17. kesäkuuta 2019

Huolta huomisesta

Korot pysyvät matalana pidempään

- Maailmantalouden kasvu hidastuu tänä vuonna. Syksyllä alkanut suhdannetilanteen pahin heikkenemisvaihe näyttäisi tasaantuneen, mutta keväällä talouden kehitystä koskevat uutiset ovat olleet edelleen ristiriitaisia. Epävarmuutta luo Kiinan ja Yhdysvaltojen alkuvuodesta hyvin edenneiden kauppaneuvottelujen kriisiytyminen.
- Kansainvälinen suhdanne jatkuu vaisuna erityisesti teollisuudessa. Työttömyyden aleneminen ja palkkojen nousu tukevat yksityistä kulutusta monissa maissa, mikä helpottaa palvelualojen tilannetta.
- Rahapolitiinen elvytys tukee haurasta taloutta Euroopassa. Myös Yhdysvalloissa rahapolitiikan suunta on vaihtunut, ja odotamme loppuvuodelle jopa kolmea ohjauskoron laskua. Kiinassa hidastuvaa taloutta on tuettu onnistuneesti finanssipoliittisin keinoin kuten veronalennuksin.
- Suhdannenäkymät ovat heikentyneet Suomessakin, mutta taantuma ei vielä uhkaa. Viennin ja investointien kehitys jää vaisuksi, mutta kulutuskysyntä nousee heikon alkuvuoden jälkeen. Avoimia työpaikkoja on yhä runsaasti eri puolilla Suomea, mutta työvoiman tarjonnan kasvu hiipuu ja osaavasta työvoimasta on pulaa. Odotamme BKT:n kasvun hidastuvan 1,3 prosenttiin tänä vuonna ja 1,0 prosenttiin vuonna 2020.
- Hallitus keventää finanssipolitiikkaa lähinnä lisäämällä menoja, mikä tukee kasvua 2020 ja edellyttää velkarahoitusta. Julkisen talouden tasapaino jäänee saavuttamatta, mutta velkasuhde voi vielä laskea.
- Asuntorakentaminen hidastuu vuoden 2019 aikana ja asuntomarkkinoiden eriytyminen jatkuu. Ostajalla on varaa tinkiä ja reaalisesti asuntojen hinnat laskevat koko maan tasolla.

SUOMI	Nykyinen ennuste			Edellinen ennuste	
	2018	2019	2020	2019	2020
BKT, volyymi, %	2,4	1,3	1,0	1,7	1,2
Työttömyysaste, %	7,4	6,5	6,4	6,5	6,4
Inflaatio, %	1,1	1,2	1,5	1,3	1,5
Ansiotaso, %	1,8	2,5	2,5	2,5	2,5
Asuntojen hinnat, %	0,6	0,0	0,5	0,0	0,5
Vaihtotase / BKT, %	-1,6	-1,7	-1,4	-1,5	-1,2
Julkinen velka / BKT, %	58,9	58,3	57,3	57,6	56,3

Pääekonomisti
Pasi Kuoppamäki
010 5467715
pasi.kuoppamaki@danskebank.fi

Ekonomisti
Jukka Appelqvist
044 2631051
jukka.appelqvist@danskebank.fi

Eurooppa riskien keskellä

Maailmantalouden kasvu hidastuu tänä vuonna. Myönteistä on, että syksyllä alkanut suhdanteen heikkeneminen on ainakin toistaiseksi pysähtynyt. Samaan aikaan epävarmuus ei kuitenkaan ole poistunut, vaan pikemminkin lisääntynyt. Alkuvuodesta uskottiin kauppasovun syntymiseen Yhdysvaltojen ja Kiinan välillä. Toukokuussa neuvottelut kuitenkin kriisiytyivät, eikä nopea ratkaisu ole tällä hetkellä näköpiirissä. Euroopassa taas brexit-asetelmat ovat edelleen tutussa umpikujassa, mikä sekin kasvattaa epävarmuutta.

Jarrutuksesta huolimatta maailmantalous kasvaa yhä laaja-alaisesti kaikilla keskeisillä markkina-alueilla. Keskimääräiseksi kasvuksi ennustamme 3,2 prosenttia. Suhdanne on viilentynyt erityisesti teollisuudessa, mutta palvelualoilla tilanne on parempi, sillä työttömyyden aleneminen ja palkankorotukset tukevat yksityistä kulutusta. Teollisuudessa sen sijaan kärsitään epävarmuuden synnyttämästä investointihalujen laskusta. Euroopassa autoteollisuuden vaikeudet ovat laajentuneet teollisuuden laajemmaksi supistumiseksi, joka vaivaa erityisesti Saksaa. Taantuman riski kohoaa vuoden 2020 aikana, mutta perusskenaariossa karikot vältetään, ja kasvu vauhdittuu ensi vuonna hieman nousten 3,4 prosenttiin.

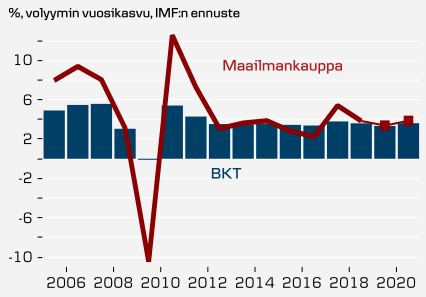
Rahoitusmarkkinoilla on vauhdikkaita käänteitä riittänyt. Syksyllä elettiin maailmanlaajuinen osakekurssien laskujakso, joka heijasteli heikentyneiden kasvunäkymien synnyttämää tarvetta uudelleenhinnoitteluun ja pelkoa rahapolitiikan kiristymisestä. Kuluvan vuoden alussa tultiin taas melkoista haipakkaa ylöspäin, kun kauppaneuvottelujen uskottiin edistyvän. Samaan aikaan talousuutiset olivat kuitenkin edelleen pääosin vaatimattomia, mikä synnytti ristiriitaa korko- ja osakemarkkinoiden välillä. Heikot uutiset poistivat koronnousupaineet, mikä on jossain määrin tukenut osakemarkkinoita kauppaneuvottelujen takkuamisesta huolimatta. Tilanne on kuitenkin pidemmän päälle ongelmallinen, jos taustalla on taloudellisen aktiviteetin heikkeneminen.

