,9  | 2,8  | -0,1 | -0,5  | 2,2   |
| Latvia                | 2,3  | 0,0  | 0,6  | 0,2   | 2,0   |
| Liettua               | 3,1  | 1,0  | 0,1  | 0,5   | 2,4   |
| Puola                 | 3,7  | 1,2  | 0,2  | 0,3   | 2,2   |
| Venäjä                | 6,5  | 6,5  | 11,4 | 13,0  | 9,0   |
| Intia                 | 9,7  | 10,1 | 7,3  | 6,1   | 6,0   |
| Brasilia              | 5,4  | 6,2  | 6,4  | 7,1   | 5,6   |
| Muu maailma           | 6,6  | 6,2  | 6,4  | 6,5   | 6,0   |

### Julkisen talouden ylijäämä, % BKT:sta

|               | 2012  | 2013  | 2014 | 2015E | 2016E |
|---------------|-------|-------|------|-------|-------|
| USA           | -6,8  | -4,1  | -3,4 | -2,6  | -2,8  |
| Euroalue      | -3,6  | -2,9  | -2,6 | -2,2  | -1,9  |
| Kiina         | 0,2   | -0,9  | -1,0 | -2,0  | -2,5  |
| Japani        | -9,8  | -10,1 | -9,5 | -9,0  | -9,0  |
| Tanska        | -3,7  | -1,1  | 1,0  | -1,0  | -1,7  |
| Norja         | 13,8  | 11,3  | 9,1  | 6,7   | 8,2   |
| Ruotsi        | -0,9  | -1,4  | -2,1 | -1,8  | -1,1  |
| Iso-Britannia | -6,1  | -5,8  | -5,4 | -4,4  | -3,5  |
| Saksa         | 0,1   | 0,1   | 0,6  | 0,2   | 0,2   |
| Ranska        | -4,9  | -4,1  | -4,3 | -4,1  | 3,8   |
| Italia        | -3,0  | -2,8  | -3,0 | -2,6  | -2,0  |
| Espanja       | -10,3 | -6,8  | -5,6 | -4,5  | -3,7  |
| Suomi         | -2,1  | -2,4  | -3,4 | -3,2  | -2,6  |
| Viro          | -0,2  | -0,2  | 0,3  | -0,4  | -0,4  |
| Latvia        | -1,4  | -0,9  | -1,0 | -1,5  | -1,5  |
| Liettua       | -3,3  | -2,2  | -1,2 | -1,4  | -1,0  |
| Puola         | -3,9  | -4,3  | -3,2 | -3,0  | -2,5  |
| Venäjä        | -0,2  | -0,8  | -0,5 | -3,0  | -2,0  |
| Intia         | -7,4  | -7,2  | -7,0 | -6,5  | -6,0  |
| Brasilia      | -2,8  | -3,3  | -4,0 | -3,5  | -3,1  |

### Vaihtotase, % BKT:sta

|               | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| USA           | -2,9 | -2,4 | -2,2 | -1,9  | -2,2  |
| Euroalue      | 1,8  | 2,6  | 2,9  | 2,9   | 2,7   |
| Kiina         | 2,6  | 1,9  | 1,8  | 2,0   | 1,5   |
| Japani        | 1,0  | 0,7  | 1,0  | 1,2   | 1,5   |
| Tanska        | 5,6  | 7,2  | 6,2  | 5,8   | 5,2   |
| Norja         | 12,4 | 10,0 | 8,5  | 5,4   | 8,2   |
| Ruotsi        | 5,6  | 6,1  | 5,7  | 6,0   | 6,2   |
| Iso-Britannia | -3,7 | -4,5 | -5,2 | -4,5  | -4,1  |
| Saksa         | 7,2  | 6,9  | 7,5  | 8,0   | 7,7   |
| Ranska        | -2,5 | -2,0 | -1,8 | -1,3  | -1,7  |
| Italia        | -0,5 | 0,9  | 1,8  | 2,6   | 2,6   |
| Espanja       | -0,4 | 1,5  | -0,1 | 0,6   | 0,5   |
| Suomi         | -1,9 | -1,9 | -1,8 | -1,2  | -1,1  |
| Viro          | -1,8 | -1,1 | -0,5 | -0,7  | -0,8  |
| Latvia        | -2,5 | -0,8 | -2,9 | -2,6  | -3,0  |
| Liettua       | -0,2 | 1,5  | -0,5 | 0,0   | 0,5   |
| Puola         | -3,5 | -1,3 | -1,0 | -1,5  | -1,8  |
| Venäjä        | 3,6  | 1,6  | 2,5  | 1,9   | 1,2   |
| Intia         | -4,7 | -1,7 | -1,5 | -2,0  | -2,0  |
| Brasilia      | -2,4 | -3,6 | -4,2 | -3,9  | -4,3  |

### Keskuspankkikorot, %

|               | 10.3.15 | 3kk   | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|---------------|---------|-------|----------|----------|----------|
| USA           | 0,25    | 0,25  | 0,75     | 1,25     | 2,00     |
| Japani        | 0,10    | 0,10  | 0,10     | 0,10     | 0,10     |
| Euroalue      | 0,05    | 0,05  | 0,05     | 0,05     | 0,05     |
| Tanska        | 0,05    | 0,05  | 0,05     | 0,05     | 0,05     |
| Ruotsi        | -0,10   | -0,20 | -0,20    | -0,20    | 0,50     |
| Norja         | 1,25    | 0,75  | 0,75     | 0,75     | 0,75     |
| Iso-Britannia | 0,50    | 0,50  | 0,75     | 1,25     | 1,75     |
| Sveitsi       | -0,75   | -0,75 | -0,75    | -0,75    | -0,75    |
| Puola         | 1,50    | 1,50  | 1,50     | 1,50     | 2,50     |
| Venäjä        | 15,00   | 14,00 | 12,00    | 11,00    | 9,00     |
| Kiina         | 5,35    | 5,35  | 5,35     | 5,35     | 5,35     |
| Intia         | 7,50    | 7,25  | 7,00     | 6,75     | 6,75     |
| Brasilia      | 12,75   | 13,25 | 13,25    | 12,75    | 12,00    |

### 3 kk:n korot, %

|               | 10.3.15 | 3kk   | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|---------------|---------|-------|----------|----------|----------|
| USA           | 0,26    | 0,25  | 0,85     | 1,35     | 2,15     |
| Euroalue      | 0,04    | 0,05  | 0,00     | 0,00     | 0,00     |
| Tanska        | -0,21   | -0,20 | -0,10    | 0,00     | 0,10     |
| Ruotsi        | 0,06    | -0,05 | -0,05    | -0,05    | 0,65     |
| Norja         | 1,36    | 0,85  | 0,95     | 0,95     | 0,95     |
| Iso-Britannia | 0,56    | 0,60  | 0,85     | 1,40     | 1,90     |
| Puola         | 1,65    | 1,60  | 1,60     | 1,75     | 2,75     |
| Venäjä        | 16,89   | 16,30 | 14,20    | 13,00    | 11,00    |

### 10 vuoden jvk-tuotto, %

|               | 10.3.15 | 3kk  | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|---------------|---------|------|----------|----------|----------|
| USA           | 2,23    | 2,20 | 2,40     | 2,80     | 3,20     |
| Euroalue      | 0,34    | 0,40 | 0,60     | 0,80     | 1,00     |
| Tanska        | 0,39    | 0,40 | 0,65     | 1,00     | 1,25     |
| Ruotsi        | 0,82    | 0,90 | 1,10     | 1,50     | 2,50     |
| Norja         | 1,61    | 1,45 | 1,50     | 1,70     | 1,95     |
| Iso-Britannia | 1,94    | 1,90 | 2,20     | 2,60     | 3,00     |
| Puola         | 2,52    | 2,40 | 2,75     | 3,00     | 3,25     |

### Korkoero euroalueeseen, keskuspankkikorot, %-yksikköä

|                      | 10.3.15 | 3kk   | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|----------------------|---------|-------|----------|----------|----------|
| USA                  | 0,20    | 0,20  | 0,70     | 1,20     | 1,95     |
| Japani <sup>1)</sup> | -0,15   | -0,15 | -0,65    | -1,15    | -1,90    |
| Euroalue             | -       | -     | -        | -        | -        |
| Tanska               | 0,00    | 0,00  | 0,00     | 0,00     | 0,00     |
| Ruotsi               | -0,15   | -0,25 | -0,25    | -0,25    | 0,45     |
| Norja                | 1,20    | 0,70  | 0,70     | 0,70     | 0,70     |
| Iso-Britannia        | 0,45    | 0,45  | 0,70     | 1,20     | 1,70     |
| Sveitsi              | -0,80   | -0,80 | -0,80    | -0,80    | -0,80    |
| Puola                | 1,45    | 1,45  | 1,45     | 1,45     | 2,45     |
| Venäjä               | 14,95   | 13,95 | 11,95    | 10,95    | 8,95     |
| Kiina                | 5,30    | 5,30  | 5,30     | 5,30     | 5,30     |
| Intia                | 7,45    | 7,20  | 6,95     | 6,70     | 6,70     |
| Brasilia             | 12,70   | 13,20 | 13,20    | 12,70    | 11,95    |

1) Korkoero Yhdysvaltoihin nähden

### Korkoero euroalueeseen, 3kk, %-yksikköä

|               | 10.3.15 | 3kk   | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|---------------|---------|-------|----------|----------|----------|
| USA           | 0,23    | 0,20  | 0,85     | 1,35     | 2,15     |
| Euroalue      | -       | -     | -        | -        | -        |
| Tanska        | -0,25   | -0,25 | -0,10    | 0,00     | 0,10     |
| Ruotsi        | 0,02    | -0,10 | -0,05    | -0,05    | 0,65     |
| Norja         | 1,33    | 0,80  | 0,95     | 0,95     | 0,95     |
| Iso-Britannia | 0,53    | 0,55  | 0,85     | 1,40     | 1,90     |
| Puola         | 1,62    | 1,55  | 1,60     | 1,75     | 2,75     |
| Venäjä        | 16,86   | 16,25 | 14,20    | 13,00    | 11,00    |

### Tuottoero euroalueeseen, 10-v, %-yksikköä

|               | 10.3.15 | 3kk  | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|---------------|---------|------|----------|----------|----------|
| USA           | 1,89    | 1,80 | 1,80     | 2,00     | 2,20     |
| Euroalue      | -       | -    | -        | -        | -        |
| Tanska        | 0,05    | 0,00 | 0,05     | 0,20     | 0,25     |
| Ruotsi        | 0,48    | 0,50 | 0,50     | 0,70     | 1,50     |
| Norja         | 1,27    | 1,05 | 0,90     | 0,90     | 0,95     |
| Iso-Britannia | 1,60    | 1,50 | 1,60     | 1,80     | 2,00     |
| Puola         | 2,18    | 2,00 | 2,15     | 2,20     | 2,25     |

### Eurokurssit

|         | 10.3.15 | 3kk   | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|---------|---------|-------|----------|----------|----------|
| EUR/USD | 1,09    | 1,08  | 1,05     | 1,03     | 1,00     |
| EUR/JPY | 131,4   | 135,0 | 136,5    | 136,5    | 135,0    |
| EUR/DKK | 7,45    | 7,45  | 7,45     | 7,45     | 7,45     |
| EUR/SEK | 9,19    | 9,30  | 9,10     | 9,00     | 8,90     |
| EUR/NOK | 8,59    | 8,50  | 8,30     | 8,15     | 8,00     |
| EUR/GBP | 0,72    | 0,70  | 0,69     | 0,68     | 0,66     |
| EUR/CHF | 1,07    | 1,05  | 1,05     | 1,08     | 1,10     |
| EUR/PLN | 4,12    | 4,30  | 4,20     | 4,10     | 4,00     |
| EUR/RUB | 66,0    | 65,9  | 65,1     | 57,7     | 51,0     |
| EUR/CNY | 6,80    | 6,75  | 6,53     | 6,33     | 6,10     |
| EUR/INR | 68,1    | 67,0  | 63,0     | 60,8     | 57,0     |
| EUR/BRL | 3,36    | 3,46  | 3,36     | 3,19     | 3,00     |

### Dollarikurssit

|         | 10.3.15 | 3kk   | 31.12.15 | 30.06.16 | 31.12.16 |
|---------|---------|-------|----------|----------|----------|
| -       |         |       |          |          |          |
| USD/JPY | 120,9   | 125,0 | 130,0    | 132,5    | 135,0    |
| USD/DKK | 6,86    | 6,90  | 7,10     | 7,23     | 7,45     |
| USD/SEK | 8,46    | 8,61  | 8,67     | 8,74     | 8,90     |
| USD/NOK | 7,91    | 7,87  | 7,90     | 7,91     | 8,00     |
| GBP/USD | 1,51    | 1,54  | 1,52     | 1,51     | 1,52     |
| USD/CHF | 0,98    | 0,97  | 1,00     | 1,05     | 1,10     |
| USD/PLN | 3,79    | 3,98  | 4,00     | 3,98     | 4,00     |
| USD/RUB | 60,7    | 61,0  | 62,0     | 56,0     | 51,0     |
| USD/CNY | 6,26    | 6,25  | 6,22     | 6,15     | 6,10     |
| USD/INR | 62,7    | 62,0  | 60,0     | 59,0     | 57,0     |
| USD/BRL | 3,09    | 3,20  | 3,20     | 3,10     | 3,00     |

## Omissa käsissä

- Suomen talous on saavuttanut pohjansa
- Euron kehitys hyödyttää Suomea vain osittain
- Öljyn halpeneminen antaa tänä vuonna tilapäistä apua
- Yksityiset investoinnit ovat vuoden 1999 tasolla

### Talous on saavuttanut pohjansa

Olemme nostaneet Suomen talouden kasvuennusteita lähivuosille. Arvioimme kokonaistuotannon yltävän vuonna 2015 nollakasvuun ja kiihdyttävän 1.5 prosentin nousuun vuonna 2016 (aikaisemmat ennusteet olivat -0.3 ja 1.0 prosenttia). Uskomme talouden alamäen päättyneen vuoden 2014 viimeisen neljänneksen loivaan pudotukseen. Laaja-alaista piristymistä odotamme kuitenkin vasta vuonna 2016. Vielä kuluvana vuonna heikko kotimainen kysyntä painaa talouskasvua saman verran kuin ulkomaankauppa sitä vauhdittaa.

Tärkeimmät syyt ennusteiden nostamiseen ovat talouskasvun piristymisen erityisesti euroalueella sekä halvempi öljy. Euroalueen puolitoista vuotta jatkunut hauras nousu näyttää vihdoinkin vahvistuvan muun muassa euron heikkenemisen, raakaöljyn merkittävän halpenemisen ja ennätyksellisen kevyen rahapolitiikan tukemana. Tämä alkaa vähitellen kohentaa Suomen vientikysyntää.

### Euro ja raakaöljy tukevat nousua vain rajoitetusti

Kasvu vauhdittuu siis aluksi viennin vedolla. Viennin nousua hillitsevät kuitenkin edelleen Venäjän kaupan rajoitukset, joiden poistuminen ei juuri nyt näytä todennäköiseltä. Kotimainen kysyntä paranee vasta vuonna 2016. Kuluvana vuonna heikot työmarkkinat ja ostovoiman vaimea nousu painavat edelleen yksityistä kulutusta, joka

säilyttää edellisvuoden tasonsa polttoaineiden hinnan laskun ansiosta. Investoinnit vähenevät neljättä vuotta peräkkäin.

Euron heikkeneminen ja öljyn halpeneminen tukevat Suomen taloutta vain rajoitetusti ja tilapäisesti. Suomen näkökulmasta on keskeistä, miten euron arvo kehittyi tärkeimpien viennin kohdemaiden valuuttoihin nähden. Euro on kyllä heikentynyt Yhdysvaltain dollaria, Ison-Britannian puntaa ja Kiinan juania vastaan, mutta se on vahvistunut Ruotsin kruunua ja varsinkin Venäjän ruplaa vastaan. Saksan ja Alankomaiden vientiin euron kurssilla ei ole välitöntä vaikutusta. Niinpä euron kehitys tukee Suomen vientiä vain osittain.

Raakaöljyn eurohinta on euron heikentymisen myötä pudonnut selvästi vähemmän kuin sen dollarihinta. Suomalainen kuluttaja ei siitäkään pääse kokonaan nauttimaan. Polttoaineiden hinnasta merkittävä osa on kiinteää veroa, joka rajoittaa öljyn halpenemisen siirtymistä bensapumpun kautta kuluttajalle.

### Pitkän aikavälin talouskasvu on omissa käsissä

Näistä varauksista huolimatta ympäröivä maailma tarjoaa Suomen taloudelle nyt tärkeää tilapäistä vetoapua. Se ei kuitenkaan pidemmän päälle riitä. Suomalaisen pitää itse tehdä kaikkein tärkein eli uudistaa oma kotikenttä pelikuntoon. Pitkän aikavälin kasvua vahvistavat rakenteelliset uudistukset ja julkisen talouden rahoituksen viittäminen kestäväälle pohjalle ovat pitkälti edelleen tekemättä.

Myönteistä on, että uudistuksissa onnistuminen on pelkästään omissa käsissämme. Viime vuosien aikana teetettyjen lukuisten selvitysten perusteella tiedetään, mitä pitää tehdä. On vain vihdoinkin saatava tarvittavat päätökset

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

|                                     | 2011 (mrd EUR) | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Yksityinen kulutus                  | 106            | 0.3   | -0.6  | -0.2  | 0.0   | 0.7   |
| Julkinen kulutus                    | 46             | 0.5   | 0.6   | 0.2   | 0.1   | -0.3  |
| Investoinnit                        | 44             | -2.2  | -5.3  | -5.1  | -1.5  | 3.4   |
| Varastojen muutos*                  | 2              | -1.1  | -0.3  | 0.6   | 0.1   | 0.2   |
| Vienti                              | 77             | 1.2   | -0.7  | -0.4  | 2.1   | 3.9   |
| Tuonti                              | 79             | 1.6   | -1.6  | -1.4  | 1.6   | 3.1   |
| BKT                                 |                | -1.4  | -1.3  | -0.1  | 0.0   | 1.5   |
| Nimellinen BKT, mrd EUR             | 197            | 200   | 202   | 204   | 206   | 211   |
| Työttömyysaste, %                   |                | 7.7   | 8.2   | 8.7   | 9.0   | 9.0   |
| Teollisuustuotanto                  |                | -8.5  | -1.5  | -1.3  | 1.0   | 3.0   |
| Kuluttajahinnat                     |                | 2.8   | 1.5   | 1.0   | 0.1   | 1.1   |
| Ansiotaso                           |                | 3.2   | 2.1   | 1.4   | 1.0   | 0.8   |
| Vaihtotase, mrd EUR                 |                | -3.8  | -3.8  | -3.7  | -2.5  | -2.3  |
| - % BKT:sta                         |                | -1.9  | -1.9  | -1.8  | -1.2  | -1.1  |
| Kauppataase, mrd EUR                |                | -0.7  | 0.0   | 0.7   | 1.8   | 1.6   |
| - % BKT:sta                         |                | -0.4  | 0.0   | 0.3   | 0.9   | 0.8   |
| Julkisen sektorin ylijäämä, mrd EUR |                | -4.2  | -4.9  | -7.0  | -6.5  | -5.4  |
| - % BKT:sta                         |                | -2.1  | -2.4  | -3.4  | -3.2  | -2.6  |
| Julkisen sektorin velka, mrd EUR    |                | 105.7 | 112.7 | 121.1 | 128.8 | 136.0 |
| - % BKT:sta                         |                | 52.9  | 55.8  | 59.3  | 62.5  | 64.5  |

\* Vaikutus BKT-kasvuun (%-yksikköä)

aikaan. Ennusteemme olettaa, että huhtikuun eduskunta-vaalien jälkeen muodostettava uusi hallitus saa vietyä tarvittavat uudistukset maaliin. Muussa tapauksessa talouskasvu jää ensi vuonna nolnaan, sillä öljyn hinnan palautuminen hidastaa yksityistä kulutusta. Uudistusten puuttuminen siirtäisi investointeja ja julkista sektoria on sopeutettava.