Yhdysvaltojen kasvu jatkui alkuvuodesta voimakkaana vastatuulesta huolimatta. Edes USA ei kuitenkaan ole immuuni maailmankaupan hidastumiselle. Trumpin hallinnon toteuttamien veronalennusten kasvua tukeva vaikutus pienenee jatkossa. Viime aikoina myös Yhdysvaltojen ostopäällikköindeksit ovat heikentyneet huolestuttavasti, eikä työllisyyden nousukaan ole enää ollut totutun vahvaa.

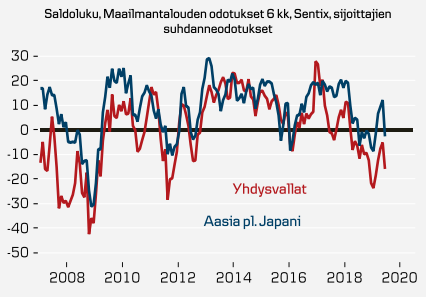
Euroopassa näkymiä varjostavat kaiken muun lisäksi omat uhat eli brexit ja Italian velkatilanne. Theresa May ilmoitti toukokuussa eroavansa ja brexitiä lykättiin lokakuuhun, eli nopeita ratkaisuja tuskin nähdään. Kaikki vaihtoehdot ovat edelleen mahdollisia, eikä selvää reittiä ulos umpikujasta ole näkyvissä, koska minkään vaihtoehdon takana ei ole enemmistöä. Ratkaisun lykkääminen on kuitenkin omiaan heikentämään investointiympäristöä erityisesti Isossa-Britanniassa. Myös Italian tilanne jatkuu edelleen tutuissa merkeissä. Toukokuun lopussa tuli kuluneeksi vuosi siitä, kun Saksan ja Italian velkakirjojen korkoero pomppasi nykyisiin korkeisiin lukemiin. Italia on hitaasti kasvavana ja velkaisena valtiona jatkossakin riski.

Dramaattisempien uhkien lisäksi synnyttää pitkä nousukausi arkisempia kysymyksiä resurssien riittävyydestä. Resurssirajoitteet ovat jatkossa kasvava haaste. Yhdysvallat ja Saksa ovat lähellä täystyöllisyyttä, ja tuotanto lähentelee jo potentiaalista tasoaan monissa muissakin maissa. Maailmantalouden kyky kestää riskejä on osin parempi kuin ennen finanssikriisiä. Etenkin pankkien

Maailman talouskasvu



Sijoittajien odotukset vaisuja



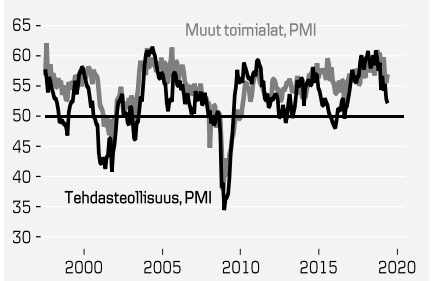
Italian ja Saksan korkoero

riskienhallintaan ja vakavaraisuuteen on kiinnitetty huomiota. Toisaalta monissa maissa julkisten talouksien velka on yhä merkittävästi kriisiä edeltänyttä tasoa korkeampi. Lisäksi erityisesti euroalueella keskuspankin liikkumavara olisi kriisin iskiessä rajallinen, koska rahapolitiikkaa ei ole ehditty normalisoida. Karkeasti voisi sanoa, että yksityisen sektorin riskinsietokyky on parantunut, mutta julkisen talouden puskurit ovat heikot.

”Kauppasodat on helppo voitaa”

Yhdysvalloissa talous on kokenut finanssikriisin jälkeen pisimmän yhtäjaksoisen kasvujakson toisen maailmansodan jälkeen. Keskimääräinen kasvu on tosin jäänyt aiempia nousukausia maltillisemmaksi, mikä on osaltaan mahdollistanut pidemmän keston. Vaikka ostopäällikköindeksit ovat heikentyneet Yhdysvalloissakin, yllätti bruttokansantuotteen nopeaa nousu vuoden alussa. Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä kasvua mitattiin peräti 3,2 prosenttia. Pitkä nousujakso on painanut työttömyysasteen alle neljään prosenttiin, ja yritykset raportoivat rekrytointivaikeuksista. Veroelvytys tukee taloutta myös tänä vuonna, tosin aiempaa vähemmän. Ennustamme Yhdysvaltain bruttokansantuotteen kasvavan 2,5 prosenttia vuonna 2019 ja 2,0 prosenttia 2020.