### Yksityiset investoinnit vuoden 1999 tasolla

Talouden iso kuva on pysynyt jokseenkin ennallaan joulukuun ennustetarkistuksen jälkeen. Äskettäin julkaistut tiedot vuodelta 2014 toki täydentävät sitä ja kertovat lähökohdan kuluvaan vuoteen.

Suomen talous supistui vuonna 2014 kolmatta vuotta peräkkäin. Vuoden 2007 jälkeinen yhteenlaskettu talouskasvu on -5 prosenttia. Kansantulo (netto), joka kertoo, paljonko voimme kuluttaa jos pidämme yllä pääomakantamamme tuotantokyvyn, on samassa ajassa supistunut reaalisesti ja asukasta kohti laskettuna noin 13 prosenttia eli lähes 2 prosenttia vuotta kohden.

Todellisuus on tätä karumpi, sillä olemme jättäneet huolehtimatta pääomakannan tuotantokyvystä. Kansantalouden investoinnit ovat määrältään pienimmät vuoden 2002 jälkeen. Yksityisen sektorin investoinnit ovat sitäkin vähemmän. Ne ovat pienimmät sitten vuoden 1999.

Tänä vuonna investoinnit vähenevät lisää. Heikkous koskee edelleen sekä rakentamista, kone- ja laiteinvestointeja että tutkimusta ja tuotekehitystä. Niin kauan kuin kasvunäkymät puuttuvat, yritykset jättävät tekemättä laajenusinvestointeja, eivätkä myöskään lisää työpaikkoja. Niinpä työllisyyden heikkeneminen jatkuu ja työttömyysaste kohoaa keskimäärin 9 prosenttiin vuosina 2015 ja 2016. Heikko työmarkkinatilanne ennakoii hyvin maltillisia palkankorotuksia koko ennustejaksolle.

### Julkisen talouden alijäämä on luultua suurempi

Viimeisen kahden vuoden ajan Suomen kansantalous on syönyt enemmän kuin se tienaa. Viime vuonna syövävelka syveni huomattavasti lisää. Tällaista jaksoa ei ole ollut kahteen vuosikymmeneen. Yksityisen sektorin säästäminen on plussalla, mutta julkisen sektorin selvästi miinuksella jo ennen investointeja.

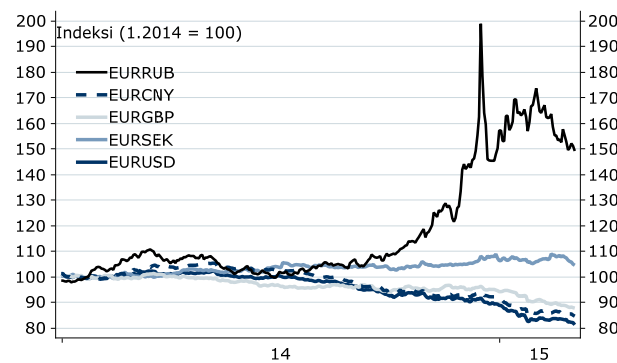
Tuoreet tilastotiedot kertovat, että virallinen julkisen talouden alijäämä oli vuonna 2014 huomattavasti ennustettua suurempi, 3,4 prosenttia kokonaistuotannon arvoon suhteutettuna. Maastrichtin alijäämäkriteeri ylittyi ensimmäistä kertaa vuoden 1996 jälkeen. Valtion rahoitus-alijäämä oli 8 miljardia euroa ja kuntien vajaat 2 miljardia euroa. Ilman korjaavia toimia julkisen talouden velkaantumisen jatkuu ripeänä.

Pasi Sorjonen

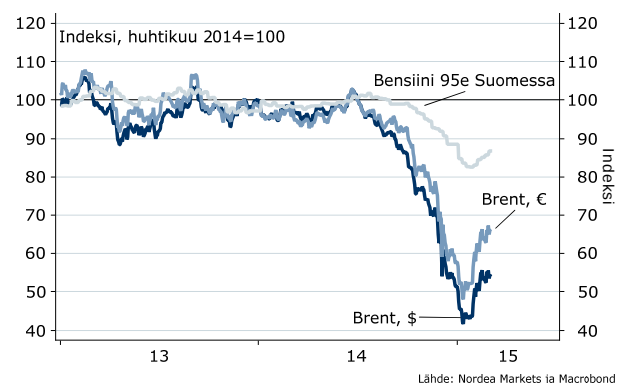
pasi.sorjonen@nordea.com

+358 9 165 59942

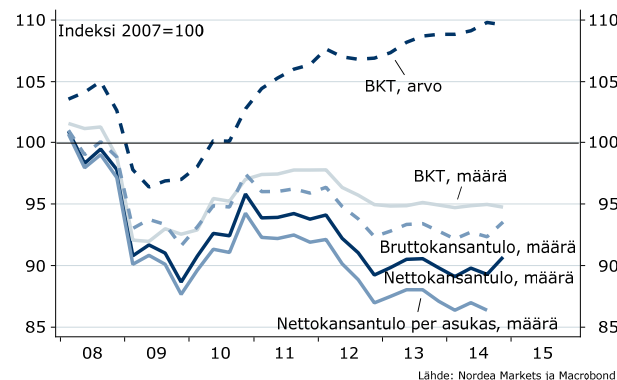
### Euron kehitys hyödyttää Suomea vain osittain



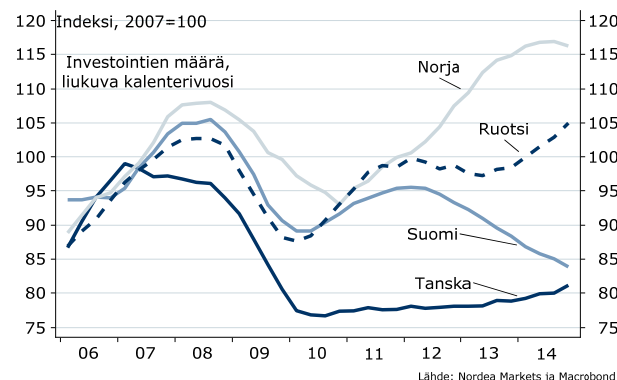
### Kuluttajien hyöty öljyn halpenemisesta on rajallinen



### Reaalinen kansantulo on romahtanut



### Investoinnit ovat matalimmat vuoden 2002 jälkeen



## Inflaatiopeli

- Yksityinen kulutus pysyy hyvällä tasolla
- Vientinäkyvät paranevat
- Keskuspankki pitää kruunun ainakin aluksi heikkona
- Inflaatio kiihtyy – mutta ei 2 prosentin tavoitteeseen

### Toivoo laajapohjaisesta elpymisestä

Ruotsin talous on kehittynyt hyvin parin viime vuoden aikana. BKT on kasvanut noin 2 prosenttia vuodessa ja työllisyys on parantunut vahvasti. Talouskasvu on perustunut kotimaiseen kysyntään, mutta vienti on kehittynyt heikosti.

Vuoden 2014 loppua kohti vienti osoitti jo paranemisen merkkejä. Maailmantalouden elpymisen mahdollisuudet ovat parantuneet öljyn hinnan rajun laskun ja matalien korkojen myötä. Myös kruunun heikkeneminen on tervetullut helpotus vientiyrityksille. Euroalueen sitkeästi jatkuvat rakenteelliset ongelmat ja vaisu kasvu muissa Pohjoismaissa hidastavat kuitenkin Ruotsin viennin kasvua. Silti nämä lisätekijät kiihdyttävät BKT:n kasvua tänä ja ensi vuonna.

### Kotitaloudet varovaisia

Kotitaloudet ovat viime vuosina olleet Ruotsin talouden veturi. Kaikki kotitalouksien kysynnän osatekijät, kuten vähittäismyynti, automyynti ja asuntorakentaminen ovat kasvaneet jyrkästi.

Kotitalouksien taloustilanne on vahva käytettävissä olevien tulojen nousun, korkean säästämisasteen ja varallisuusarvojen jyrkän nousun ansiosta. Kulutuskysyntä olisi siksi voinut olla vielä suurempaa. Luottamusmittareissa näkyikin tavanomaista vahvempi pessimismi, mikä johtuu luultavasti geopolittisista jännitteistä ja maailmantalouden kehitykseen liittyvästä epävarmuudesta.

### Kotimaisen kasvun moottorit

Epävarmuustekijöitä on myös jatkossa. Jos kuitenkin maailmantalouden tilanne paranee odotusten mukaisesti ja työllisyys edelleen paranee Ruotsissa, ilmapiiriin pitäisi kohentua yleisesti.

Ruotsin finanssivalvonta on asettanut aiempaa tiukempia vaatimuksia lainojen lyhentämiselle. Ne eivät luultavasti hillitse merkittävästi asuntojen hintojen nousua, luotonannon lisääntymistä tai kotitalouksien kulutusta. Emme usko, että ennustejakson aikana otetaan käyttöön muita kotitalouksien lainanottoa rajoittavia toimia. Siten kotitaloudet pysyvät kasvun tärkeimpänä moottorina ennustejakson ajan.

Muita kasvumoottoreita ovat investointiaktiiviteetin voimistuminen ja julkinen kulutus. Investointien kasvu edellyttää kuitenkin, että rakentaminen jatkuu vahvana kotimaassa. Vientisektorilla investoinnit elpyvät hitaasti.

### Palkat nousevat vaatimattomasti

Työllisten määrä kasvoi 1,1 prosenttia vuonna 2013 ja peräti 1,4 prosenttia vuonna 2014. Indikaattorit viittaavat siihen, että kasvu pysyy vahvana. Työttömyys on vähentynyt, mutta työvoiman tarjonnan vahvan kasvun vuoksi

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

|                                      | 2011 (mrd. SEK) | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E |
|--------------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Yksityinen kulutus                   | 1 693           | 0,8   | 1,9   | 2,4   | 2,5   | 2,4   |
| Julkinen kulutus                     | 921             | 1,1   | 0,7   | 1,9   | 1,9   | 1,0   |
| Investoinnit                         | 830             | -0,2  | -0,4  | 6,5   | 4,1   | 4,0   |
| - teollisuuden investoinnit          | 170             | -3,1  | -1,4  | 5,4   | -0,4  | 4,7   |
| - rakennusinvestoinnit               | 141             | -11,8 | 2,1   | 20,3  | 13,9  | 4,6   |
| Varastojen muutos*                   | 41              | -1,1  | 0,1   | 0,2   | 0,1   | 0,0   |
| Vienti                               | 1 707           | 1,0   | -0,2  | 3,3   | 5,6   | 5,1   |
| Tuonti                               | 1 535           | 0,5   | -0,7  | 6,5   | 5,6   | 5,0   |
| BKT                                  |                 | -0,3  | 1,3   | 2,1   | 2,9   | 2,6   |
| BKT, kalenterikorjattu               |                 | 0,1   | 1,3   | 2,3   | 2,7   | 2,4   |
| Nimellinen BKT, mrd. SEK             | 3 657           | 3 685 | 3 775 | 3 908 | 4 079 | 4 244 |
| Työttömyysaste %                     |                 | 8,0   | 8,0   | 7,9   | 7,8   | 7,6   |
| Työllisyyden kasvu                   |                 | 0,7   | 1,0   | 1,4   | 1,5   | 0,9   |
| Kuluttajahinnat                      |                 | 0,9   | 0,0   | -0,2  | 0,3   | 1,3   |
| Pohjaininflaatio (KPIF)              |                 | 1,0   | 0,9   | 0,5   | 1,0   | 1,4   |
| Tuntipalkat                          |                 | 2,8   | 1,9   | 1,7   | 2,7   | 2,8   |
| Vaihtotase, mrd. SEK                 |                 | 204,8 | 229,0 | 221,5 | 246,2 | 264,8 |
| - % BKT:sta                          |                 | 5,6   | 6,1   | 5,7   | 6,0   | 6,2   |
| Kauppataase, % BKT:sta               |                 | 3,7   | 3,8   | 3,2   | 3,2   | 3,3   |
| Julkisen sektorin ylijäämä, mrd. SEK |                 | -34,1 | -51,8 | -80,7 | -71,5 | -44,8 |
| - % BKT:sta                          |                 | -0,9  | -1,4  | -2,1  | -1,8  | -1,1  |
| Julkinen velka, % BKT:sta            |                 | 36,4  | 38,6  | 40,7  | 40,9  | 40,3  |

\* Vaikutus BKT:n kasvuun (%-yksikköä)

työttömyysaste laskee hitaasti.

Rakenteellinen työttömyys näyttää edelleen lisääntyneen viime vuosina. Vapaina olevaa työvoimaa ei siten pidä yliarvioida. Vientiteollisuus on edelleen avainasemassa tulevaisuuden palkkaneuvotteluissa. Kireämmät työmarkkinat ja parantuneet maailmantalouden näkymät tukevat palkkojen nousua. Emme kuitenkaan odota tulevien palkkaneuvottelujen ylittävän edellisten neuvottelujen tulosta, jonka mukaan korotus on hieman yli 2 prosenttia vuodessa kolmen vuoden ajan.

### Kruunu – keskuspankin tärkein työkalu

Tulevat palkkaneuvottelut on saatava päätökseen noin vuoden kuluessa. Keskuspankin on siksi erityisen tärkeää saada inflaatio kiihtymään ja varsinkin inflaatio-odotukset korkeammiksi. Keskuspankin äskettäin toteuttamilla elvytystoimilla halutaan varmistaa, että inflaatio palaa lähitulevaisuudessa lähelle 2 prosentin tavoitetta.

Odotamme keskuspankin laskevan ohjauskorkonsa -0,2 prosenttiin kevään aikana. Lisäksi keskuspankki päättää jatkaa suhteellisen vaatimatonta 10 miljardin Ruotsin kruunun suuruisia valtionlainojen osto-ohjelmaansa tulevalla neljänneksellä. Näköpiirissä ei kuitenkaan ole muita elvytystoimia. Odotamme ensimmäistä koronnostoa vuoden 2016 puolivälissä.

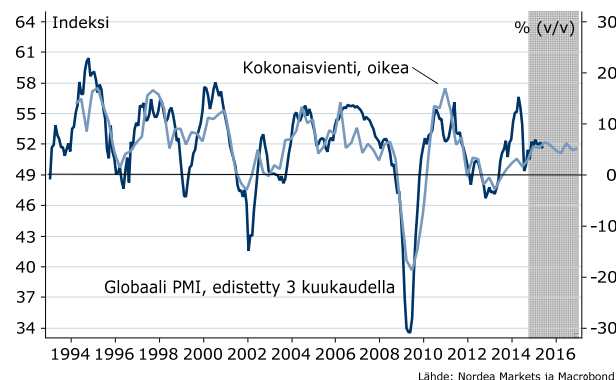
Negatiivinen ohjauskorko ja setelirahoitus viittaavat keskuspankin pyrkimykseen kiihdyttää inflaatiota heikentämällä kruunua. Kruunu onkin heikentynyt kuluneen vuoden aikana. Odotamme heikon kruunun nostavan kuluttajainten edelleen tänä vuonna. Pohjainflaatio ei kuitenkaan nouse CPIF-mittarin mukaan 2 prosenttiin ainakaan niin kauan kuin energian hinta pysyy nykytasolla. Odotamme Ruotsin kruunun vahvistuvan ja inflaation hidastuvan ennustejakson lopulla.

Lyhyellä aikavälillä uskomme keskuspankin onnistuvan pitämään kruunun heikkona. EKP:n taseen paisuminen saattaa saada markkinatoimijat kiinnostumaan muista valuutoista kuin eurosta, esimerkiksi Ruotsin kruunusta. Lisäksi Ruotsin talous on useimmissa suhteissa vahvempi kuin euroalueen talous. Myös tämä puoltaa kruunun vahvistumista. Kruunun kurssiin suhteessa Yhdysvaltain dollariin vaikuttavat kuitenkin vastakkaiset voimat sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Yhdysvaltain talous kasvaa, ja keskuspankin ensimmäinen koronnosto lähestyy, mikä tukee dollaria.

Torbjörn Isaksson  
[torbjorn.isaksson@nordea.com](mailto:torbjorn.isaksson@nordea.com)

+46 614 8859

### Vientiteollisuuden näkymät paranevat vihdoin?



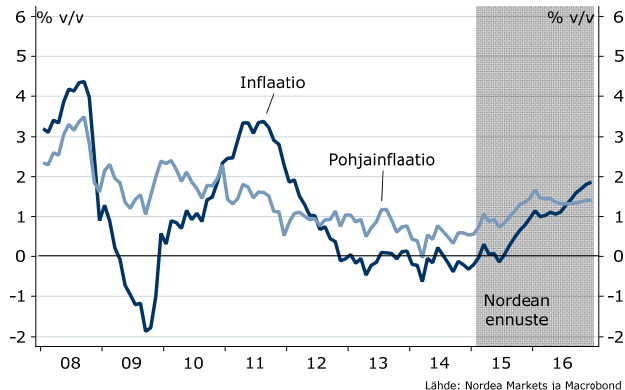
### Yksityinen kulutus jatkaa vahvana



### Työmarkkinat parantavat menoaan



### Pohjainflaatio on kohoamassa



## Inflaatio hidastuu myös Norjassa?

- Öljyn halpeneminen jarruttaa Norjan talouskasvua
- Halpa öljy pitää palkankorotukset kurissa
- Elvyttävä talouspolitiikka tasoittaa hidastumista
- Työttömyys lisääntyy vain vähän

### Kasvu pysyy pitkään matalana

Alensimme joulukuun *Talousnäkymissä* Norjan talouskasvua koskevaa ennustettamme öljyn hinnan laskun vuoksi. Sen jälkeen öljyn hinta on laskenut lisää. Odotamme nyt vaisumpaa kehitystä öljysektorilla ja hitaampaa reaaliipaikkien kasvua kuin joulukuussa ennustimme. Talouden kasvuennustetta olemme kuitenkin laskeet vain hieman. Matala korkotaso kompensoi ainakin tänä vuonna suureksi osaksi reaaliipalkkojen hidasta kasvua. Lisäksi Norjan kruunu on heikentynyt merkittävästi. Tämä helpottaa Norjan talouden sopeutumista uuteen tilanteeseen. Odotamme myös, että öljyn hinta nousee kahden tulevan vuoden aikana. Tämä rajoittaa öljysektorin heikkenemistä.