Ostopäällikköindeksit laskussa

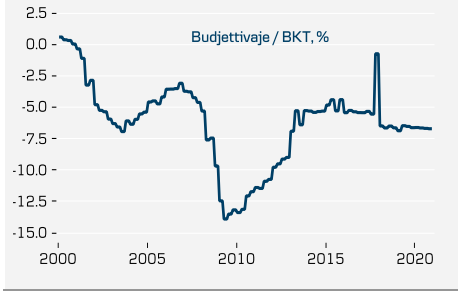


Myöskään Yhdysvallat ei ole immuuni kauppasodalle. Yksi merkki tästä on ISM-ostopäällikköindeksi, joka on kuluvan vuoden aika laskenut tuntuvasti sekä teollisuudessa että yllättäen myös palveluissa. Teollisuuden viimeiset lukemat ovat varsin heikkoja ja viittaavat kasvun hyytymisen. Trumpin uhmakkuus kauppasodissa ei ole kuitenkaan kaikonnut. Toukokuussa astuivat voimaan korotetut tulli kiinalaiselle tuonnille. Maksut nousivat 10 prosentista jo 25 prosenttiin. Myöhemmin Trump ryhtyi uhittelemaan uudella rintamalla Meksikon suuntaan uhkaamalla eteläistä naapuriaan tullimaksuilla, ellei laitonta maahanmuuttoa saada lopetettua. Meksikon kanssa sopu näyttäisi kuitenkin syntyneen, mutta presidentin liikkeitä on vaikea ennustaa. Uskomme edelleen sopuun Kiinankin kanssa, mutta neuvottelutuloksen saaminen voi kestää pitkään.

USA:n työmarkkinat yhä kohtalaiset

Pidemmän päälle on ongelmallista rakentaa talouden kasvua pelkän yksityisen kulutuksen varaan, vaan investointejakin tarvittaisiin. Trumpin veronalennukset eivät ole tuoneet investointeihin toivottua vipinää, vaan Yhdysvaltojen talouden dynamona jatkavat edelleen kotitaloudet. Kuluttajien luottamus on edelleen korkealla hyvän työllisyystilanteen ja palkkojen nousun rohkaisemina. Työmarkkinatilanne on jatkanut pääosin kohtalaisena, vaikka huhtikuun heikot lukemat pelästyttivät. Yksittäisten kuukausien lukemat vaihtelevat, mutta uusien työpaikkojen alhainen määrä herättää huolia suhdanteen hiipumisesta. Maailmankaupan volyymin lasku vaikuttaa myös Yhdysvaltoihin, ja taantuman todennäköisyys kasvaa merkittävästi vuonna 2020, kun finanssipoliittinen elvytys loppuu. Optimistisesti ajatellen voi todeta, että kansainvälisen talouden hitaampi kasvu toisaalta pienentää ylikuumenemisen riskiä.

Budjettivaje kasvanut nousukaudella



Yhdysvalloissa on myös huomattavasti Eurooppa paremmat mahdollisuudet taistella taantumaa vastaan rahapoliittisen elvytyksen avulla, koska korkotasoa on välillä ehditty nostaa. Kaikkiaan Fed ehti nostaa ohjauskorkoa yhdeksän kertaa vuoden 2015 lopussa jälkeen. Nyt koronnostojen sarja on mitä ilmeisimmin tullut toistaiseksi päätökseen. Ennakoimme kolmea koron laskua tälle vuodelle. Viestinnässään Fed on korostanut datapohjaista

lähestymistapaa, johon kuuluu, että talouskehitystä seurataan tarkasti, eikä mikään ole kirkossa kuulutettua. Inflaatio on Yhdysvalloissakin nousukauden

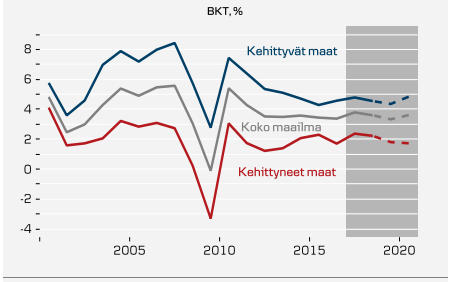
pituuteen nähden maltillista, mikä tuo osaltaan tilaa rahapoliittiselle elvytykselle.

Julkisen talouden kannalta on huolestuttavaa, että liittovaltion budjettialijäämä on kasvanut nousukaudella työttömyyden laskiessa. Aikaisemmin historiassa nousukausi on näkynyt alijäämän supistumisena. Tilannetta on kärjistänyt Trumpin poliittisin perustein ajoitettu verouudistus, mikä saattaa johtaa myöhemmin kirityksiin vaikeammassa suhdannetilanteessa.

Kiina elvyttää

Kiina on ostovoimakorjatulla bruttokansantuotteella sekä viennin arvolla mitattuna maailman suurin talous. Kiina vastaa yli neljänneksen osuudesta globaalista kasvusta, mikä kasvattaa sen roolia sekä Suomen että maailmantalouden kannalta. Kiinan kasvutahdin hidastuminen on yksi merkittävistä riskeistä. Kauppasota on tuonut kapuloita Kiinan talouden rattaisiin, mutta talouden kasvutahti oli ehtinyt hidastua jo ennen kuin Trump käynnisti protektionistisen politiikkansa. Kiina ei ole myöskään täysin osaton tilanteeseen, sillä maassa on rikottu länsimaille tärkeitä tekijänoikeuksia. Juuri nyt kauppaneuvottelut näyttävät olevan umpikujassa, mutta kyseessä voi olla myös neuvottelutaktiikka. Kiina on ainakin aikaisemmin osoittanut halukkuutta sopimukseen. USA on pelannut kovempaa viestinnällistä peliä, mutta kauppasodan vaikutusten rantautuminen reaalitalouteen voisi toivoa lisäävän myös Trumpin neuvotteluhalukkuutta vuoden loppua kohti edettäessä.

Kehittyvät maat kirivät (IMF)



Kiinan talouskasvun arvioimista vaikeuttaa autonomisen tilastoviranomaisen puuttuminen. Tiedossa kuitenkin on, että tahti on hidastunut jo pidempään. Syksyn jälkeen erityisesti teollisuuden ostopäällikköindeksit ovat heikentyneet alle 50 tason eli supistumisen puolelle. Virallisten lukujen valossa ennustamme bruttokansantuotteen kasvavan 6,2 prosenttia vuonna 2019 ja 6,1 prosenttia 2020. Tahti siis hidastuu viime vuodesta. Kiinassa taloutta on kuitenkin onnistuneesti elvytetty verohelpotusten avulla, mikä pienentää nopean hyytymisen uhkaa.

Ostopäälliköiden odotukset

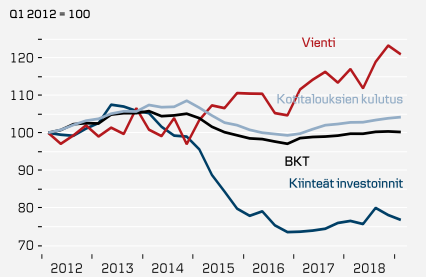
Maan hallinnolla on toistaiseksi varaa keventää raha- ja finanssipolitiikkaa ja ylläpitää kotimaisen kysynnän kasvua. Jatkossa Kiina on elintason ja kustannusten noustessa siirtymässä investointi- ja vientivetoisesta kasvusta kohti kulutus- ja palveluvetoisempaa talousmallia. Talousmallin muuttaminen vaatisi kuitenkin laajoja rakenteellisia uudistuksia. Kiinan keskushallinto tavoittelee noin 6–6,5 prosentin kokonaistuotannon kasvua lähivuosina. Kiinan talouden rakennemuutos tarkoittaa hitaampaa kasvua ulkomaankaupassa, joten murros heijastuu myös läntisiin talouksiin. Kiihkeän kasvun aikana velkarahoituksella tehdyt investoinnit voivat kasvun hidastuttua osoittautua kannattamattomiksi, ja pankkien taseista löytyy paljon huonolaatuista velkaa. Kiinan keskushallinnolla ja keskuspankilla pitäisi kuitenkin olla edellytyksiä hoitaa ongelmat ainakin lähivuosina. Riski finanssikriisistä on silti yksi maailmantalouden suurista uhkakuvista tulevina vuosina. Pankkisektorin tervehdyttäminen on aloitettu, mutta velkaiset yritykset tuskin kestäisivät isompaa taantumaa.

Intian talouskasvu hidastui hieman vuoden 2018 loppua kohti. Nettoviennin kehitys on ollut heikkoa jo parin vuoden ajan, mutta yksityinen kulutus ja

investoinnit pitävät taloutta nousussa. Kasvun vauhdittumista voidaan odottaa tälle vuodelle. Intia on edelleen nopeimmin kasvava suuri talousalue, ja ennustamme talouden kasvavan keskimäärin 7,5 prosentin vauhtia sekä 2019 että 2020. Intian taloutta tukee edelleen perässähiihtäjän etu, eli mahdollisuus nostaa tuottavuutta instituutioita kehittämällä ja kopioimalla muilta. Rupian heikentyminen muiden kehittyvien talouksien valuuttojen mukana pakotti keskuspankin nostamaan ohjauskorkoa kahdesti kesällä 2018. Kuluvan vuoden aikana korkoja on kuitenkin laskettu kasvun hidastumisen säikäyttämänä jo kolmesti: ensin helmikuussa ja myöhemmin huhtikuussa ja kesäkuussa.

Brasilian talous on ollut suurissa ongelmissa viime vuosina, mutta kehitys on tänä vuonna ollut myönteistä. Brasilian talousongelmien moninainen vyyhti vientihyödykkeiden hintojen laskusta nopeasti kasvaneeseen velkaan ja korruptioon näyttää vähitellen helpottavan. Sekä yritysten luottamusmittarit että kuluttajien näkymät ovat aiempaa valoisammat. Myös vienti on päässyt takaisin kasvuun ja sekä yksityinen kulutus että investoinnit nostavat kokonaiskysyntää. Odotamme maan bruttokansantuotteen kiihtyvän ensi vuonna hieman yli 2 prosentin vauhtiin, eli toipuminen taantumasta jatkuu, mutta tahti on yhä kohtalaisen verkkaista. Brasilian talouden elpymisvara on muita maita suurempaa, ja talouskehitys etenee hieman eri tahtia maailmatalouden yleisen kehityksen kanssa.

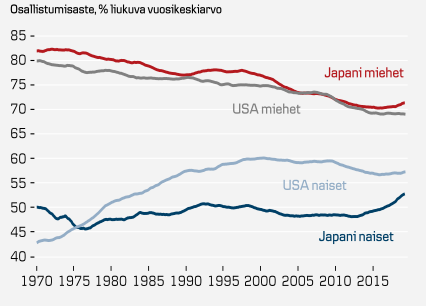
Brasilian vienti vetää



Japanilla vaikea alku talousvuodelle

Japanin bruttokansantuote on kasvanut melko ripeästi viime vuosina. Vienti on noussut, ja kotitalouksien ansiot kasvaneet. Viime kuukausina on talousdata kuitenkin tuonut pettymyksiä myös Japanissa. Optimistisessa skenaariossa Japani olisi jäänyt Kiinan ja Yhdysvaltojen välisen kauppasodan ulkopuoliseksi tarkkailijaksi, joka olisi parhaimmillaan jopa hyötynyt tilanteesta, jossa muut maat rakentavat välilleen kauppamuureja. Kauppasodassa on kuitenkin vaikea löytää riippumattomia alueita, jotka eivät saisi osaansa negatiivisista vaikutuksista. Japanin talous on vientivetoinen ja erityisesti Kiinan vientikysynnän hiipuminen painaakin nyt taloutta. Ennustamme, että Japanin bruttokansantuote kasvaa tänä vuonna 1,0 prosenttia osin finanssipoliittisen elvytyksen ansiosta, mutta kasvu hiipuu ensi vuonna 0,5 prosenttiin. Myös lokakuussa toteutettava ALV-kannan nosto uhkaa hyydyttää taloutta.