### Halpa öljy pitää palkat kurissa

Öljyn halpeneminen vaikuttaa manner-Norjan talouteen öljy-yhtiöiden aiempaa vaimeamman kysynnän kautta. Erityisesti öljysektorin investoinnit vähenevät arviolta 20 prosenttia tänä vuonna ja 10 prosenttia ensi vuonna. Yhtä tärkeitä kasvun ja inflaation kannalta ovat kuitenkin vaikutukset palkkojen nousuun. Palkat ovat nousseet Norjassa monen vuoden ajan paljon nopeammin kuin muissa maissa. Tämä on perustunut öljyn hinnan nousuun, öljysektorin vahvaan kannattavuuteen ja ammattitaitoisen työvoiman niukkuuteen.

Tilanne ei kuitenkaan jatku samanlaisena. Jo viime vuon-

na palkkojen nousuvauhti alkoi hidastua merkittävästi. Koko vuoden nousu jäätyi hieman yli 3 prosenttiin. Työmarkkinoiden paineet ovat siten hellittämässä. Odotamme palkkojen nousevan hieman alle 3 prosentin vauhtia lähivuosina. Öljysektorin on leikattava kulujaan ja tehostettava toimintaansa. Palkankorotusvara pienenee ja kilpailu ammattitaitoisesta työvoimasta laantuu. Osa korkeapalkkaisista öljyalojen työntekijöistä siirtyy muille, matalampipalkkaisille aloille. Norjan ammattiliittojen keskusjärjestö ja Norjan elinkeinoelämän keskusliitto näyttävät olevan yhtä mieltä siitä, että palkankorotusten on jätävä maltillisiksi, jotta kansantalous kykenee sopeutumaan uuteen tilanteeseen. Eräiden perinteisten teollisuudenalojen kannattavuus on hyvä Norjan kruunun heikkenemisen ansiosta. Tämä puoltaisi suurempia palkankorotuksia, mutta ei todennäköisesti riitä estämään norjalaisen mittapuun mukaan maltillisen palkkaratkaisun syntymistä.

### Ei kriisejä näköpiirissä

Öljysektorin toimeliaisuuden hidastumisesta ja maltillisista palkankorotuksista huolimatta odotamme manner-Norjan talouden kasvavan 1,5–1,75 prosenttia tänä ja ensi vuonna. Korkojen lasku kompensoi ainakin tänä vuonna matalampien palkankorotusten aiheuttaman ostovoiman laskun ja tukee yksityisen kulutuksen kasvua. Toinen kulutusta tukeva tekijä on matalan korkotason antama piristysruiske asuntomarkkinoille ja sitä kautta asuntorakentamiselle.

Myös Norjan kruunun jyrkkä heikkeneminen viime vuosina tukee talouskasvua, kun norjalaisyrietykset valtaavat markkinaosuuksia sekä kotimaassa että ulkomailla. Tämä piristää myös investointeja manner-Norjassa, mikä näkyy jo nyt teollisuusyritysten vahvoissa investointisuunnitelmissa vuodelle 2015. Lisäksi kasvua tukee vahva julkinen kysyntä.

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

|                                       | 2011 (mrd. NOK) | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E |
|---------------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Yksityinen kulutus                    | 1 125           | 3,5   | 2,1   | 2,1   | 2,0   | 1,5   |
| Julkinen kulutus                      | 587             | 1,6   | 1,7   | 2,5   | 2,4   | 2,5   |
| Investoinnit                          | 596             | 7,6   | 6,8   | 1,2   | -4,0  | -0,7  |
| - kiinteät investoinnit, Manner-Norja | 431             | 7,4   | 2,9   | 1,8   | 2,5   | 2,2   |
| - kiinteät investoinnit, öljy         | 148             | 22,9  | 10,6  | -0,9  | -20,0 | -10,0 |
| Varastojen muutos*                    | 126             | -0,3  | 0,5   | 0,4   | 0,0   | 0,0   |
| Vienti                                | 1 154           | 1,4   | -3,0  | 1,7   | 2,0   | 2,1   |
| - raakaöljy ja maakaasu               | 568             | 0,5   | -7,6  | 0,9   | 0,8   | 0,6   |
| - muut tavarat                        | 316             | -0,2  | 1,0   | 2,7   | 3,8   | 4,1   |
| Tuonti                                | 796             | 3,1   | 4,3   | 1,6   | -0,2  | 1,2   |
| BKT                                   | 2 792           | 2,7   | 0,7   | 2,2   | 1,3   | 1,5   |
| BKT, Manner-Norja                     | 2 158           | 3,8   | 2,3   | 2,3   | 1,5   | 1,7   |
| Työttömyysaste, %                     |                 | 3,2   | 3,5   | 3,5   | 4,1   | 4,4   |
| Kuluttajahinnat                       |                 | 0,8   | 2,1   | 2,0   | 2,3   | 2,0   |
| Pohjaininflaatio                      |                 | 1,2   | 1,6   | 2,4   | 2,7   | 1,9   |
| Ansiotaso                             |                 | 4,0   | 3,9   | 3,1   | 2,8   | 2,8   |
| Vaihtotase, mrd. NOK                  |                 | 368,6 | 307,7 | 266,7 | 177,0 | 277,0 |
| - % BKT:sta                           |                 | 12,4  | 10,0  | 8,5   | 5,4   | 8,2   |
| Kauppataase, % BKT:sta                |                 | 12,9  | 10,2  | 8,4   | 5,0   | 7,8   |
| Julkisen sektorin ylijäämä, mrd. NOK  |                 | 410,6 | 347,7 | 285,4 | 218,7 | 277,2 |
| - % BKT:sta                           |                 | 13,8  | 11,4  | 9,1   | 6,7   | 8,2   |

\* Vaikutus BKT:n kasvuun %-yksikköä

Kaikista näistä positiivisista seikoista huolimatta tuotannon ja työllisyyden kasvu hidastuu aiemmasta. Työmarkkinoiden heiketessä aiempaa hitaampi työvoiman tarjonnan kasvu vaimentaa kuitenkin työttömyyden lisääntymistä. Työvoiman tarjonnan kasvu saattaa myös hidastua enemmän kuin aiemmin. Osalla öljysektorista on ollut runsaasti ulkomaista työvoimaa, joka joutuu nyt palamaan kotimaahansa.

### Inflaatio on matalalla

Pohjainflaatio on tällä hetkellä 2,5 prosenttia, kun se vielä vuoden 2013 alussa oli prosentin. Osa inflaation kiihtymisestä selittyy Norjan kruunun heikkenemisellä, jonka myötä tuontitavaroiden hinnat ovat nousseet. Myös kotimainen inflaatio on luultavasti kiihtynyt ulkomailta tuotujen tuotantopanosten kallistumisen vuoksi.

Norjan kruunun viimeaikainen heikkeneminen viittaa siihen, että inflaatio saattaa kiihtyä lisää. Tuonti-inflaatio hiipuu kuitenkin vuonna 2016, kun tuontiyritykset ovat nostaneet hintojaan. Kansainvälinen hintojen nousu on vaikeaa ja pysyy sellaisena. Myös kotimainen inflaatio hidastunee jyrkästi vuonna 2016, kun palkankorotukset jäävät aiempaa pienemmiksi. Odotamme sen laskevan alle 2 prosenttiin.

### Korkoa lasketaan; kruunu vahvistuu aikaa myöten

Öljyn hinnan lasku, odotettua pienemmät palkankorotukset ja matala kansainvälinen korkotaso antavat aiheen odottaa Norjan keskuspankilta kahta koronlaskua tänä vuonna. Niitä voi tulla enemmänkin. Odotamme inflaation painuvan vuonna 2016 selvästi sekä inflaatiotavoitteen että Norjan keskuspankin viimeaikaisten ennusteiden alapuolelle. Jos näin käy, keskuspankki saattaa päättää uusista koronlaskuista. Tuohon mennessä öljyn hinta ja kansainvälinen korkotaso ovat todennäköisesti kuitenkin jälleen nousseet ja kansainväliset talousnäkymät kirkastuneet. Tämän vuoksi uskomme Norjan keskuspankin pitävän tavoitetason alapuolelle jäävää inflaatiota väliaikaisena ilmiönä ja pidättäytyvän uusista koronlaskuista.

Kun keskuspankki on lopettanut koronlaskut ja öljyn hinta alkaa nousta, Norjan kruunu vahvistuu jälleen, mutta on vaikea sanoa kuinka paljon. Ennustaminen on hankalaa nykytilanteessa, kun rahamarkkinakorot ovat lähellä nollaa ja sekä Ruotsin että euroalueen keskuspankit ovat käynnistäneet osto-ohjelmia. Tässä tilanteessa Norjan kruunuun kohdistuva kysyntä saattaa kasvaa jyrkästi, mikä vahvistaisi sitä odotettua enemmän. Jos näin käy, inflaatio ja kasvu hidastuvat odotettua enemmän, mikä toisi koron leikkaamisen jälleen pohdintaan. Näin ollen valuutamarkkinat ratkaisevat, kuinka alas korot laskevat Norjassa.

Erik Bruce

[erik.bruce@nordea.com](mailto:erik.bruce@nordea.com)

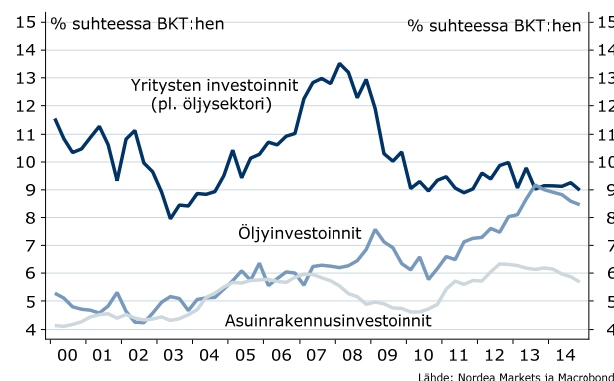
+47 2248 4449

Joachim Bernhardsen

[joachim.bernhardsen@nordea.com](mailto:joachim.bernhardsen@nordea.com)

+47 2248 7913

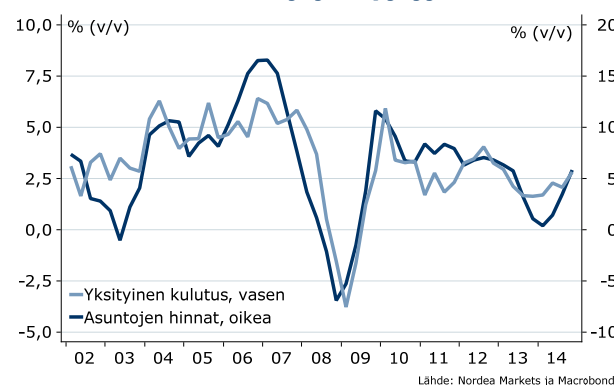
### Öljyinvestoinnit vähenevät – talouskasvu hidastuu



### Matalammat palkankorotukset hidastavat inflaatiota



### Kotitalouksien kulutuskysyntä pysyy vahvana



### Kruunu ei ole enää kovin heikko euroon nähden



## Ajat muuttuvat

- Talouskasvu piristyy
- Yksityinen kulutus pääsee irti noidankehästä
- Inflaatio painuu lyhyeksi aikaa nollan alapuolelle
- Asuntomarkkinoilla on uusien kuplien riski

Tanskan taloudessa eletään muutoksen aikaa. Kriisin merkit näyttävät hälvenevän. Kasvulukemat ovat olleet positiivisia jo kuuden peräkkäisen neljänneksen ajan. Myös yksityinen kulutus alkaa päästä uuteen vauhtiin. Odotamme positiivisen trendin jatkuvan lähivuosina. Ennustamme nyt kasvun yltävän tänä vuonna 1,5 prosenttiin ja vauhdittuvan 1,9 prosenttiin vuonna 2016. Luvut ovat hieman korkeampia kuin joulukuun ennusteessamme.

### Yksityinen kulutus pääsee irti noidankehästä

Yksityisen kulutuksen kasvu on ollut pysähdyksissä usean vuoden ajan. Tämä on ollut yksi Tanskan talouden merkittävimmistä esteistä päästä kiinni itse itseään vahvistavaan nousuun. Tilanne näyttää nyt kuitenkin muuttuvan. Vähittäismyynti kasvaa tasaisesti ja kuluttajien luottamus on vakaantunut korkealle tasolle. Lisäksi reaali-palkkojen kasvu, ennätysmatala korkotaso ja koheneva työllisyystilanne tukevat kotitalouksien ostovoimaa. Odotamme tämän positiivisen trendin voimistuvan tulevina vuosina. Yksityisestä kulutuksesta tuleekin todennäköisesti jälleen Tanskan talouskasvun merkittävin veturi.

### Palvelujen vienti kasvaa nopeasti

Tanskan tavaravientiin on kohdistunut huomattavia paineita vuodesta 2014 lähtien. Ukrainan kriisiin liittyen Venäjä on boikotoinut muun muassa tanskalaisia maataloustuotteita. Kokonaisvienti kasvoi kuitenkin viime vuonna lähes 3 prosenttia palvelujen viennin nopean kas-

vun ansiosta. Odotamme myös tavaraviennin kääntyvän nousuun vuonna 2015 kauppapainotetun Tanskan kruunun kurssin heikkenemisen ja euroalueen kasvun kiihtymisen ansiosta.

### Investoinnit lisääntyvät

Yritysten investoinnit alkavat hitaasti piristyä ja ovat nyt nousseet korkeimmalle tasolle sitten syksyn 2010. Tämä on korkojen laskun, luottoehtojen helpottumisen ja kirkastuneiden talousnäkökymien ansiota. Investointien lisääntyminen on erittäin myönteinen asia, sillä se kasvattaa yleistä taloudellista toimeliaisuutta ja tukee pitkän aikavälin kasvupotentiaalia. Yksityisen sektorin investointien ohella myös julkiset investoinnit kasvavat edelleen. Odotamme julkisten investointien kuitenkin vähenevän lähivuosina. Tämä korostaa sitä, että yritysten toimintaympäristön parantaminen on tärkeää yksityisen sektorin investointien pönkittämiseksi.

### Inflaatio edellisen kerran negatiivinen vuonna 1954

Tanskan taloudessa nähtiin tammikuussa erittäin harvinaisen ilmiö, kun inflaatio painui negatiiviseksi. Kuluttajahinnat eivät ole laskeneet vuotta aiemmasta ajankohdasta sitten vuoden 1954. Negatiiviseen inflaatioon oli tammikuussa monta syytä. Tärkein niistä oli öljyn hinnan jyrkkä lasku, joka pudotti rajusti kuljetus- ja lämmityskuluja. Tämä korostui entisestään, kun fossiilisiin polttoaineisiin kohdistuva tarjonnan turvaava vero poistettiin tammikuun alussa. Odotamme inflaation pysyvän suurin piirtein nykytasollaan lähikuukausina. Myöhemmin tänä vuonna öljyn hinnan laskun vaikutus vaimenee, mikä kiihdyttää inflaatiota.

### Yksityisen sektorin työllisyys kasvaa

Työllisten määrä on kasvanut lähes 32 000 henkilöllä vuoden 2013 puolivälin jälkeen. Etenkin yksityisen sektorin työllisyys on parantunut, kun taas julkisen sektorin työpaikat ovat vähentyneet. Yksityisen sektorin työllis-

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

|                                      | 2011 (mrd. DKK) | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E |
|--------------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Yksityinen kulutus                   | 872             | 0,4   | 0,0   | 0,3   | 1,5   | 1,9   |
| Julkinen kulutus                     | 491             | -0,2  | -0,5  | 1,4   | 0,8   | 0,5   |
| Investoinnit                         | 336             | 0,6   | 1,0   | 2,9   | 1,9   | 2,8   |
| - Julkiset investoinnit              | 40              | 9,8   | 0,3   | 4,5   | -1,2  | -3,2  |
| - Asuinrakennusinvestoinnit          | 80              | -8,2  | -5,0  | 4,5   | 1,3   | 3,8   |
| - Muut yksityiset investoinnit       | 216             | 1,2   | 3,4   | 1,9   | 3,2   | 4,4   |
| Varastojen muutos*                   | 18              | -0,6  | -0,2  | 0,3   | 0,0   | 0,0   |
| Vienti                               | 971             | 0,1   | 0,8   | 2,9   | 3,2   | 3,9   |
| Tuonti                               | 869             | 0,9   | 1,5   | 4,0   | 3,3   | 4,0   |
| BKT                                  |                 | -0,7  | -0,5  | 1,0   | 1,5   | 1,9   |
| Nimellinen BKT, mrd. DKK             | 1 833           | 1 867 | 1 886 | 1 915 | 1 956 | 2 015 |
| Työttömyysaste, %                    |                 | 6,1   | 5,8   | 5,1   | 4,8   | 4,6   |
| Työttömyys, 1000 hlö                 |                 | 161,6 | 153,0 | 134,5 | 128,4 | 121,8 |
| Kuluttajahinnat                      |                 | 2,4   | 0,8   | 0,6   | 0,3   | 1,2   |
| Tuntipalkat                          |                 | 1,6   | 1,2   | 1,3   | 1,6   | 2,0   |
| Asuntojen hinnat                     |                 | -3,3  | 2,7   | 3,5   | 3,2   | 3,9   |
| Vaihtotase, mrd. DKK                 |                 | 105,0 | 136,0 | 119,7 | 113,3 | 106,0 |
| - % BKT:sta                          |                 | 5,6   | 7,2   | 6,2   | 5,8   | 5,2   |
| Julkisen sektorin ylijäämä, mrd. DKK |                 | -68,4 | -20,0 | 18,6  | -20,0 | -35,0 |
| - % BKT:sta                          |                 | -3,7  | -1,1  | 1,0   | -1,0  | -1,7  |
| Julkisen sektorin velka, % BKT:sta   |                 | 44,4  | 43,8  | 44,9  | 41,6  | 42,8  |

\* Vaikutus BKT:n kasvuun, %-yksikköä

syiden hyvä kehitys on Tanskan talouden käynnissä olevan elpymisen tärkein veturi. Se lisää kotitalouksien ostovoimaa ja vähentää valtion budjettiin kohdistuvia paineita. Odotamme työllisyyden paranevan edelleen lähivuosina yleisen taloudellisen toimeliaisuuden vilkastuessa.