Osallistumisaste työmarkkinoille



Japanin keskuspankki on jo pitkään harjoittanut erittäin elvyttävää rahapolitiikkaa, eikä myöskään lähivuosina todennäköisesti nähdä ohjauskoron nostoja. Keskuspankin pyrkimyksenä on päästä lopullisesti irti vuosikymmeniä riivanneesta deflaatiosta. Japanissa onkin nähty 2000-luvulla pääosin erittäin alhaista inflaatiota, eikä kovin suurista inflaatiopaineista ole toistaiseksi merkkiä. Vuonna 2018 inflaatio vauhdittui hetkellisesti selvästi yli yhden prosentin inflaatiovauhtiin, mikä on japanilaisittain kova lukema. Viime kuukausina on kuluttajahintojen nousu kuitenkin taas hiipunut. Japanin työmarkkinatilanne on kireä ja työttömyysaste matala, mutta palkankorotukset jäänevät heikkenevässä suhdannetilanteessa alhaisiksi, mikä hidastaa myös inflaatiota. Kulutusveron nosto toki näkyy myös korkeampina hintoina loppuvuodesta.

Väestön vanhetessa tulee vientiteollisuuden menestys jatkossa olemaan talouskasvun edellytys. Pääministeri Aben rakenteelliset uudistukset etenevät hitaasti. Tärkeänä pidetty naisten osallistumisasteen nostaminen

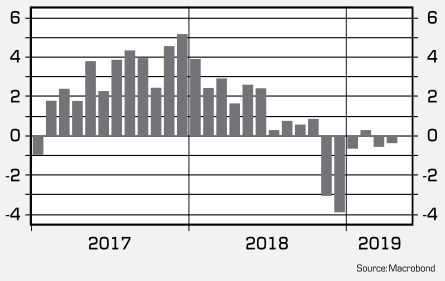
työmarkkinoilla on tuottanut hieman positiivisia tuloksia, mutta osallistumisaste on edelleen 1970-luvun tasolla. Aben uudemmat suunnitelmat sisältävät maahanmuuton kasvattamista työvoiman tarjonnan turvaamiseksi. Japani on maailman neljänneksi suurin talousalue, mutta maan ikääntyvä väestö ja vaatimaton uudistustahti johtavat sen pitkän aikavälin kasvun jäämiseen hitaaksi ja roolin supistumiseen maailmantalouden näyttämöllä. Maa tarvitsisi lisää työvoimaa tai lisää robotteja niin teollisuuteen kuin palvelusektorille.

Saksan teollisuuden haasteet jatkuvat

Euroalueen bruttokansantuotteen kehitys piristyi kuluvan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä hieman. Viime vuoden mittaan kasvuluvut painuivat ensin keskimääräiselle tasolle ja vuoden loppua kohti mentäessä jo tuntuvasti sen alle. Viimeisellä neljänneksellä euroalueen kasvu oli enää 0,2 prosenttia suhteessa edelliseen neljännekseen. Vuoden alussa tahti nousi takaisin 0,4 prosenttiin, mikä oli hieman enemmän kuin mitä markkinoilla odotettiin. Kokonaisuudessaan euroalueen kasvu jää kuitenkin varsin vaatimattomaksi.

Teollisuuden tuotanto supistuu

Euroalue, vuosimuutos, %



Euroalueen ostopäällikköindeksit kertovat teollisuuden haasteiden jatkuneen. Euroopan talousveturin Saksan vaikeudet alkoivat syksyllä autoteollisuudesta, mutta ovat sittemmin levinneet koko teollisuuteen. Toisaalta myöskään Saksassa ei kaikki ole suinkaan heikosti, vaan kotimaisen kysynnän näköalat ovat hyvät. Rakentamisen korkeasuhdanne jatkuu edelleen, ja kotitalouksien näkymiä tukevat palkkojen nousu ja vahva työmarkkinatilanne. Laajemminkaan euroalueella ei taantumaa ole syytä odottaa, ja autoteollisuuden tilapäisten vaikeuksien hellittäessä on talouden lievä elpyminen odotettavaa erityisesti palkkojen ja työllisyyden nousun ansiosta. Myös korkotaso jatkuu matalana, vaikka EKP:lla onkin heikosti tilaa nykyistä elvyttävämmälle rahapolitiikalle. Mikäli Italian tilanne pysyy vakaana, euroalueella ei ole merkkejä suuren luokan kriiseistä, jotka voisivat aiheuttaa rajun suhdannetilanteen heikkenemisen 2019. Toinen iso riski on brexit, mutta arvioimme sopimuksettoman eron todennäköisyyden yhä pieneksi, eikä lähikuukausina todennäköisesti isoja liikkeitä.

Kulutuksen kasvu tasoittunut

Ennustamme euroalueen bruttokansantuotteen keskimääräiseksi kasvuksi 1,2 prosenttia vuonna 2019 ja 1,4 prosenttia vuonna 2020. Vaikka emme ennusta taantumaa, on euroalueen suhdannehuippu silti takana, ja tahti hidastuu tänä vuonna. Euroalue on kärsinyt omien haasteidensa lisäksi Kiinan ja Yhdysvaltojen kauppasodan seurauksista. Epäsuorat vaikutukset ovat olleet jopa suurempia kuin kiistan varsinaisiin osapuoliin kohdistuvat suorat vaikutukset. Lisäksi on mahdollista, että Trumpin kohdistaa jatkossa huomionsa takaisin Eurooppaan ja autoteollisuuden tullit takaisin agendalle. Saksan vaikeuksista huolimatta on euroalueen heikoin lenkki edelleen. Italia, joka ei paini suhdanteiden vaan kroonisten haasteiden kanssa. Italian velkaantunut julkinen sektori ja pankit muodostavat jatkossakin uhan koko talousalueelle.