### Hallituksen budjettitasapaino vaihtelee

Valtion budjetin tasapaino näyttää ensi silmäyksellä parantuneen merkittävästi. Alustavien arvioiden mukaan vuoden 2014 budjettijäämä on lähes 20 miljardia Tanskan kruunua. Ylijäämä koostuu kuitenkin yksinomaan hallituksen kertaluonteisista tuotoista, jotka syntyivät eläkejärjestelmän verotusmuutosten vapaaehtoisesta aikaistamisesta vuonna 2014. Järjestelyn jatkaminen tukee budjettitasapainoa tänä vuonna. Odotetut kertaluonteiset tuotot jäävät kuitenkin huomattavasti aiempia vuosia pienemmiksi. Valtion tulot pienenevät lyhyellä aikavälillä myös öljyn hinnan rajun laskun vuoksi. Kertaluonteisista vaikutuksista puhdistetussa valtion budjetissa on suhteellisen suuri alijäämä. Kun lisäksi otetaan huomioon käynnissä oleva talouden elpyminen, uudet finanssipoliittiset toimet eivät nähdäksemme ole nyt mahdollisia.

### Paikallisilla asuntomarkkinoilla kuplien vaara

Tanskan keskuspankki on järkevästi pitänyt kiinni kiinteistä valuuttakurssista. Tämä on hallinnut rahoitusmarkkinoiden kehitystä. Valuuttavarannot ovat paisuneet ennätysuuriksi, keskuspankin ohjaukorko on negatiivinen ja valtionlainojen liikkeeseenlasku on tilapäisesti pistetty jäihin. Tässä tilanteessa on vaikea ennustaa, milloin keskuspankki pystyy jälleen harjoittamaan normaalia rahapolitiikkaa. Ennustaminen on vaikeaa etenkin siksi, että EKP:n joukkolainojen osto-ohjelman vaikutuksia Tanskan kruunuun kohdistuvaan kysyntään on hankala arvioida. Odotamme rahapolitiikan kuitenkin normalisoituvan vähitellen ennustejakson aikana.

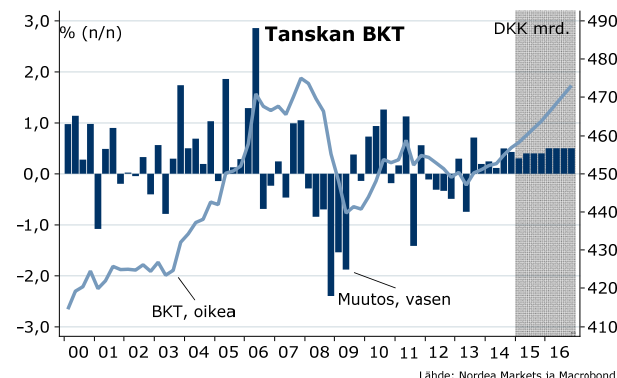
Työllisyyden kasvu ja ennätysmatalat rahoituksen kustannukset luovat edellytykset kiinteistöjen hintojen nousulle. Erityisesti suurissa kaupungeissa sijaitsevien omistusasuntojen hinnat ovat nousseet. Muualla maassa asuntomarkkinoiden elpyminen ei ole ollut yhtä nopeaa. Jos asuntomarkkinoiden nykyinen kaksijakoisuus jatkuu pitkään, tilanne saattaa muodostua kriittiseksi. Uusien kuplien vaara paikallisilla asuntomarkkinoilla kasvaisi merkittävästi, ja hallituksen olisi vaikea helpottaa tilannetta sääntelyllä.

Jan Størup Nielsen

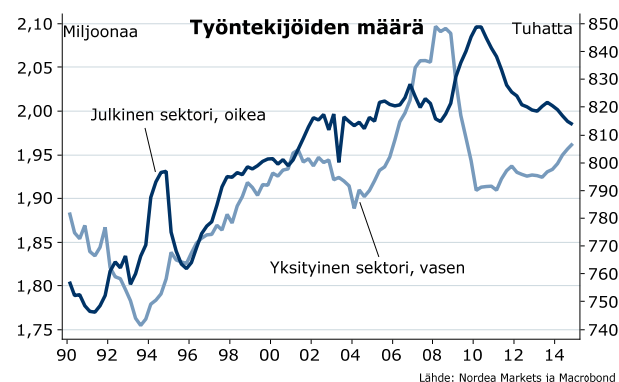
[jan.storup.nielsen@nordea.com](mailto:jan.storup.nielsen@nordea.com)

+45 333 3171

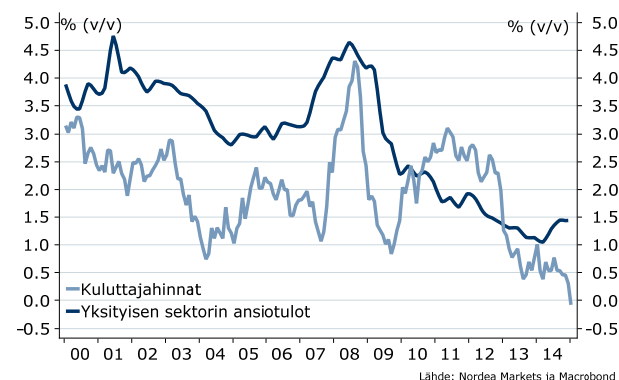
### Tanskan talouden kasvunäkymät paranevat



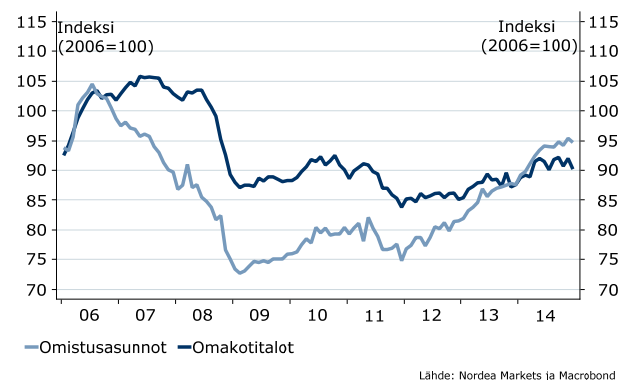
### Yksityisen sektorin työllisyys kohenee



### Miinusmerkkinen inflaatio nostaa reaali-palkkoja



### Asuntojen hinnat ovat kääntyneet nousuun



## Tilapäinen notkahdus

Viron talous kasvoi vuonna 2014 vaisut 1,8 prosenttia. Kasvu kiihtyi vuoden jälkipuoliskolla 2,5 prosenttiin geopolittisista riskeistä ja euroalueen vaisusta elpymisestä huolimatta. Kulutus pysyi vahvana ja vienti yllätti positiivisesti. Vienti EU-maihin kompensoi reilusti Venäjälle suuntautuvan viennin vähenemisen.

Venäjälle suuntautuvan viennin odotetaan heikkenevän lisää, vaikka rupla on äskettäin vahvistunut hieman suhteessa euroon. Lisäksi elintarvikkeiden ja energian vienti kärsivät matalista vientihinnoista ja heikosta kysynnästä. Uskomme, että viennin tilapäistä notkahdusta seuraa asteittainen elpyminen vuoden jälkipuoliskolla euroalueen kysynnän lähtiessä kasvuun.

Hinnat laskevat Virossa tänäkin vuonna energian ja elintarvikkeiden halpenemisen vuoksi. Inflaatio alkaa hitaasti kiihtyä vuoden jälkipuoliskolla. Reaalipalkkojen noin 5 prosentin nousu tukee kulutusta, joka on kasvun tärkein moottori. Kasvua hidastavat valtion ja yksityisen sektorin investoinnit, jotka kohoavat vasta 2016, kun vienti elpyy ja valtion ja EU:n yhdessä rahoittamien investointien osuus kasvaa. Toimialoista kasvua ovat tukeneet eniten teollisuus ja vähittäiskauppa. Teollisuustuotannon määrä kasvoi viennin ansiosta vuositason yli 5 prosenttia koko vuoden jälkipuoliskon ajan.

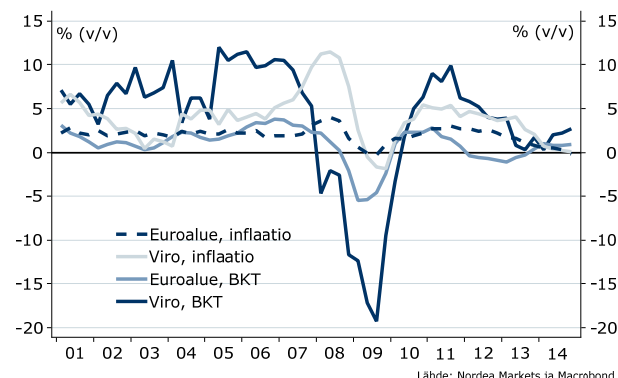
Viron lähentyminen jatkuu kohti hitaammin kasvavia euromaita, joiden BKT per asukasta on suurempi. Suurin haaste on kasvun vauhdittaminen väestön ja työvoiman ikääntyessä. Väkiluku on pienentynyt 10 vuoden aikana 3,7 prosenttia ja ikääntyneen väestön (65-vuotiaat ja sitä vanhemmat) määrä on kasvanut 9 prosenttia. Nuoremman väestön (15–24-vuotiaiden) määrä on laskenut eniten, peräti neljänneksellä.

Tõnu Palm

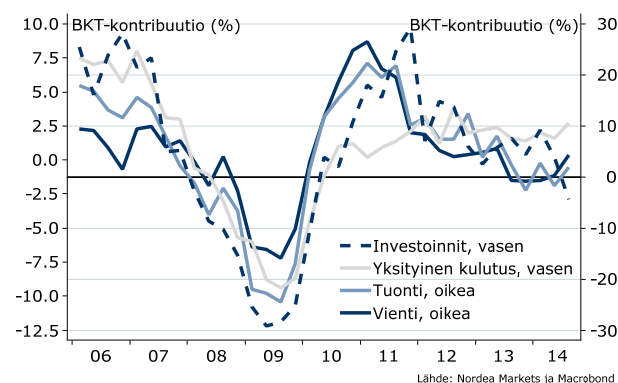
[tonu.palm@nordea.com](mailto:tonu.palm@nordea.com)

+ 372 628 3345

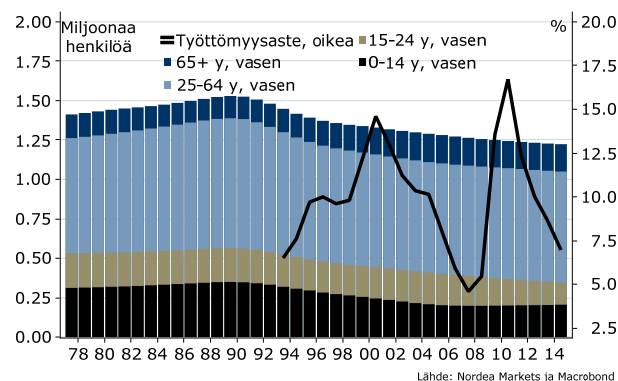
### EKP:n osto-ohjelma vähentää deflaatiopelkoja



### Vahva kulutus, heikko vienti edessä



### Väestö ja työvoima ikääntyvät



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

|                                      | 2011 (mrd. EUR) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|--------------------------------------|-----------------|------|------|------|-------|-------|
| Yksityinen kulutus                   | 8,3             | 5,1  | 3,8  | 4,4  | 4,1   | 3,5   |
| Julkinen kulutus                     | 3,1             | 3,2  | 2,9  | 1,1  | 0,4   | 1,6   |
| Investoinnit                         | 4,2             | 10,4 | 2,5  | -2,6 | 0,2   | 4,6   |
| Vienti                               | 14,4            | 6,2  | 2,4  | 2,4  | 1,0   | 3,9   |
| Tuonti                               | 13,5            | 11,8 | 3,3  | 1,5  | 1,1   | 4,1   |
| BKT                                  |                 | 4,7  | 1,6  | 1,8  | 2,0   | 3,2   |
| Nimellinen BKT (mrd. EUR)            | 16,4            | 18   | 19   | 19   | 20    | 21    |
| Työttömyysaste, %                    |                 | 10,0 | 8,6  | 7,3  | 7,2   | 6,7   |
| Kuluttajahinnat                      |                 | 3,9  | 2,8  | -0,1 | -0,5  | 2,2   |
| Vaihtotase, % BKT:sta                |                 | -1,8 | -1,1 | -0,5 | -0,7  | -0,8  |
| Valtiontalouden tasapaino, % BKT:sta |                 | -0,2 | -0,2 | 0,3  | -0,4  | -0,4  |

# Kuinka kauan elpyminen jatkuu ilman velanottoa ja kulutusta?

Latvian vuoden 2014 talouskehitys oli pettymys. Odotusten vastaisesti velkaa vähennettiin edelleen, yksityinen kulutus oli heikkoa ja kiinteistömarkkinoiden pysähtyneisyys jatkui. Kaiken lisäksi Venäjän taantuma hidasti viennin kasvua. Näistä syistä BKT-kasvu hidastui 2,4 prosenttiin vuonna 2014. Alustava ennustemme oli 5 prosenttia.

Latviassa on kuitenkin valtavasti käyttämätöntä kasvupotentiaalia: Vuoden 2013 puolivälistä saakka patoutunut kulutuskysyntä saattaa purkautua. Yksityisen velkaantuneisuuden vähentämisen arvioidaan loppuvan vuoteen 2016 mennessä. Velan määrä suhteessa BKT:hen on jo nyt euroalueen kolmanneksi pienin. Venäjän taloustilanne heikentää Latvian taloutta vain vähän (0,7 prosenttia BKT:stä). Sillä voi olla jopa positiivisia vaikutuksia, koska Latvia on ilmeisesti yksi venäläisen rahan turvasatamista.

Latvian suurimman vientiyrityksen Liepajas Metalurgsin (4 prosenttia kokonaisviennistä vuonna 2012) toiminnan uudelleen käynnistyminen siivittää viennin kasvua. On kuitenkin vielä epäselvää, saavuttaako yritys uuden johdon alaisena samat tuotantovolyymit kuin ennen toiminnan keskeytymistä. Latvia toimii EU:n neuvoston puheenjohtajana vuoden 2015 alkupuoliskolla. Latvia voi siis päättää keskustelunaiheet ja mahdollisesti muokata päätöksiä itselleen suotuisiksi. Puheenjohtajuus lisää myös matkailusektorin tuottoja. Tämä luultavasti kompensoi venäläisten matkailijoiden määrän supistumisen. Venäläisille matkustaminen on nyt huomattavasti aiempaa kalliimpaa.

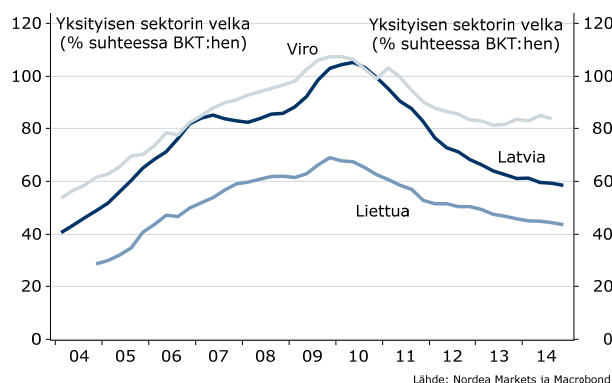
Latvian talous on kuin viritetty jousi, joka odottaa, että myönteiset ulkoiset tekijät laukaisevat sen. Odotamme patoutuneen kysynnän purkautuvan ja investointipotentiaalin realisoituvan vuonna 2016. Siksi näkemyksemme vuodesta 2015 on edelleen varovainen. Jousi voi kuitenkin laueta odotuksiamme aiemmin.

Zygmantas Mauricas

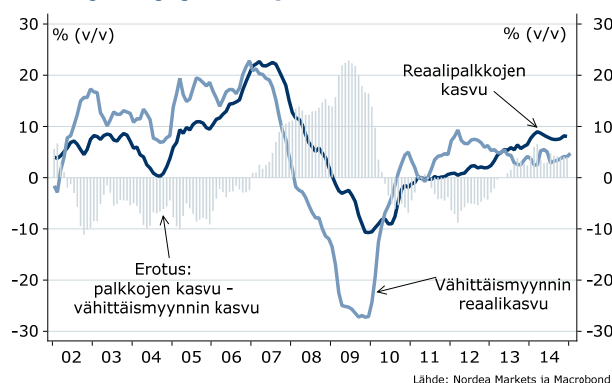
zygmantas.mauricas@nordea.com

+370 612 66291

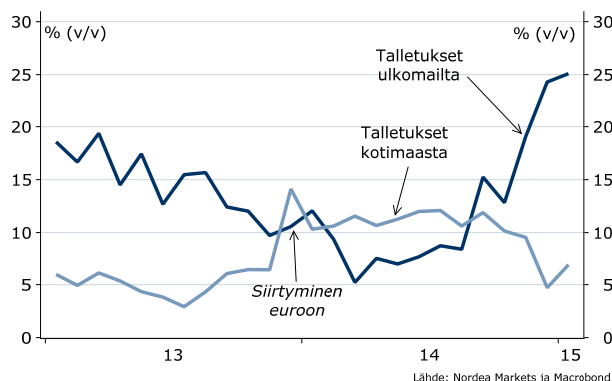
## Velkojen purkaminen on loppumassa



## Kuluttajien kysyntä on patoutunut



## Venäläistä rahaa virtaa Latvian turvasatamaan



## Latvia: Makrotalouden indikaattorit (vuositason %-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

|                                        | 2011 (mrd. EUR) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|----------------------------------------|-----------------|------|------|------|-------|-------|
| Yksityinen kulutus                     | 12,6            | 3,0  | 6,2  | 4,2  | 3,5   | 3,7   |
| Julkisen kulutus                       | 3,7             | 0,4  | 2,9  | 2,6  | 2,0   | 2,0   |
| Investoinnit                           | 4,5             | 14,5 | -5,2 | 1,6  | 3,6   | 7,4   |
| Vienti                                 | 11,7            | 9,8  | 1,4  | 1,3  | 2,0   | 4,0   |
| Tuonti                                 | 12,7            | 5,4  | -0,2 | 1,3  | 2,3   | 4,2   |
| BKT                                    |                 | 4,8  | 4,2  | 3,3  | 2,9   | 4,1   |
| Nimellinen BKT, milj. LVL              | 20,3            | 22,0 | 23,2 | 24,1 | 25,2  | 26,8  |
| Työttömyysaste, %                      |                 | 15,0 | 11,9 | 10,8 | 9,4   | 8,3   |
| Kuluttajahinnat                        |                 | 2,3  | 0,0  | 0,6  | 1,6   | 2,0   |
| Vaihtotase, % BKT:sta                  |                 | -2,5 | -0,8 | -2,0 | -2,5  | -3,0  |
| Julkisen sektorin tasapaino, % BKT:sta |                 | -1,4 | -0,9 | -1,0 | -1,5  | -1,0  |

## Säästötoimet ohi – on shoppailun aika!

Liettuan talous yllätti myönteisesti vuoden 2014 viimeisellä neljänneksellä (kasvua 2,4 prosenttia vuoden takaisesta). Kehitys oli vahvaa, vaikka Venäjän taloudessa myllersi ja euroalueen kasvu oli heikkoa. Vahvat perustekijät (palkkojen nousu, työttömyyden väheneminen ja kuluttajahintojen lasku) tukevat edelleen kotimaista kulutusta. Nopeinta kasvua odotetaan vuonna 2015 vähittäiskaupasta ja rakennussektorilta.