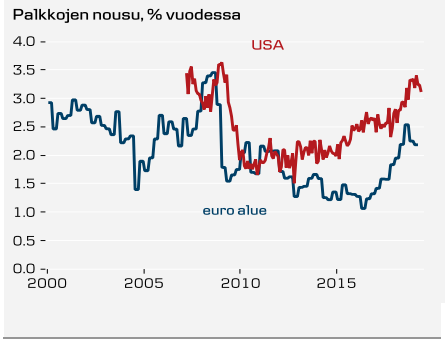
Euroalueen kuluttajia ovat tukeneet laskeva työttömyys ja matala korkotaso. Myös palkoissa on nähty nousua, erityisesti Saksan isojen sopimuskorotusten seurauksena. Kokonaisuudessaan palkkakustannusten nousu on vielä maltillista, eivätkä muutkaan kustannuspaineet ole kovin merkittäviä, joten ennustamme inflaation alittavan ennustehorisontilla keskuspankin vajaan 2

prosentin tavoitteen selvästi. Monissa Euroopan maissa helposti mobilisoitavat resurssit alkavat silti ehtyä, ja väestökehitys painaa kasvupotentiaalia. Euroalueen keskimääräinen työttömyysaste painui huhtikuussa jo 7,6 prosenttiin. Lukema on yhä korkeahko, mutta taustalla on silti usean vuoden yhtäjaksoinen työttömyyden aleneminen suhteessa yli 12 prosentin lukemiin, joita nähtiin vielä 2013. Työttömyyden maakohtaiset erot ovat suuria, mutta euroalueen kasvun hidastuminen viittaa siihen, että rakenteellisen työttömyyden raja ei ole kaukana.

Jyrkkä ei ohjauskoron nostoille

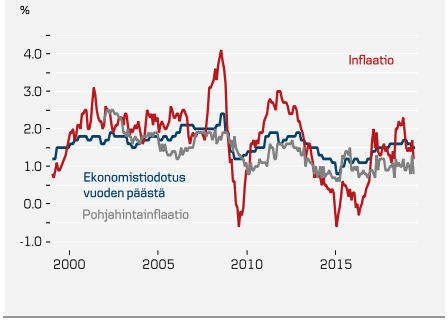
Kesäkuussa EKP jatkoi uutta rahapoliittista linjaansa ja ilmoitti, ettei seuraavan vuoden aikana tulla nostamaan ohjauskorkoa. Taustalla olivat euroalueen talouden heikentyneet näkymät ja alentuneet inflaatio-odotukset. Rahapolitiikan normalisoimisen pitkään odotetulla polulla ehdittiin ottaa vain pieni askel, kun EKP lopetti vuodenvaihteessa arvopapereiden tukiosto-ohjelmansa, jonka tavoitteena on ollut alentaa korkokäyrän pitkää päätä. Nyt rahapolitiikkaa pyritään kuitenkin pikemminkin löysäämään, ja ennustammekin, ettei ohjauskorkoja nosteta ennen vuoden 2021 loppua.

Palkat nousussa



Euroalueen inflaatio kohosi 1,7 prosenttiin huhtikuussa. Nousu liittyi kuitenkin osin pääsiäisen ajoitukseen, ja toukokuussa palattiin 1,2 prosentin lukemaan. Suhdanneherkistä hintakomponenteista putsattu pohjainflaatio ei toistaiseksi ole juuri liikahtanut 1 prosentin vauhdista. Heikko suhdanne on polkenut myös markkinoiden inflaatio-odotukset poikkeuksellisen alas. Palkkojen nousu tuo tänä vuonna asteittain kasvavaa inflaatiopainetta, mutta hidastunut kasvu painaa samalla jarrua. Todennäköisempää on, että kamppaillaan liian alhaisen kuin liian nopean inflaation kanssa, vaikka toki riskejä on molempiin suuntiin. Jo pitkään korkotasoa on yleisesti ollut tapana luonnehtia ”poikkeuksellisen matalaksi”. Mitenkään selvää ei kuitenkaan ole, mikä on tulevaisuudessa korkotason tavanomainen taso. Lyhyet markkinakorot seuraavat alhaista ohjauskorkoa. Pitkiä korkoja on laskenut sekä suhdanteen hiipumisen tuomat heikentyneet näkymät että riskien myötä syntynyt tarve turvasatamille, mikä on tuonut rahaa joukkolainoihin ja painanut tuottoja.

Pohjainflaatio hidasta

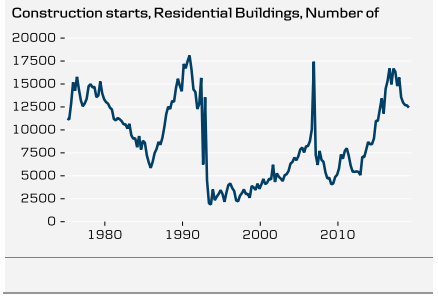


Teoriassa EKP:n tavoitteena olisi normalisoida rahapolitiikkaansa, mutta käytännössä se ei halua ottaa riskiä kiikkerän suhdanteen heikentämisestä. Perinteiseen ajatteluun verrattuna EKP harjoittaa nyt elvyttävämpää rahapolitiikkaa, mihin vaikuttaa kasvun hidastumisen lisäksi ainakin kolme syytä. Ensinnäkin talouden säästämisen ja sijoittamisen tasapainottava korko näyttäisi asettuneen aikaisempaa matalammalle tasolle. Toiseksi ennustetut inflaatiopaineet ovat pysyneet alhaalla ja toteutunut pohjahintojen nousu vain yhden prosentin tuntumassa. Loppukeväästä inflaatio-odotukset ovat laskeneet entisestään. Kolmanneksi EKP lienee oppinut varovaisuutta valtioiden velkakriisistä ja rahapolitiikan liian aikaisesta kiristämisestä 2011.

Brexit lykättiin syksyyn

Ruotsin talous on kasvanut finanssikriisin päättymisen jälkeen jo lähes vuosikymmenen, ja työllisyysaste on noussut kohti 80 prosenttia. Viime vuoden toisella puoliskolla myös Ruotsin talouden ylle alkoi kuitenkin kerääntyä tummempia pilviä. Länsinaapurissa asuinrakentamisen hidastuminen painaa investointeja samalla kun maailmantalouden kysynnän heikkenemisen laskee vientiteollisuuden näkymiä. Asuinrakentaminen supistui vuoden alussa jo viidentenä peräkkäisenä neljänneksenä. Myös kotitalouksien kulutuksen on hyytynyt vahvasta työmarkkinatilanteesta huolimatta. Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä yksityinen kulutus supistui 0,2 prosenttia.

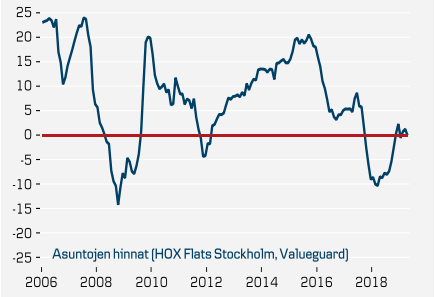
Ruotsin asuntotuotanto supistuu



Odotamme yksityisen kulutuksen kuitenkin palaavan pieneen nousuun, sillä kotitalouksien tilanne on edelleen suhteelliseen hyvä. Kuluttajien luottamus on tosin heikentynyt ja reaalipalkkojen nousu hidastunut, mutta työttömyysaste on vain noin 6 prosenttia, ja avoimia työpaikkoja on edelleen hyvin saatavana. Vientiteollisuus saa tukea heikentyneestä kruunusta, mutta maailmankaupan yleinen hidastuminen näkyy Ruotsissakin. Noin 50 prosenttia Ruotsin viennistä kohdistuu euroalueelle, joten kasvun hidastuminen siellä heijastuu väkisin myös Ruotsiin. Ennakoivat indikaattorit viittaavat kasvun jatkumiseen, mutta suhdannehuippu on Ruotsissakin ohitettu. Ruotsin bruttokansantuotteen ennustetaan kasvavan alle 2 prosentin vauhtia ennustehorisontilla.

Ruotsin talouden pitkäkestoinen huolenaihe on ollut asuntomarkkinoiden ylikuumentuminen. Syksyllä 2017 käynnistyikin pelätty korjausliike sekä Tukholmassa että monissa muissa kaupungeissa. Hintojen lasku oli enimmillään noin 10 prosenttia luokkaa. Hintojen tiputus on toistaiseksi pysähtynyt, mutta lisälaskua ei voida sulkea pois. Erityisesti kalliista kaupunkiasunnoista on ylitarjontaa, joka saattaa ajan mittaan purkautua hintojen alenemisena. Kauppamäärät ja uusien asuntojen rakentamisen aloitukset ovat pienentyneet, mikä kertoo ostajien varovaisuuden lisääntymisestä, mikä voi pahimmillaan hyydyttää asuntomarkkinoiden toimintaa. Aikaisempina vuosina asuntorakentamisen buumi on ollut keskeinen osa Ruotsin vahvaa kasvua.

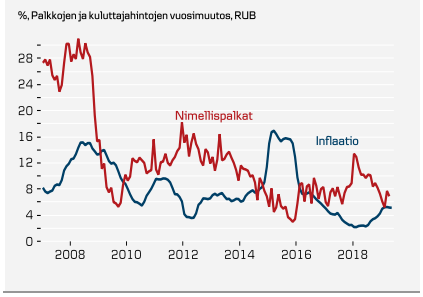
Asuntojen hintojen lasku tasoittunut



Talouden vahvasta vireestä huolimatta Ruotsin keskuspankki on harjoittanut elvyttävää rahapolitiikkaa, sillä inflaatio pysyi pitkään sitkeästi matalana. Riksbank on halunnut edetä varovaisesti myös asuntojen hintojen laskun sekä EKP:n alhaisten ohjauskorkojen takia. Heikko valuutta on viimein tuonut nousupainetta kuluttajahintoihin, ja inflaatio on lähellä keskuspankin tavoitetta. Talouden pitkään jatkunut kasvu ja matalien korkojen tuomat riskit saattaisivat puoltaa jo tavanomaisempaa politiikkaa. Jatkossa keskuspankin toiveissa olisi suunta kohti rahapolitiikan tavanomaisempaa viritystä, mutta heikentynyt talouskehitys tekee suunnitelman toteuttamisesta vaikeaa. Myös Riksbank saattaa jälleen taipua lykkäysten tielle muiden keskuspankkien tavoin.