Euro otettiin Liettuassa käyttöön tammikuussa 2015. Se merkitsi pitkäaikaisen säästöpolitiikan loppua. Valtion budjettivajeen on suunniteltu pysyvän vuonna 2015 samalla tasolla kuin vuonna 2014 (1,2 prosenttia BKT:stä). Julkisen velan ja budjettivajeen suhde BKT:hen on Liettuassa euroalueen neljänneksi pienin. Liettualla on siten varaa keventää linjaa, mutta riskinä on edelleen euron käyttöönoton jälkeinen hyvinvointitunne – varsinkin kun puolustusmenot kasvavat ja budjetoidut tulot voivat jäädä odotettua pienemmiksi, jos Venäjän talouskriisi syvenee.

On arvioitu, että vienti Venäjälle voi supistua pelkästään vuonna 2015 jopa 30–50 prosenttia kuluttajien ostovoiman ja ruplan heikkenemisen sekä kaupankäyntirajoitusten vuoksi. Kaiken kaikkiaan näiden negatiivisten tekijöiden arvioidaan pienentävän BKT:tä 1,7 prosenttia. Eniten kärsisivät kuljetus ja logistiikka. Koska suurin osa Venäjälle suuntautuvasta viennistä on jälleenvientiä (89 prosenttia), vaikutukset paikallisiin tuottajiin jäisivät kuitenkin vähäisiksi (lukuun ottamatta meijerituotteiden tuottajia). Myös matkailuala voi kärsiä jonkin verran, sillä lähes 50 prosenttia alan tuotoista tulee Valko-Venäjältä ja Venäjältä.

Öljyn hinnan lasku, EKP:n elvytys, euron heikentyminen ja uusien vientimaiden aktiivinen etsintä tasapainottavat pitkälti Venäjän talouskriisin negatiivisia vaikutuksia. Talouskasvu pysyy siksi positiivisena sekä vuonna 2015 että vuonna 2016.

Zygimantas Mauricas

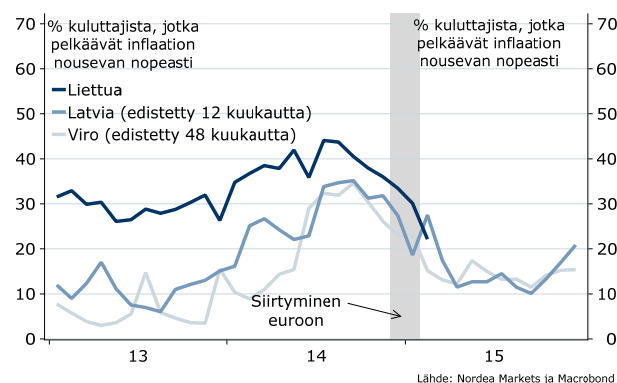
zygimantas.mauricas@nordea.com

+370 612 66291

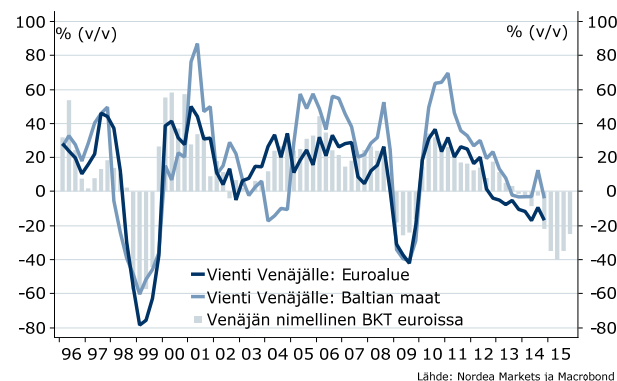
### Kuluttajat eivät enää pelkää



### Euroon liittynyt inflaatiopelko on poistunut



### Vienti Venäjälle laskee jopa 40 prosenttia



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

|                                        | 2011 (mrd. LTL) | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E |
|----------------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Yksityinen kulutus                     | 66,9            | 3,9   | 4,7   | 4,6   | 3,7   | 4,0   |
| Julkinen kulutus                       | 19,9            | 0,6   | 1,9   | 1,6   | 1,5   | 2,0   |
| Investoinnit                           | 19,3            | -3,6  | 12,8  | 7,0   | 3,3   | 6,3   |
| Vienti                                 | 82,5            | 11,8  | 10,3  | -3,2  | -0,4  | 4,7   |
| Tuonti                                 | 85,5            | 6,1   | 10,3  | -0,4  | 0,1   | 4,2   |
| BKT                                    |                 | 3,7   | 3,3   | 2,6   | 2,8   | 4,3   |
| Nimellinen BKT, milj. LTL              | 106,9           | 113,7 | 119,6 | 123,5 | 129,0 | 137,0 |
| Työttömyysaste, %                      |                 | 13,4  | 11,9  | 10,7  | 10,0  | 9,3   |
| Kuluttajahinnat                        |                 | 3,1   | 1,0   | 0,1   | 1,2   | 2,3   |
| Vaihtotase, % BKT:sta                  |                 | -0,2  | 1,5   | -1,8  | -3,0  | -2,0  |
| Julkisen sektorin tasapaino, % BKT:sta |                 | -3,3  | -2,2  | -2,2  | -2,0  | -1,0  |

## Venäjän talous ja rupla etsivät uutta tasapainoa

Venäjän talous on painumassa taantumaan. Odotamme BKT:n supistuvan kuluvaan vuonna 3,9 prosenttia. Investointien väheneminen jarruttaa talouskasvua eniten. Suuret valtionyhtiöt ovat haluttomia investoimaan, kun rupla on epävakaa, korot korkeat, geopoliittinen epävarmuus laajaa ja pakotteet rajoittavat rahoituksen saantia lännen pääomamarkkinoilta. Hallitus voi tukea niitä budjettivaroilla (valuuttavarannolla). Valtionyhtiöt ovatkin lähes ainoa investointitoiminnan veturi Venäjällä vuosina 2015–2016.

Inflaatio on alkanut haitata yksityistä kulutusta. Vähittäismyynnin kasvun jäähtyminen tammikuussa 4,4 prosenttiin vuoden takaisesta vahvistaa pidemmän ajan heikkenevän trendin. Reaalipalkkojen lasku, öljyn halpenemisen negatiiviset vaikutukset ja säästämisasteen nousu painavat kulutusta jatkossakin. Odotamme inflaation kuitenkin taittuvan vuoden 2015 toisella neljänneksellä. Heikon ruplan vaikutus vaimenee ja vertailukohta on korkeampi. Inflaatio saattaa hidastua 12–13 prosenttiin vuoden 2015 loppuun mennessä.

Uskomme, että keskuspankilla on jonkin verran varaa keventää rahapolitiikkaa vuonna 2015. Ohjauskoron nykytaso ei kuvasta odotuksia inflaation hidastumisesta vuoden 2015 jälkipuoliskolla eikä taantuman tuomaa tarvetta rahapolitiikan keventämiseen. Emme kuitenkaan usko rahamarkkinoiden nopeaan paluuseen kriisiä edeltäneelle tasolle.

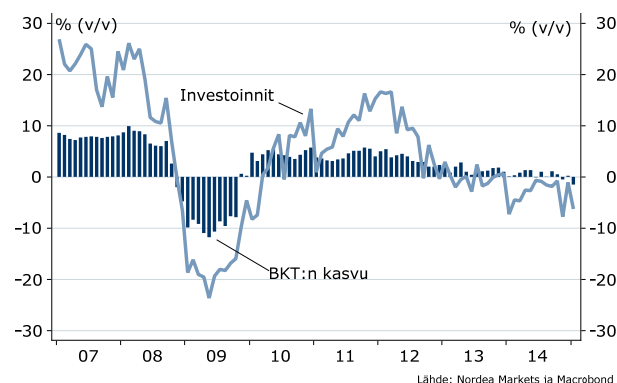
Rupla seuraa jatkossakin öljyn hinnan kehitystä. Tilanne valuuttamarkkinoilla saattaa kuitenkin pysyä kireänä vuonna 2015 geopoliittisten jännitteiden ja Venäjän talouden rakenteellisten ongelmien vuoksi. Emme odota öljyn hinnan kääntyvän nopeaan nousuun. Emme myöskään usko geopoliittisen tilanteen kohenevan merkittävästi. Siksi ruplan kurssi saattaa edelleen ailahtella rajusti vuoden 2015 alussa.

Dmitry Savchenko

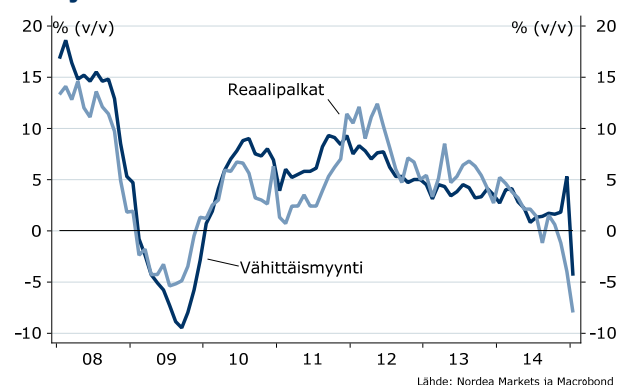
dmitry.savchenko@nordea.fi

+7 495 777 34 77 4194

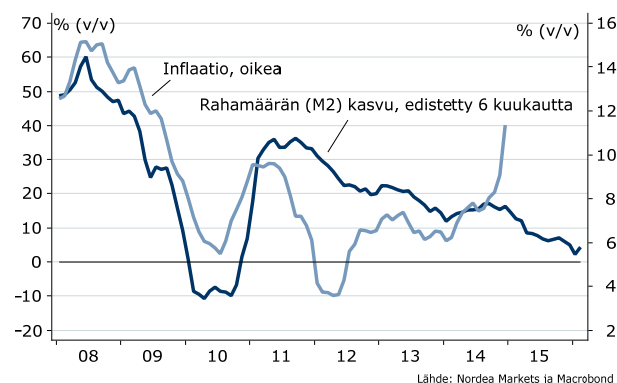
### Investointien heikkous on suurin kasvun jarru



### Yksityinen kulutus vähenee



### Inflaatio nopeimmillaan vuoden 2015 jälkipuoliskolla



### Venäjä: Makrotalouden indikaattorit (vuositason %-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

|                                      | 2011 (mrd. RUB) | 2012   | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  |
|--------------------------------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Yksityinen kulutus                   | 27 193          | 7,9    | 4,7    | 2,5    | -4,0   | 0,5    |
| Julkinen kulutus                     | 10 103          | 4,6    | 0,5    | 0,4    | 0,0    | 0,1    |
| Investoinnit                         | 11 950          | 6,4    | -0,1   | -2,5   | -9,0   | 0,5    |
| Vienti                               | 16 941          | 1,4    | 4,2    | -0,6   | -15,0  | 5,0    |
| Tuonti                               | 12 164          | 8,8    | 3,7    | -8,6   | 20,0   | 2,0    |
| BKT                                  |                 | 3,4    | 1,3    | 0,6    | -3,9   | 0,2    |
| BKT, mrd. RUB                        | 55 967          | 62 147 | 66 194 | 70 975 | 73 010 | 77 723 |
| Työttömyysaste, %                    |                 | 5,7    | 5,5    | 5,2    | 6,9    | 6,3    |
| Kuluttajahinnat, %                   |                 | 6,5    | 6,5    | 11,4   | 13,0   | 9,0    |
| Vaihtotase, % BKT:sta                |                 | 3,6    | 1,6    | 2,5    | 1,9    | 1,2    |
| Valtiontalouden tasapaino, % BKT:sta |                 | -0,2   | -0,8   | -0,5   | -3,0   | -2,0   |

## Suhdanteet elpyvät – kasvu hidastuu rakenteellisesti

- Kansainvälisen talouden näkymät ovat suotuisat
- Hyviä uutisia euroalueelta
- Kasvu on silti hieman aiemmin ennustettua hitaampaa

Maailmantalous oli vuoden 2015 alkaessa hieman vahvempi kuin vuotta aiemmin. Etenkin Yhdysvallat ja öljyn jyrkkä halpeneminen ovat piristäneet kasvua, jonka arvioimme kiihtyneen vuoden 2014 alkupuoliskon 2,8 prosentista 3,4 prosenttiin vuoden jälkipuoliskolla.

Meno paranee edelleen jonkin verran vuosina 2015 ja 2016, vaikka kasvu jäänee aiempiin vuosiin nähden vaatimattomaksi. Työttömyys pysyy monissa maissa selvästi kriisiä edeltäviä vuosia suurempana. Odotamme maailman BKT:n kasvun vahvistuvan hieman vähemmän kuin joulukuun ennusteessa: 3,3 prosentista viime vuonna 3,4 ja 3,7 prosenttiin vuosina 2015 ja 2016.

Elvyttävä rahapolitiikka on tähän asti luonut vain vaisua kasvua. Tämä johtuu finanssipolitiikan kiristämisestä, yksityisen sektorin velkaantuneisuuden vähentämisestä, rahoituslaitosten sääntelyn lisääntymisestä ja yleisestä epävarmuudesta. Epävarmuus liittyy taantuman psykologisiin vaikutuksiin, poliittiseen levottomuuteen ja geopolitiisiin huoliin. Uskomme näiden tekijöiden kuitenkin vähitellen väistyvän. Lisäksi matalan korkotason ja öljyn hinnan laskun positiiviset vaikutukset näkyvät viiveellä. Näin globaali talous pääsee vähitellen täyteen vauhtiin.

Kansainvälinen talouskasvu saa vahvaa tukea öljyn hinnan laskusta. Uskomme Brent-öljyn tynnyrihinnan olevan vuonna 2015 keskimäärin 62 dollaria, kun se viime vuonna oli 100 dollaria. Öljyn halpeneminen lisää globaalia kasvua yli 0,5 prosenttiyksikköä tänä vuonna.

### Toisistaan poikkeavia trendejä

Kansainvälinen talous on edelleen haavoittuvainen. On useita erilaisia trendejä, joihin liittyy suuria riskejä. Kansainvälisen kasvun piristymisen tänä vuonna perustuu lähinnä kypsiin Yhdysvaltain ja euroalueen talouksiin. Kasvu jatkuu merkittävästi vahvempana Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa kuin euroalueella ja Japanissa. Kehittyvillä markkinoilla Kiinan talouskasvu hidastuu rakenteellisesti. Venäjällä ja Brasiliassa kasvu pysyy heikkona, mutta piristyy edelleen Intian kaltaisissa maissa.

Vuosi 2014 oli **Yhdysvaltain** taloudelle hyvä. Vuosista 2015 ja 2016 on tulossa vielä parempia. Finanssipolitiikan kiristyminen ja kotitalouksien velkaantumisen vä-

hentäminen ovat ohi. Taloudellinen toimeliaisuus vauhdittuu ja täystyöllisyys lähenee. Yhdysvallat on yhä öljyn nettotuojia, joten öljyn hinnan lasku pönkittää merkittävästi maan talouskasvua, vaikka sen energiasektori kookekin takaiskuja. Lisäksi aiempaa suuremmat palkankorotukset tukevat yksityisen kulutuksen kasvua. Uskomme kotitalouksien säästämisasteen pienenevän, koska ennätyskorkeat osakekurssit ja asuntojen hintojen nousu ovat kasvattaneet varallisuutta. Myös rakentamisen ja yritysten investointien kasvu piristyy. Nettovienti jarruttaa kuitenkin edelleen talouskasvua etenkin yhä vahvistuvan dollarin vuoksi. Odotamme edelleen, että Yhdysvaltain BKT kasvaa noin 3 prosenttia vuosina 2015 ja 2016.

Myös **Isossa-Britanniassa** itseään voimistava elpyminen näyttää etenevän hyvin yksityisen kulutuksen vetämänä. Työmarkkinat ovat kohentuneet merkittävästi. Niiden kiristyminen kasvattaa vähitellen palkkapaineita ja tukee elpymistä. Maassa järjestetään parlamenttivaalit 7. toukokuuta. Ne saattavat aiheuttaa poliittista epävarmuutta, ja heikentää kotitalouksien ja yritysten luottamusta. Elpymistä se ei kuitenkaan todennäköisesti vaaranna.

Kenties paras taloudellinen uutinen muutaman viime kuukauden aikana on ollut se, että **euroalueen** elpyminen kiihtyi vuoden 2014 lopulla ja vuoden 2015 alussa. Vaikka nousu on finanssikriisin vaikutusten pitkittyessä edelleen vaatimatonta verrattuna Yhdysvaltoihin, euroalueen BKT-kasvu ylitti vuoden 2014 viimeisellä neljänneksellä alueen matalan potentiaalisen kasvutahdin.

Taloudellinen toimeliaisuus lisääntyy jatkossa hieman. Sitä tukevat matala korkotaso, euron heikkeneminen, halpa öljy, luotonannon olosuhteiden helpottuminen sekä laantuvat vaikutukset finanssipolitiikan kiristämisestä ja yritysten velkaantuneisuuden vähentämisestä. Venäjän ja Ukrainan välisen konfliktin negatiivinen vaikutus yritysten luottamukseen vähentyy edelleen.

Hidas **inflaatio** on taloudellisen toimeliaisuuden vahvistumisesta huolimatta edelleen vakava huolenaihe euroalueella. Jos matalat inflaatio-odotukset jäävät pysyviksi, reaalisien velkataakan kasvu lisää sekä kotitalouksien että yritysten paineita maksaa pois velkojaan. Tämä puolestaan saattaisi syöstä talouden syvään taantumaan. EKP:n tammikuinen päätös valtionlainojen osto-ohjelmasta pienentää taantuman riskiä etenkin euron heikkenemisen ansiosta. EKP aikoo ostaa kuukausittain 60 miljardin euron arvosta valtionlainoja tämän vuoden maaliskuusta vuoden 2016 syyskuuhun saakka.

### Ennusteet BKT:n vuosikasvulle, %

|      | Maailma |      | G3 maat |      | BRIC  |      | USA   |      | Euroalue |      | Kiina |      | Japani |      | Iso-Britannia |      |
|------|---------|------|---------|------|-------|------|-------|------|----------|------|-------|------|--------|------|---------------|------|
|      | Vanha   | Uusi | Vanha   | Uusi | Vanha | Uusi | Vanha | Uusi | Vanha    | Uusi | Vanha | Uusi | Vanha  | Uusi | Vanha         | Uusi |
| 2013 | 3,3     | 3,3  | 1,1     | 1,1  | 5,7   | 5,7  | 2,2   | 2,2  | -0,4     | -0,4 | 7,7   | 7,7  | 1,6    | 1,5  | 1,7           | 1,7  |
| 2014 | 3,3     | 3,3  | 1,5     | 1,5  | 5,4   | 5,4  | 2,4   | 2,3  | 0,9      | 0,8  | 7,4   | 7,4  | 0,0    | 0,3  | 2,6           | 3,0  |
| 2015 | 3,4     | 3,6  | 2,2     | 2,1  | 4,9   | 5,1  | 3,2   | 3,2  | 1,3      | 1,0  | 7,0   | 7,2  | 0,8    | 0,9  | 2,5           | 2,5  |
| 2016 | 3,7     | 3,9  | 2,2     | 2,1  | 5,5   | 5,7  | 2,9   | 2,8  | 1,6      | 1,5  | 6,8   | 7,0  | 1,3    | 1,5  | 2,2           | 2,2  |

Huom.: "Vanha" viittaa vuoden 2014 joulukuun ennusteeseen  
Lähde: Nordea Markets ja IMF

**Kreikan** ongelmat ovat edelleen vakavia. Enää ne eivät näytä uhkaavan euroalueen rahoitusjärjestelmää. Emme pidä Kreikan irtautumista euroalueesta todennäköisenä. Vaikka näin tapahtuisikin, emme usko sen heikentävän merkittävästi euroalueen kasvunäkymiä, sillä EKP käyttäisi kaikki keinot valuuttaunionin puolustamiseksi. Kreikan mahdollinen ero euroalueesta näkettäisiin luultavasti kuitenkin laajalti yhteisvaluutan uskottavuutta. Ennustamme nyt euroalueen BKT:n kasvavan 1,3 prosenttia vuonna 2015 ja 1,6 prosenttia vuonna 2016 (joulukuun ennusteet olivat 1,0 prosenttia ja 1,5 prosenttia).

**Kiinan** kasvu hidastuu edelleen rakenteellisesti. Työvoiman kasvu hiipuu, luotonanto ja investoinnit kasvavat liikaa. Kiinan viranomaiset tunnustavat, että aiempaa kestävämmän kasvun aikaansaaminen on tärkeää, ja samalla pitää pyrkiä välttämään talouskasvun äkillistä hidastumista. Aina kun kiinteistömarkkinat ovat olleet laskussa tai investointien vähentäminen on hidastanut kasvua liikaa, viranomaiset ovat löysentäneet otettaan ja lisänneet sekä raha- että finanssipoliittista elvytystä. Helmikuun lopulla keskuspankki laski ohjauksorkoa toisen kerran kolmen kuukauden sisällä. Helmikuun alussa puolestaan helpotettiin varantovaatimuksia.

Odotamme Kiinan talouskasvun hidastuvan jatkossakin hallitusti. Ennustamme BKT-kasvun hidastuvan viime vuoden 7,4 prosentista (alin lukema sitten vuoden 1990) 7,0 prosenttiin vuonna 2015 ja edelleen 6,8 prosenttiin vuonna 2016. Kiinteistömarkkinoiden vaikeuksien, korkean velkaantuneisuuden, ylikapasiteetin ja heikon kannattavuuden vuoksi jyrkempi kasvun hidastuminen on riski. Kiinan taloudesta kerrotaan lisää erikoisartikkelissa ”Kiina 3.0 – kasvun rakenteellinen hidastuminen jatkuu”.

Japani luisui taantumaan vuoden 2014 kolmannella neljänneksellä, neljättä kertaa sitten vuoden 2008. Nyt **Japanin** talous kasvaa jälleen. Se hyötynee lyhyellä aikavälillä keskuspankin erittäin aggressiivisesta elvytysohjelmasta, jenin heikkenemisestä, öljyn halpenemisestä ja vuoden 2015 kulutusveron korotuksen viivästyttämisestä. Odotamme kasvun voimistuvan suurin piirtein trendilleen vuonna 2015 ja trendin yläpuolelle vuonna 2016.

#### Pitkäaikaista heikkoutta

Globaalit lyhyen aikavälin suhdannenäkymät ovat varovaisen optimistiset. Uskomme rakenteellisen ja pitkäaikaisen kasvun kuitenkin jäävän aiempaa vaisummaksi. Yhdysvallat ja Iso-Britannia pois lukien, suuri osa maailman talouksista kamppailee ehkä **pitkäkestoisen heikkouden** kimpussa. Trendikasvu on sekä euroalueella että Japanissa pudonnut alle 1 prosenttiin vuodessa. Siksi stagnaatio ja deflaatio, eli laajamittainen hintojen ja palkkojen lasku, ovat todellisia huolia näillä alueilla.

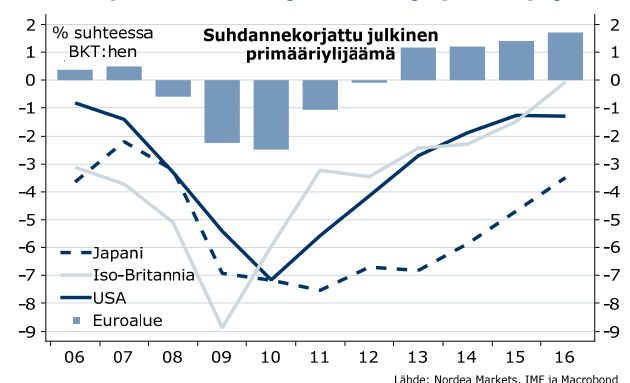
#### Mittarit viittaavat suhdannenousuun



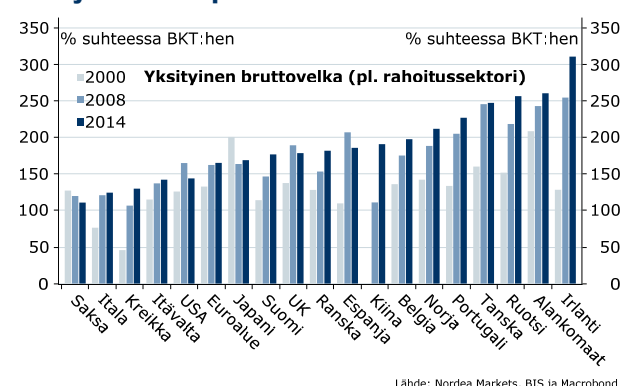
#### Öljyn halpeneminen vauhdittaa merkittävästi kasvua



#### Finanssipoliittikan kiristyminen on jo pienempi jarru



#### Yksityisen velan pienentäminen on vasta alkanut



Potentiaalinen kasvu on hidastunut myös Yhdysvalloissa. Tällä hetkellä se on OECD:n mukaan noin 2 prosenttia.

1970-luvun alussa alkanut trendikasvun hidastuminen kuvastaa sekä väestön että tuottavuuden kasvun hidastumista. Japanissa väestö jo vähenee. Saksassa se väheni viime vuoteen asti. Eurokriisin tuoma laaja maahanmuutto pysäytti kehityksen. G7-maiden trendikasvu on hidastunut 4 prosentista (1970), 3 prosenttiin (1990), 2,5 prosenttiin (2000) ja edelleen 1,5 prosenttiin (nyt).

Jatkossa potentiaalinen kasvu saattaa hieman piristyä nykytasolta, kun eri maissa päästään lähemmäs täystyöllisyyttä. Ikääntyvä väestö voi kuitenkin jarruttaa riskintoa odotettua enemmän, jos yritykset pidättäytyvät investoinneista pitkän aikavälin kasvunäkymien heikentyessä.

Toinen pitkän aikavälin kasvua uhkaava tekijä on se, että **kansainvälinen kauppa** ei ehkä tue kasvua entiseen tapaan. Kaupan kasvu on hidastunut huomattavasti finanssikriisin jälkeen. Vuosina 2013 ja 2014 se kasvoi alle 4 prosenttia eli paljon vähemmän kuin ennen finanssikriisiä (keskimäärin 7,5 prosenttia vuodessa). Kasvun hidastuminen johtuu osittain suhdanteista ja on siksi tilapäistä. Suuri osa heikkoudesta saattaa kuitenkin olla pysyvää. Kansainväliset tarjontaketjut laajentuivat ja tuotantoprosessit sirpaloituivat maantieteellisesti vuosikymmenien ajan. Tämän kehityksen hidastuminen saattaa tarkoittaa sitä, että kaupankäynti ei palaa yhtä joustavaksi kuin se oli 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa. Heikkona pysyvä kansainvälinen kauppa olisi haitallista Pohjoismaiden kaltaisille pienille avoimille talouksille.

### Keskuspankit tienhaarassa

Talous kehittyy eri tavoin eri puolilla maailmaa. Siksi myös rahapolitiikka tulee olemaan erilaista eri maissa. Yhdysvalloissa kasvu- ja inflaatio-odotukset eivät ole yhtä epämukavan matalalla kuin euroalueella ja Japanissa. Yhdysvaltain keskuspankki on jo lopettanut laajamittaisen pitkäaikaisen arvopapereiden osto-ohjelmansa, ja alkaa todennäköisesti nostaa ohjauskorkoa vuoden puolivälin tienoilla. Myös Englannin keskuspankin odotetaan alkavan normalisoida rahapolitiikkaansa myöhemmin tänä vuonna. Sen sijaan EKP on vasta aloittanut oman versionsa osto-ohjelmasta ja Japanin keskuspankki pitää kiinni aggressiivisesta elvytyspolitiikastaan.

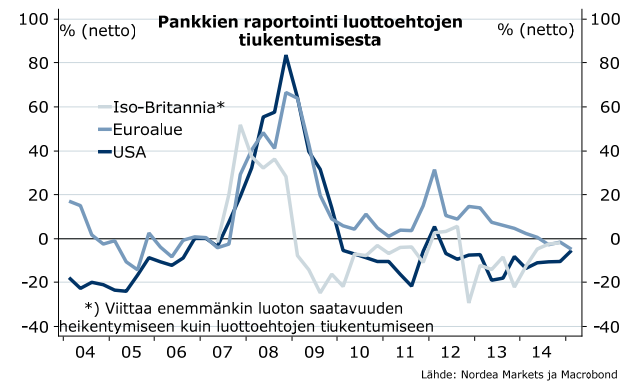
Yhdysvaltain dollari vahvistunee, kun Yhdysvaltain talouskasvu päihittää muun maailman ja eri maissa harjoitetaan erilaista rahapolitiikkaa. Tämän uskotaan edistävän kansainvälisen kasvun ja inflaation tasapainottumista. Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikan normalisoiminen saattaa kuitenkin aiheuttaa ongelmia. Se on merkki Yhdysvaltain talouden vahvistumisesta, mutta voi luoda haasteita erityisesti kehittyville markkinoille.

Johnny Bo Jakobsen

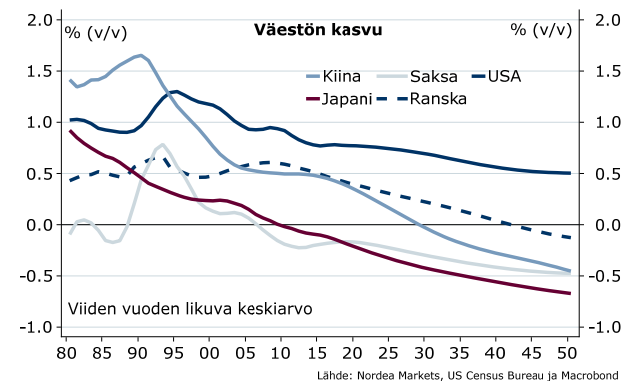
johnny.jakobsen@nordea.com

+45 3333 6178

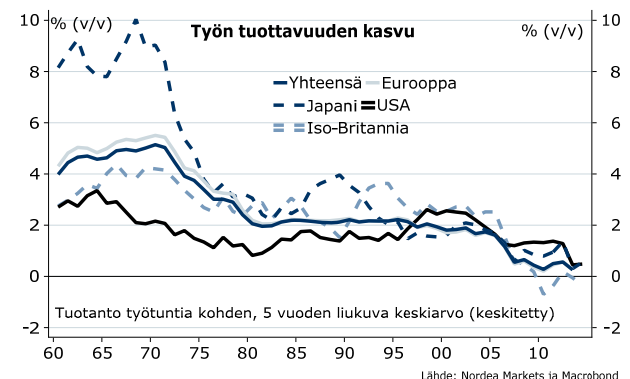
### Luotonanto palaa kohti normaalia



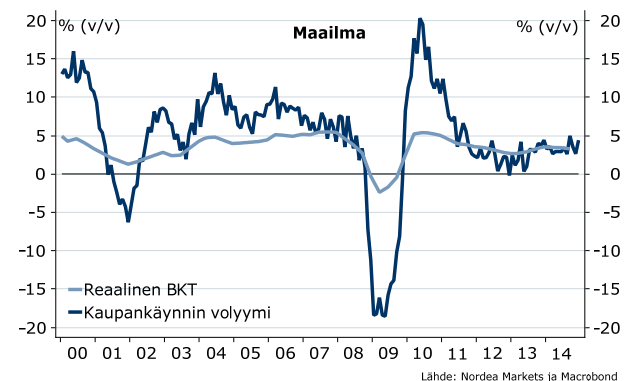
### Väestön kasvu hidastuu



### Myös tuottavuuden kasvu hidastuu



### Maailmankauppa kasvaa edelleen hitaasti



## 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:

- Kysyntä kasvaa odotettua vahvemmin öljyn hinnan viimeaikaisen laskun vuoksi.
- Markkinailmapiiri piristyy odotettua vahvemmin geopolitiittisten jännitteiden lievenemisen myötä.
- Elpyminen on odotettua vahvempaa, kun patoutunut kysyntä purkautuu.
- Yhdysvaltain keskuspankki kiristää rahapolitiikkaansa odotettua vähemmän.
- Euroalueella hyväksytään aiempaa keveämpi finanssipolitiikka, mikä lisää kokonaiskysyntää.
- Ranskassa ja Italiassa sekä kehittyvien markkinoiden tärkeimmissä maissa, muun muassa Intiassa ja Brasiliassa, toteutetaan rakenteellisia uudistuksia odotettua enemmän.

### Ennusteen alittumiseen viittaavat riskit:

- Öljyn hinta palautuu yllättävän lähelle viime vuoden alun lukuja.
- Rahoitusmarkkinat hermoilevat ja kehittyviltä markkinoilta siirretään pois pääomia Yhdysvaltain keskuspankin palauttaessa politiikkansa normaaliuralle. Protektionismi lisääntyy ja valuuttasota alkaa.
- Yksityinen sektori purkaa velkaantuneisuutta odotettua enemmän varsinkin Euroopassa, joten rahaa ei käytetä kulutukseen ja investointeihin.
- EKP:n laaja arvopaperien osto-ohjelma ei onnistu vauhdittamaan talouskasvua, mikä lisää kasvun pysähtymisen ja deflaation riskiä euroalueella.
- Kreikka irtautuu euroalueesta ja yhteisvaluutan uskottavuus kärsii. Euroalueen hajoamisen riski nousee esille, mikä johtaa markkinoiden levottomuuteen euroalueella ja mahdollisesti myös muualla.
- Geopolitiittiset jännitteet lisääntyvät (Venäjä ja Ukraina, Lähi-itä, Etelä-Kiinan meri), mikä vaikuttaa negatiivisesti luottamukseen.
- Kiinan luottokupla puhkeaa, mahdollisesti asuntomarkkinoiden romahduksen vuoksi

### BKT:n kasvua koskevat riskiskenaariot

|          |      |  | BKT   |       |        |
|----------|------|--|-------|-------|--------|
|          |      |  | Vahva | Perus | Heikko |
| Euroalue | 2015 |  | 1.7   | 1.3   | 0.4    |
|          | 2016 |  | 1.8   | 1.6   | 0.6    |
| Ruotsi   | 2015 |  | 3.0   | 2.7   | 1.7    |
|          | 2016 |  | 2.8   | 2.4   | 1.5    |
| Norja    | 2015 |  | 1.7   | 1.3   | 0.9    |
|          | 2016 |  | 2.2   | 1.5   | 1.1    |
| Tanska   | 2015 |  | 1.8   | 1.5   | 0.7    |
|          | 2016 |  | 2.2   | 1.9   | 1.2    |
| Suomi    | 2015 |  | 0.7   | 0.0   | -0.4   |
|          | 2016 |  | 2.0   | 1.5   | 0.8    |

Pasi Sorjonen

[pasi.sorjonen@nordea.com](mailto:pasi.sorjonen@nordea.com)

+358 9 1655 9942

Johnny Bo Jakobsen

[johnny.jakobsen@nordea.com](mailto:johnny.jakobsen@nordea.com)

+45 3333 6178

## Kartellista markkinaosuuteen

Öljyn hinta laski vuoden 2014 kesäkuusta tämän vuoden tammikuun puoliväliin 60 prosenttia. Yllättävän jyrkkään laskuun oli kaksi syytä. Öljyn kysynnän kasvu hidastui huomattavasti ja OPECin (etenkin Saudi-Arabian) markkinastrategia muuttui täysin Yhdysvaltain ja Venäjän öljyntuotannon vahvan kasvun seurauksena. Markkinaosuuden puolustaminen on uusi tavoite, ei hintatason.

Öljyn hinnan viime kuukausien palautuminen pohjalukemista on perustunut odotuksiin, joiden mukaan öljyn liiketarjontaa vähenee vuoden 2015 aikana. Tarjontaa vähentäisivät liuskeöljyn tuottajien vuokraamien öljynporauslaittojen väheneminen ja öljy-yhtiöiden investointibudjettien rajut leikkaukset. Hinnan ailahtelu jatkuu, kunnes alkaa näkyä selviä merkkejä kysynnän ja tarjonnan tasapainon paranemisesta. Parin vuoden päästä öljyn hinta lähtee taas nousuun, kun tarjonnan kasvu vaimenee ja kansainvälinen kysyntä kasvaa edelleen.

Keskipitkällä aikavälillä käynnissä olevat rakenteelliset muutokset ja öljyriippuvuuden väheneminen ovat keskeisiä tekijöitä kansainvälisten öljymarkkinoiden kannalta. Merkittävintä on kilpailun kiristyminen kuljetussektorilla, jonka osuus öljyn kokonaiskysynnästä on 55 prosenttia. Ilmastomuutos ja saastuminen sekä öljyn hinnan nousu vuosikymmenen ajan on johtanut teknologian kehittämiseen.

Uusia entistä tehokkaampia akkuja ja moottoreita on kehitetty, ja vihreän energian, kuten tuuli- ja aurinkovoiman, tuotantokustannukset ovat laskeneet jyrkästi. Maakaasulla, sähköllä ja vedyllä toimivien sekä kaksipolttoainekäyttöisten ajoneuvojen, lentokoneiden ja alusten kasvupotentiaalista on nähty vasta alku. Siksi odotamme, että teknisen kehityksen kiihtyminen kuljetussektorilla hillitsee öljyn kysynnän kasvuvauhtia selvästi pitkällä aikavälillä.

OPEC hallitsi öljymarkkinoita aina viime vuoden marraskuun 27. päivään saakka. Tuotantoa ja hintoja tasapainottavana tuottajana toimi Saudi-Arabia, jolla ai-noana maana oli vahva tuotantokapasiteettipuskuri. OPEC pystyi näin pitämään tynnyrihinnan noin 110 dollarissa. Keinotekoisena korkeaa hintaa johti kuitenkin sivuvaikutuksiin, sillä OPEC menetti jalansijaa Yhdysvalloille ja Venäjälle.

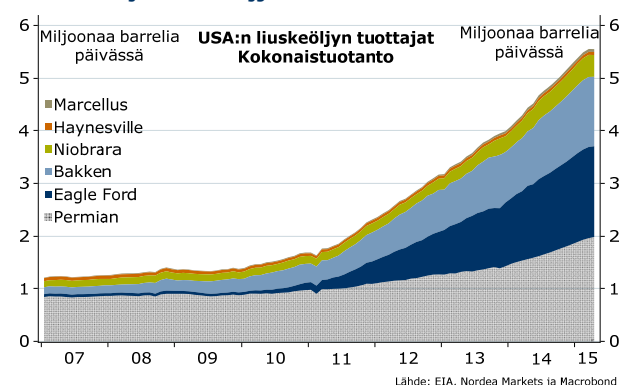
Saudi-Arabia otti siksi yllättäen käyttöön uuden öljypolitiikan, jolla se puolustaa markkinaosuuksia. Kun kilpailutilanne kiristyy, uusi hintatasapaino siirtyy lähemmäs noin 90 dollarin rajakustannusta. Lisäksi voidaan odottaa, että OPECin vapaata kapasiteettia pienennetään, jotta kalliimmat tuottajat saadaan pois markkinoilta. Uusi hintatasapaino liikkuisi kohti 80 dollarin tynnyrihintaa riippuen siitä, miten uskollis-

sesti OPEC puolustaa uutta markkinaosuusstrategiaansa.

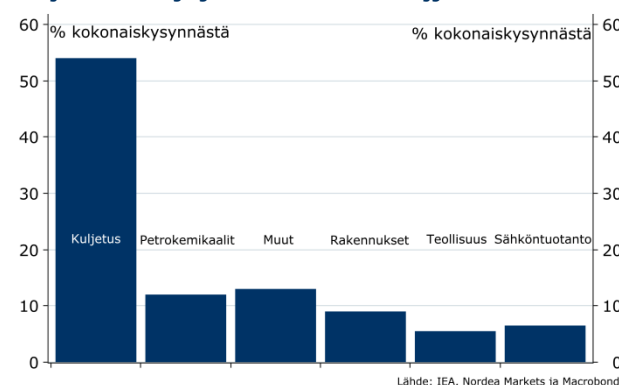
### Öljyn hintaennuste (USD/barreli)

|       | 1.nelj. | 2.nelj. | 3.nelj. | 4.nelj. | Vuosi |
|-------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 2012  | 118     | 109     | 109     | 110     | 112   |
| 2013  | 113     | 103     | 110     | 109     | 109   |
| 2014  | 108     | 110     | 103     | 77      | 100   |
| 2015E | 55      | 60      | 65      | 69      | 62    |
| 2016E | 70      | 72      | 77      | 79      | 75    |

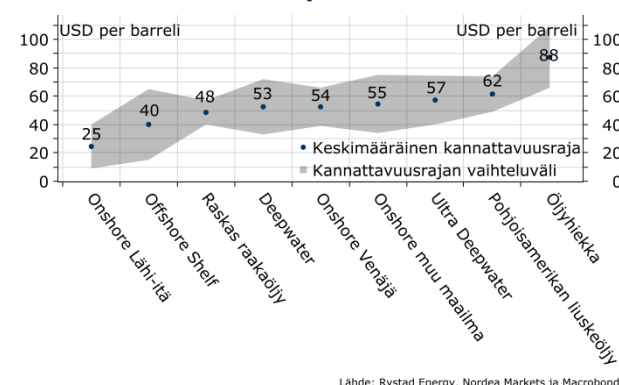
### Ei merkkejä liuskeöljytuotannon hidastumisesta



### Kuljetuksen kysyntä laskemassa öljymarkkinoilla



### Matkalla kohti uutta tasapainoa



Thina Margrethe Saltvedt

Thina.margrethe.saltvedt@nordea.com

+47 2248 7993

## Sinisilmäistä rahapolitiikkaa

Ruotsin, Norjan ja Tanskan rahapolitiikan paineet ovat kasvaneet vuoden 2015 alussa. Tanskassa ja mahdollisesti myös Ruotsissa tilanne hellittää ennustejakson aikana. Norjassa haasteet ovat kuitenkin vielä edessä.

Sveitsin keskuspankki luopui tammikuussa frangin ja euron kytköksestä ja antoi ohjauskoron laskea negatiiviseksi. Sen jälkeen on spekuloitu, että Tanskan keskuspankki tekee samoin. Sijoittajat alkoivatkin pitää Tanskaa korkeatuottoisena vaihtoehtona. Tanskan keskuspankki reagoi tilanteeseen välittömästi laskemalla ohjauskorkoaan useaan kertaan ja tekemällä mittavia interventioita valuuttamarkkinoilla. Tämä helpotti Tanskan kruunuun kohdistuvia paineita.

Myös Ruotsissa kamppaillaan rahapolitiikan tavoitteiden saavuttamiseksi. Ruotsin keskuspankki laski ohjauskorkonsa -0,10 prosenttiin tämän vuoden helmikuussa, vaikka maan talous kasvaa vahvasti.

Negatiivisen ohjauskoron lisäksi Ruotsissa ja Tanskassa on toteutettu myös muita poikkeuksellisia toimia. Ruotsin keskuspankki alkoi maaliskuussa ostaa valtionlainoja. Määrät ovat kuitenkin toistaiseksi jääneet vaatimattomiksi, joten tätä voidaan pitää lähinnä symbolisena eleenä. Tanska keskeytti valtionlainojen liikkeeseenlaskun, mikä vähentää tarjontaa.

### Tanska selviää

On melko helppoa puolustaa valuuttaa, johon kohdistuu nousupaineita. Ei ole epäilystäkään siitä, ettei Tanskan keskuspankilla olisi tarvittavaa kykyä ja halua kiinteän valuuttakurssin säilyttämiseksi. Tanskalla on pitkät perinteet kiinteistä valuuttakursseista. Kiinteä valuuttakurssipolitiikka on ollut talouspolitiikan kulmakivi jo vuodesta 1983. Tanska jättäytyi kansanäänestyksen perusteella euroalueen ulkopuolelle. Maa on kuitenkin osittain mukana eurossa, sillä se on ainoa maa, joka osallistuu valuuttakurssimekanismiin (ERM2). Tanskan kruunun keskuskurssi suhteessa euroon on 7,46038 kruunua.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Normaali vaihteluväli ERM2:ssa on +/- 15 prosenttia. Tanskassa vaihteluväliä on kuitenkin kavennettu +/- 2,25 prosenttiin. ERM2-sopimukseen sisältyy ehto, jonka mukaan EKP ja Tanskan keskuspankki voivat tukea valuuttakurssia rajattomasti interventioilla. Tanskan keskus-

Taloushistorian valossa valuuttaa on vaikeampi puolustaa, jos siihen kohdistuu laskupaineita. Tanskan keskuspankki on valmistautunut myös tällaiseen tilanteeseen. Kun tarkastellaan valuuttakurssin vaihteluväliä tarkemmin, voidaan havaita selvä epäsymmetrisyys, jonka mukaan sietokyky on alempi, kun kruunu on heikko.

### ...mutta Ruotsin keskuspankilla on vaikeuksia

Ruotsin keskuspankin ongelmia on vaikeampi ratkaista. Valuutan merkitys on keskeinen myös Ruotsin rahapolitiikassa. Keskuspankki pyrkii elvyttävällä rahapolitiikallaan heikentämään kruunua tai ainakin välttämään sen vahvistumisen. Tämän pitäisi nostaa tuontihintoja ja viiveellä myös kuluttajahintoja. Ruotsin keskuspankin varapääjohtaja Per Jansson kuvasi huolenaihetta erittäin hyvin äskettäisessä haastattelussa: ”jos kruunu vahvistuu jyrkästi, peli on menetetty”. Strategian ongelmana on se, että kuluttajahintojen nousu hiipuu, kun valuutan heikkeneminen lakkaa. Valuuttavaikutukset jäävätkin suurelta osin väliaikaisiksi. Ennustemme mukaan pohjainflaatio pysyy tavoitteen alapuolella koko ennustejakson ajan.

### Norjan keskuspankki voi joutua turvautumaan epätavanomaisiin keinoihin

Norjan keskuspankki on yksi harvoista keskuspankeista maailmassa, joka on viime vuosina pystynyt pitämään inflaation tavoitteen tuntumassa. Pohjainflaatio oli tammikuussa 2,5 prosenttia eli täsmälleen tavoitteen mukainen. Tämä on suureksi osaksi Norjan kruunun heikkenemisen ansiota. Valuutan heikkenemisen vaikutus on kuitenkin laantumassa, ja kruunu on jälleen vahvistunut hieman. Öljyinvestointien väheneminen painaa talouskasvua vuosina 2015 ja 2016. Palkkojen nousuvauhti on hidastunut, mikä myös enteilee kotimaisten kustannuspaineiden helpottumista lähiaikoina. Ennustemme mukaan palkat nousevat hieman alle 3 prosenttia vuodessa ja tuonti-inflaatio palaa nollassa. Näin ollen pohjainflaatio hidastunee 1,25–1,5 prosenttiin vuoden 2016 lopulla. Norjan vaikeat inflaationäkymät ja matala korkotaso muualla maailmassa luovat tulevana vuosina paineita Norjan keskuspankille. Pääskenaariomme mukaan keskuspankki laskee korkoja vielä kaksi kertaa tänä keväänä. Muutkin toimenpiteet ovat kuitenkin mahdollisia. Haasteita lisää se, että Norjan keskuspankin inflaatiota

pankki on pitänyt kruunun vakaana keskuskurssin tuntumassa 1990-luvun lopulta lähtien.

voite on 2,5 prosenttia eli korkeampi kuin muiden maiden noin 2 prosentin tavoite.

#### Rahapolitiikka on monimutkaista

Elvyttävän rahapolitiikan riskit tunnetaan. Merkit siitä, että korkotaso pysyy matalana vielä pitkään, nostavat todennäköisesti varallisuusarvoja edelleen. Etenkin Norjassa ja Ruotsissa asuntojen hinnat ovat nousseet jyrkästi viime vuosina. Kevyt rahapolitiikka vetää myös joukkolainojen ja osakkeiden hintoja ylöspäin. Ei ole yllätys, että Norjan osakemarkkinaindeksit ovat nousseet enemmän kuin kansainväliset indeksit tähän mennessä tänä vuonna.

Pyrkimykset kiihdyttää kuluttajahintainflaatiota lisäävät paradoksaalisesti deflaation todennäköisyyttä. Esimerkiksi Norjassa keskuspankki pyrki rahapoliittisin keinoin nostamaan vuotuisia palkankorotuksia suuremmiksi kuin kaupankäyntimaissa. Tämä tapahtuisi ajankohtana, jolloin öljysektorin vakaantuminen ja asteittainen heikkeneminen vaativat panostusta kustannuskilpailukykyyn. Maa ajautuisi taantumaa ja inflaatio laskisi uudestaan.

Eri Pohjoismaiden inflaatiokehityksen vertailu kertoo hyvin siitä, millaisia vaikeuksia inflaatiotavoitteiden saavuttamiseen liittyy. Ruotsissa inflaativauhti on 10 viime vuoden aikana ollut keskimäärin 1,2 prosenttia vuodessa.<sup>2</sup> Suomessa, Tanskassa ja Norjassa vastaava luku on ollut 1,9 prosenttia. On ironista, että niissä maissa, joilla ei ole selkeää inflaatiotavoitetta, on onnistuttu pitämään inflaatio lähempänä 2 prosenttia kuin niissä maissa, joilla on selvä tavoite.

Toinen ironinen seikka on se, että Suomella ja Tanskalla, joiden talouskehitys on viime vuosina ollut heikointa, ei itse asiassa ole käytettävissään rahapoliittisia keinoja, joilla ne voisivat vakaantuttaa talouskehitystä. Talouskasvun esteenä ei kuitenkaan todennäköisesti ole ollut kevyen rahapolitiikan puuttuminen. Molemmat maat ovat kärsineet omista shokeistaan. Tanskaa on painanut asuntokuplan puhkeaminen finanssikriisissä ja Suomea etenkin Nokia-klusterin romahtaminen ja metsäsektorin vaikeudet.

#### Yhteenveto

Talous on kehittynyt eri tavoin eri Pohjoismaissa viime vuosina. Ruotsissa ja Norjassa kotimainen kysyntä on kehittynyt suotuisasti. Suomessa ja Tanskassa se on sen sijaan takkuillut. Kaikilla mailla on poliittisia haasteita. Haasteet ovat erilaisia, koska rahapolitiikka ja talouskehitys ovat erilaisia. Ruotsissa ja Tanskassa on jo kokeiltu uudenlaista rahapolitiikkaa. Norjan keskuspankki on sen sijaan pitäytynyt perinteisissä keinoissa. Myös Norjassa saatetaan kuitenkin turvautua epätavomaisiin rahapolitiikan keinoihin ennustejakson loppuun eli vuoteen 2017 mennessä, koska inflaationäkymät ovat vaisut. Suomessa haasteet eivät ole rahapoliittisia vaan talouden rakennemuutoksesta ja talousuudistusten hitaudesta syntyneitä.

<sup>2</sup> Näissä laskelmissa on käytetty kunkin maan yleistä kuluttajahintaindeksiä. Kaava on sama, vaikka käytettäisiin pohjainflaatiota (YKHI, pl. energia). Ruotsissa inflaatio on näin mitaten ollut keskimäärin 1,2 prosenttia eli huomattavasti hitaampi kuin muissa Pohjoismaissa.

## Saksa: Rakenteellisia haasteita ja kasvavia eurohuolia

*Saksan taloudella menee juuri nyt hyvin. Pinnan alla kyttee kuitenkin useita rakenteellisia pitkän aikavälin kasvua uhkaavia riskejä ja haasteita. EKP:n uusi osto-ohjelma ja erimielisyydet Kreikan kanssa aiheuttavat Saksassa yhä enemmän poliittista levottomuutta ja huolta Euroopan tulevista suunnista.*

Saksan keskuspankki arvioi, että potentiaalinen tuotanto on viime aikoina kasvanut 1,1 prosenttia. Ennuste on 1,1 prosenttia vuosille 2014–2016 ja 1,0 prosenttia vuosille 2017–2019. Kasvu määräytyy pääoman ja työvoiman määrän ja tuottavuuden mukaan. Tulevaisuuden haaste on rajoittaa työvoiman vähenemisen haitallista vaikutusta, kun väestörakenteen trendi on epäsuotuisa. Lisäksi on parannettava investointien ja tuottavuuden parantamisen edellytyksiä, joihin voi puuttua monin tavoin. Tässä keskitymme työmarkkinoihin, merkittävään riippuvuuteen tavaraviennistä palvelujen kustannuksella sekä julkisiin investointeihin.

### Työmarkkinat ja koulutus

Väestörakenteen muutos tapahtuu Saksassa aikaisemmin kuin useimmissa muissa OECD-maissa. Suuret ikäluokat alkavat eläköityä vuoden 2020 tienoilla. Tätä voisivat paikata työmarkkinoille osallistuvien määrän kasvu, pidempi työaika ja laaja maahanmuutto. Hallitus päätti helpottaa tiettyjen työntekijäryhmien jäämistä varhaiseläkkeelle 63 vuoden iässä. Tämä vie pohjaa aiemmilta pyrkimyksiltä kasvattaa työmarkkinoille osallistuvien määrää.

Tällä hetkellä työmarkkinoille osallistuvien määrä on Saksassa yksi OECD-maiden suurimmista (77,5 prosenttia). Kuitenkin vain harvoissa maissa työntekijöiden työaika on lyhyempi kuin Saksassa. Suuri osa naisista tekee osa-aikaista työtä. Tämä johtuu etenkin perheen toisen palkansaajan raskaasta verotuksesta. Lisäksi työn ja perhe-elämän yhteensovittaminen on edelleen vaikeampaa kuin Pohjoismaissa ja Ranskassa.

Väestörakenteen epäsuotuisan trendin korjaus voi edellyttää nettomääräisesti noin 400 000–500 000 maahanmuuttajaa vuosittain. Viime vuosina maahanmuuttajien lukumäärä on ollut tätä luokkaa, suurin osa tulijoista on Itä-Euroopasta. Itäeurooppalaisten maahanmuuttajien virta ei kuitenkaan ole ehtymätön. Monet heistä ovat muuttaneet esimerkiksi Britanniaan ja muihin sellaisiin maihin, jotka eivät asettaneet rajoituksia työvoiman vapaalle liikkuvuudelle EU:n vuonna 2004 toteutuneen laajentumisen jälkeen. Etelä-Euroopasta tul-

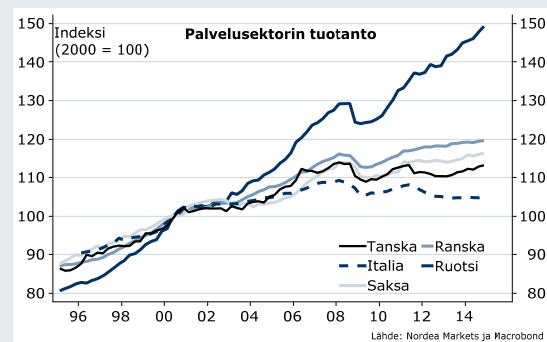
leet saattavat muuttaa takaisin kotimaihinsa, kun taloustilanne kohenee. Sen vuoksi Saksan on pysyttävä entistä paremmin houkuttelemaan ammatitaitoisia maahanmuuttajia myös EU:n ulkopuolelta.

Myös työvoiman laadussa on paljon parantamisen varaa. Vanhempien sosiaalinen ja taloudellinen tausta ratkaisee lapsen koulumenestyksen enemmän Saksassa kuin muissa maissa. Maan koulutusjärjestelmä, jossa oppisopimuskoulutus liittyy ammatilliseen koulutukseen, toimi aiemmin hyvin. Sen ansiosta nuorisotyöttömyys pysyi matalana. Järjestelmä kaipaa kuitenkin uudistusta. Etenkin tietotekniikan osaamista on parannettava. Lisäksi varsin pienellä osalla saksalaisväestöstä on korkeakoulututkinto.

### Myös palvelut sisältyvät BKT:hen

Saksa tunnetaan parhaiten autoista ja koneista, joille löytyy ostajia kaikkialta maailmasta. Teollisuuden (mukaan lukien rakentaminen) osuus kansantalouden arvonlisäyksestä oli 30,2 prosenttia vuonna 2013. Luku on suurempi kuin missään muussa läntisessä EU-maassa. Palvelujen osuus oli 69 prosenttia, kun EU:n keskiarvo on 73,6 prosenttia (Tanska 77,2 %, Ruotsi: 74,3 %, Suomi: 71,6 %).

Monet ammatilliset palvelut ovat tiukasti säänneltyjä. Tällaisia ovat esimerkiksi lakimiesten, arkkitehtien ja insinöörien tarjoamat palvelut. Säännösten purkaminen madaltaisi alalle tulon kynnystä ja loisi sitä kautta lisää kilpailua ja uusia työpaikkoja. Se myös vähentäisi talouden haavoittuvuutta ulkoisia sokkeja vastaan. Säännösten purkaminen ei tällä hetkellä kuulu hallitusohjelmaan. Tilanne saattaa kuitenkin muuttua, jos kansainvälisen tavarakaupan kasvutrendi pysyy yhtä vauhdissa kuin se on ollut vuodesta 2012 lähtien.

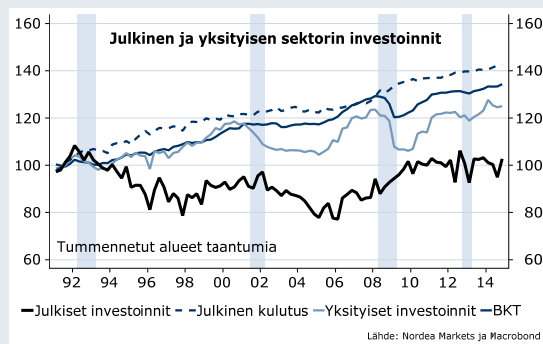


Taloudessa on kuitenkin käynnissä jonkinasteinen uuden tasapainon hakeminen. Kysynnän näkökulmasta yksityinen kulutus on nyt tärkein kasvun moottori. Toimialoitain tarkasteltuna palvelusektorin investoinnit kasvavat nopeammin kuin teollisuuden. Esimerkiksi logistiikka-ala kasvaa nopeasti. Lisäksi asuntojen hintojen nousu ja rakentamisen vilkastuminen voivat hyvinkin tuoda lisää työpaikkoja kiinteistöpalveluihin.

#### Julkiset investoinnit laiminlyöty

Saksassa on keskusteltu kiiwaasti julkisen infrastruktuurin heikkenemisestä. Vanhemmat kertovat tarinoita lastensa koulujen heikosta kunnosta ja seinien maalaustalkoista. Kyse on kuitenkin paljon suuremmista ongelmista. Kasvava rahti- ja matkustajaliikenne rasittaa maantie- ja rautatieverkostoa. Saksalla on yhdeksän naapuria ja sen läpi kuljetetaan valtavia määriä tavaraa. Julkinen infrastruktuuri on jokaisen yrityksen välituote. Se on yksi ratkaiseva tekijä yritysten miettiessä toimipaikkaansa.

Julkista kulutusta on viime vuosina suosittu julkisten investointien sijaan. Kuntien osuus on noin puolet kaikista julkisista investoinneista (kuten paikallisten katuverkostojen ja sairaaloiden rakentaminen sekä koulujen ylläpito). Monilla kunnilla ei yksinkertaisesti ole ollut varaa investointeihin. Se osoittaa, että liittovaltion, osavaltioiden ja kuntien välistä monimutkaista taloudellisten suhteiden viidakkoa on uudistettava.



Liittovaltion investointien määrä on nyt vuoden 1992 tasolla (katso kuvio). Julkisten investointien nettomäärä on vuodesta 2003 lähtien ollut jopa negatiivinen: investoinnit eivät edes kata pääomakannan kulumista. Julkisten investointien suhde BKT:hen on yksi EU:n matalimmista.

Julkisten investointien vaje on tutkimusten mukaan noin 80 miljardia euroa eli lähes 3 prosenttia BKT:stä. Saksalaiset poliitikot välttävät viimeiseen saakka jättämästä tuleville sukupolville raskasta julkisen velan taakkaa. On paradoksaalista, että on mieluisampaa jättää jälkeensä huonossa jamassa oleva infrastruktuuri.

Nämä ovat vain joitakin niistä osa-alueista, joissa Saksan täytyy uudistua. Berliini peräänkuuluttaa usein kasvua tukevia uudistuksia Eurooppaan. Tämä kuulostaisi uskottavammalta ja vähemmän opettajamaiselta, jos myös Saksa tekisi läksynsä.

#### Politiikka: Yhä enemmän huolta Euroopasta

Usko yhteiseen Eurooppaan on heikentynyt niin Saksassa kuin muualla Euroopassa. Samaan aikaan myös saksalaisten luottamus Euroopan keskuspankkiin on tutkimusten mukaan kaikkien aikojen matalimmalla tasollaan. EKP:n uutta ostoohjelmaa pidetään epätoivoisena yrityksenä ostaa ylivelkaantuneille maille lisää aikaa kasvua tukevien uudistusten toteuttamiseksi – aikaa, joka menee todennäköisesti hukkaan.

Saksan keskuspankki hävisi EKP:lle ostoohjelmaa koskevan taistelun. Tämä selittää ehkä osittain Saksan valtiovarainministerin äskettäisen tiukan asenteen Kreikkaa kohtaan hätärahoituksen pidentämistä koskevissa neuvotteluissa. Saksa näyttää toimineen Suomen, Alankomaiden, Itävaltan, Slovakian, Baltian maiden, Espanjan ja Portugalin muodostaman liittouman puhemiehenä. Tämä on uutta, sillä Saksan perinteinen liittolainen Euroopan politiikassa on ollut Ranska.

Saksan hallitus sai kotimaassa laajaa julkista tukea tiukalle asenteelleen. Tätä taistelua hallitus ei halunnut hävitä. Tärkeä syy tähän on se, että hallitus haluaa kaikin keinoin estää euroskeptisen vaihtoehto Saksalle -puolueen (AfD) kannatuksen kasvun. AfD:n äskettäin saama 6,1 prosentin kannatus Hampurin paikallisvaaleissa ei riitä poliittisen vastuun kantamiseen missään päin Saksaa. Uskomme, että AfD:n potentiaalinen kannatus voi olla merkittävästi suurempi. Nyt sitä ei saada mitävien sisäisten erimielisyyksien ja epäselvän poliittisen sanoman vuoksi.

Selkeä enemmistö saksalaisista poliitikoista on edelleen erittäin euromyönteinen eikä halua minäkään maan irtaantuvan eurosta – edellyttäen, että maat noudattavat yhteisiä sääntöjä. Tulevat neuvottelut Kreikan hätärahoitusohjelmasta ja mahdollisista helpotuksista koettelevat jälleen saksalaisten poliitikkojen kärsivällisyyttä ja kompromissihalukkuutta. Näemme, että Saksa on peruuttanut ajatuksestaan yrittää säilyttää euroalueen eheys *hinnalla millä hyvänsä*. Saksan kompromissihalukkuus on vähentynyt ja siitä on tullut entistä hankalampi neuvottelukumppani.

Holger Sandte

[holger.sandte@nordea.com](mailto:holger.sandte@nordea.com)

+47 3333 1191

## Kiina 3.0 – kasvun rakenteellinen hidastuminen jatkuu

Kiina on muuttunut kolmen vuosikymmenen aikana uskomattoman paljon. Pienestä suljetusta taloudesta on tullut maailman suurin vientimaa ja raaka-aineiden kuluttaja. Talouden kasvuvauhti oli vuosina 1991–2011 keskimäärin 10,4 prosenttia vuodessa. Tilanne on kuitenkin muuttunut. Kysynnän kasvu on hidastunut kolmen viime vuoden ajan, mitä on pidetty suurena riskinä maailmantaloudelle. Kiina on tullut kehityksessään kolmanteen vaiheeseen, ja edessä on vuosikymmeniä kestävä kasvun rakenteellinen hidastuminen.

### Teollisuustuotanto: veturista riippakiveksi

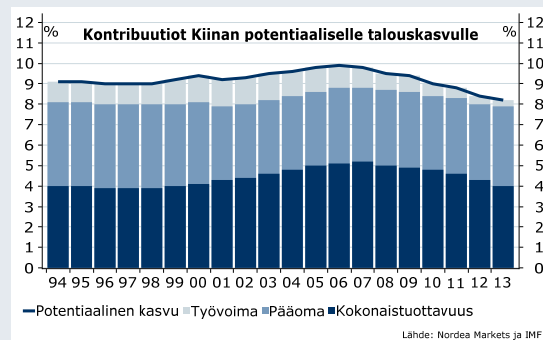
Teollisuussektori on ollut Kiinan kasvun tärkein moottori. Teollinen toiminta on perustunut lähinnä vientiin ja rakentamiseen. Kiina on vaurastunut tuottamalla muulle maailmalle halpoja kiinalaisia tuotteita erityisesti vuonna 2001 solmitun WTO-jäsenyyden jälkeen, koska halpaa työvoimaa on riittänyt. Viennin osuus BKT:stä oli huipussaan 40 prosenttia vuonna 2006. Esimerkiksi Japanissa viennin osuus BKT:stä ei ole koskaan ollut yli 20 prosenttia. Vientivetoinen kasvun malli on tukenut työvoimavaltasta valmistavaa teollisuutta.

Rakennusbuumi sai alkunsa Kiinan kiinteistömarkkinoiden yksityistämisestä 1990-luvulla, ja sitä tuki kunnianhimoinen kaupungistumiseen tähtäävä suunnitelma. Näin alkoi Kiinan loputon luonnonvarojen tarve. Seurauksena oli raskaan teollisuuden ja varsinkin kaivosteollisuuden nopea laajeneminen Pohjois-Kiinassa. Kiinteistöinvestointien osuus BKT:stä on 15 prosenttia. Luku on lähes kaksinkertainen, kun mukaan luetaan muut kiinteistöihin liittyvät sektorit. Raskas teollisuus on pääomavaltasta ja kaivosbuumi on saanut aikaan tähän sektoriin investointiryntäyksen valtiopankkien halvalla rahoituksella. Teollisuustuotantoon kohdistuvien investointien osuus kaikista investoinneista on ollut 40 prosenttia, eli kaksi kertaa suurempi kuin infrastruktuuri-investointien osuus.

Kun teollisuussektori joutuu vaikeuksiin Kiinassa, koko talouden kasvu kärsii. Teollisuustuotannon vuotuinen kasvu heikkeni 13,1 prosentista vuosina 1991–2011 alle 8 prosenttiin vuonna 2014. Kiinan tarkimmin seurattuihin lukuihin kuuluva ostopäälleköiden indeksi on ollut noin 50. Teollisuustuotannon heikkeneminen on johtanut vaisuihin kasvulukuihin viennissä, investoinneissa ja luotonannossa.

### Potentiaalinen kasvuvauhti laskussa

Runsas työvoiman tarjonta ja pääomakannan nopea kasvu ovat olleet Kiinan talousihmeen tärkeimmät edellytykset. IMF:n mukaan potentiaalinen kasvuvauhti on kuitenkin hidastunut huippuvuosien 10 prosentista tämänhetkiseen 8 prosenttiin. OECD odottaa sen olevan 30 vuoden kuluttua 2 prosenttia. Työikäisen väestön määrä alkoi vähentyä vuonna 2012. Vähenneminen kiihtyy yhden lapsen politiikan vuoksi ja jatkuu vuosikymmeniä. Tulevaisuudessa työvoiman vähäinen tarjonta todennäköisesti hidastaa kasvua.



Työvoimapula ei ole ainoa ongelma. Vuodesta 2011 lähtien sijoitetun pääoman tuotto on pienentynyt, varsinkin suuresta ylikapasiteetista kärsivällä kaivossektorilla. Kiinan viranomaiset totesivat kapasiteetin käyttöasteen olleen tällä sektorilla vain 50 prosenttia vuonna 2014. Vuosina 2008–2013 Kiinan investointiaste nousi 6,5 prosenttiyksikköä ja yritysten velkaantuneisuusaste 68 prosenttiyksikköä. Velkakriisin välttämiseksi valtion on pantava piste luottoihin perustavalle investointivimmalle, joka on tukenut talouskasvua vuodesta 2008 lähtien. Tuottavuuden kasvu heikkenee edelleen, sillä teknologian omaksumisessa on jo päästy kansainväliselle tasolle. Kiinan potentiaalisen kasvuvauhdin voidaan siis odottaa hidastuvan tulevina vuosikymmeninä.



### Uusi kasvupolitiikka

Jotta voidaan ymmärtää Kiinan kasvun hidastumista, on yhtä tärkeää tunnistaa rakenteelliset tekijät kuin ottaa huomioon viranomaisten asennoituminen kasvuun. IMF:n arviot potentiaalisesta kasvuvauhdista alkoivat laskea jo vuonna 2006. Todellisuudessa kasvu hidastui huomattavasti vasta vuonna 2012. Koska aiempi hallinto ei ollut valmis kasvun hidastumiseen, se päätti elvyttää taloutta syyttämällä halpaa rahoitusta valtionyhtiöille, jotka sijoittivat raskaaseen teollisuuteen. Kasvu pidettiin keinotekoisesti nopeana, mutta se johti odottamattomiin ongelmiin.

Raskaan teollisuuden ylikapasiteetin ja siihen liittyvä luottoriskin ohella liiallinen riippuvuus teollisuustuotannosta on johtanut vakavaan ilman ja veden saastumiseen monissa provinseissa. [Maa-ilmanpankin China 2030 -raportin](#) mukaan ympäristön riistämisen ja luonnonvarojen ehtymisen kustannukset ovat Kiinassa noin 10 prosenttia BKT:stä. [Eräs toinen tutkimus](#) osoittaa, että savusumu lyhentää keskimääräistä eliniän odotetta Pohjois-Kiinassa 5,5 vuodella. Tuloerojen kasvu ovat toinen teollisuuden ylivallan ei-toivottu seuraus. Kotitaloudet ovat vuosien ajan rahoittaneet epäsuorasti teollisuuteen kohdistuneita julkisia investointeja keinotekoisien matalien talletuskorkojen kautta. Tämä on johtanut varallisuuden epätasaiseen jakautumiseen sekä jännitteisiin kotitalouksien ja valtionyhtiöiden välillä. Yhteiskunnallisista vakautta kiihkeästi ylläpitävä hallitus ei voi jättää huomiotta kansan tyytymättömyyttä. Hallituksen on siksi siedettävä kasvun hidastumista ja vieävä eteenpäin siirtymistä teollisuudesta palveluihin ja investoinneista kulutukseen.

### Vaikutukset muuhun maailmaan

Kiina on maailman toiseksi suurin talous ja sen osuus maailmantalouden kasvusta on kolmannes, joten sen kasvun hidastuminen vaikuttaa väistämättä muuhun maailmaan. Suurimpien vaikutusten odotetaan kohdistuvan maailmankauppaan ja raaka-ainemarkkinoihin.

Kiina on useimpien maiden suurimpia vientimarkkinoita. Tämä tilanne muuttuu jatkossa, mikä näkyy jo nyt tuonnin kasvun heikkenemisenä. Monien tarkkailijoiden mielestä syynä ovat Kiinan synkät kotimaiset tekijät, mutta itse asiassa syy on viennin rakenteellinen muutos. Kiina käyttää vientituotteissaan paljon tuontiosia. Vaikka niiden osuus on laskenut 1990-luvun huipun 60 prosentista tähänhetkiseen 35 prosenttiin, se on silti kansainvälisesti tarkasteltuna suuri. Lyhyellä aikavälillä viennin kasvun hidastumiseen reagoidaan vähentämällä tuontia. Pidemmällä aikavälillä

Kiinaan aletaan todennäköisesti tuoda aiempaa enemmän kulutushyödykkeitä kotimaiseen käyttöön. Kulutuksen osuus taloudesta nousee, kun kaupungistuminen jatkuu, keskiluokka kasvaa ja sosiaaliturva paranee, jolloin tarve säästää pahan päivän varalle vähenee. Viennin kasvun hidastuminen on mielestämme rakenteellista, sillä työvoimakustannusten nousu saa tuotannon siirtymään yhä enemmän pois Kiinasta matalamman kustannustason maihin. Joissakin tapauksissa tuotantoa siirretään myös kehittyneisiin maihin.

Kiina kuluttaa useimpia raaka-aineita eniten maailmassa ja käyttää noin 50 prosenttia maailman hiilestä ja perusmetalleista sekä 12 prosenttia öljystä. Kasvun rakenteellinen hidastuminen Kiinassa etenkin terästeollisuuden kaltaisilla energiainensiivisillä teollisuudenaloilla ja siirtyminen kohti entistä vahvemmin kulutukseen perustuvaa kasvua ovat vetäneet raaka-aineiden hinnat laskuun. Emme kuitenkaan odota raaka-aineiden kysynnän romahtavan. Infrastruktuuri on makrotasolla kaikkea muuta kuin hyvin kehittynyt. Rakennusten keskimääräinen ikä on noin 25 vuotta, mikä todennäköisesti tukee suhteellisen vakaata rakentamisen kasvua.



Kiinan talous on kasvanut kaksinkertaiseksi viiden viime vuoden aikana, joten nyt on vaikeampaa ylittää 7 prosentin kasvuun kuin aiemmin 10 prosenttiin. Hidastuminen on väistämätöntä. Kiina on tullut kehityksessään kolmanteen vaiheeseen. Jos se kestää 30 vuotta, kuten edelliset kaksi vaihetta, Kiinalla on edessään vuosikymmeniä kestävä kasvun rakenteellinen hidastuminen. Tämä on päällisin puolin huono uutinen maailmantaloudelle kaupan kannalta. Tasapainoinen ja kestävä kasvu pitkällä aikavälillä, jossa kasvun romahkamisen riski vähenee huomattavasti, on kuitenkin kaikkien kannalta toivottavaa.

Amy Yuan Zhuang

[amy.yuan.zhuang@nordea.com](mailto:amy.yuan.zhuang@nordea.com)

+45 3333 5607

---

## 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.