Venäjän talouden pari vuotta kestänyt taantumajakso päättyi 2016, mutta nousu on tahmeaa. Vuonna 2017 kirittiin parhaimmillaan jo 2,5 prosentin kasvuvauhtiin kotimaisen kysynnän ja korkeamman öljyn hinnan tukemana, mutta nousu hidastui viime vuonna. Tänä vuonna ennustamme talouskasvun jäävän vain 1,3 prosenttiin. Ensi vuonna voidaan odottaa pientä vauhdittumista lähemmäs kahta prosenttia, mutta suuria loikkia kohti länsimaista elintasoa ei siis ole näköpiirissä Venäjän talous kärsii edelleen talouspakotteista, eikä kotimaisen tuotannon piristymisestä huolimatta Venäjän raaka-ainevetoinen talous ole onnistunut kehittämään suurta määrää kilpailukykyisiä tuotteita maailmanmarkkinoille. Maa hyötyisi ulkomaisista investoinneista, mutta investointitoiminta pysynee heikkona pitkään ilman radikaaleja uudistuksia ja poliittista liennytystä. Heikko rupla tukee vientiä, mutta vastaavasti vaikeuttaa Suomen vientiteollisuuden näkymiä itään päin. Venäjän keskuspankki päätti kesäkuussa ohjauskoron alentamisesta kasvun tukemiseksi. Ennakoimme loppuvuodelle vielä kahta uutta koronlaskua syyskuulle ja joulukuulle.

Venäläisten ostovoima paikallaan



Iso-Britannia on yksi heikoimmin kasvavista merkittävistä talouksista. Vaikka maan bruttokansantuotteen kasvu oli vuoden ensimmäisellä neljänneksellä vauhdikasta, eli 0,5 prosenttia suhteessa viime vuoden loppuun, kertonee nousu lähinnä alkuperäistä brexit-takarajaa edeltäneestä varastojen kasvattamisesta. Todellinen kasvupotentiaali on huomattavasti alhaisempi. Hintojen nousua ja kaupankäynnin hankaloitumista pelänneet yritykset ovat ostaneet tuotteita etukäteen, joka johtanee vastaavaan hidastumiseen myöhemmin. Kaikkiaan ennakoimme Britannian kasvun olevan ennustehorisontilla noin 1-1,5 prosentin tuntumassa eli varsin verkkaista. Brexitin synnyttämä epävarmuus tekee ennustamisesta kuitenkin tavanomaistakin vaikeampaa.

Luottamusindikaattorit kertovat yritysten tunnelmien heikentyneen. Kasvun moottorina jatkaa lähinnä kotitalouksien kulutuskysyntä. Työttömyysaste on erittäin alhainen, ja reaalipalkat edelleen kohtalaisessa kasvussa. Työmarkkinoillakin paras vire vaikuttaisi kuitenkin hidastuvan. Suhdannetilanteeseen nähden inflaatio on korkealla, vaikka suunta onkin aleneva. Brexit-äänestyksen jälkeen heikentynyt punta on nostanut tuontihintoja jo pitkään, ja kohonneet työvoimakustannukset puolestaan näkyvät palveluiden hinnoissa. Inflaation kiihtyminen pakotti keskuspankin nostamaan ohjauskorkoa marraskuussa 2017 ja uudestaan elokuussa 2018. Heikko talouskasvu ja epävarmuus puoltavat malttia rahapolitiikassa, joten Englannin keskuspankki tuskin toteuttaa aikaisemmin suunnittelemiaan koronnostoja jatkossa.

Inflaatio hidastuu

Brexit-sopimuksen lopputulokseen liittyy edelleen paljon epävarmuutta, mutta perusodotuksenamme on edelleen järkevä brexit-sopimus jollakin aikataululla. Myöskään uuden kansanäänestyksen mahdollisuutta ei voi sulkea pois. Varsin todennäköistä on, että ratkaisua lykätään edelleen nykyisestä takarajasta eli lokakuun lopusta. ”No deal”-brexit olisi taloudellisesti pahin vaihtoehto. Sopimukseton ero johtaisi monenlaisiin kaupankäynnin esteisiin, joita yritettäisiin tulevaisuudessa ratkoa neuvottelemalla jonkinlaisesta vapaakauppasopimuksesta. Sopimuksettoman eron tapauksessa keskuspankki yrittäisi todennäköisesti helpottaa tilannetta rahapolitiikalla. Harva toivoo tällaista ratkaisua, mutta ongelmana on se, ettei minkään mallin takana ole tarvittavaa enemmistöä. Todennäköisempi on lykkäyssopimus, jonka avulla nykyisiä kaupankäynnin ehtoja pyritään ylläpitämään toistaiseksi. Britannian talous selvisi brexit-päätöksen tuomasta epävarmuudesta aluksi

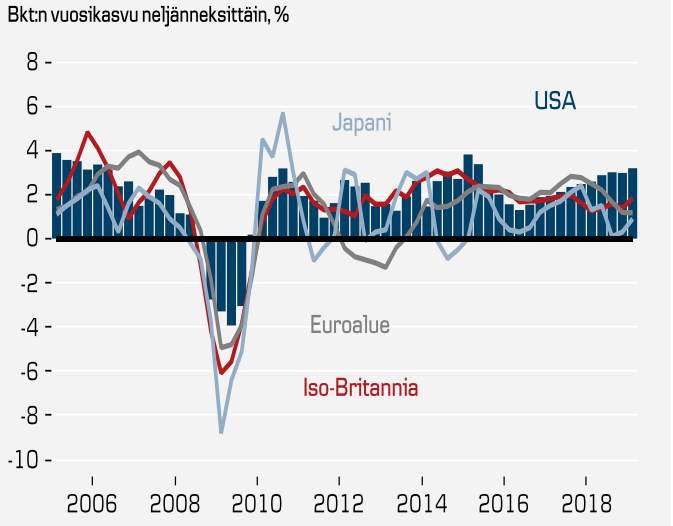
hyvin, mutta pidemmän päälle epävarmuuden synnyttämä investointihalujen lasku on myrkkyä. Selvyys brexit-sopimuksesta voisi tuoda talouteen nostetta, jos epäselvän tilanteen takia lykättyjä investointeja ryhdyttäisiin toteuttamaan. Edes brexitin toteutuminen ei kuitenkaan välittömästi poistaisi kaikkea epävarmuutta, joten tilanne tulee joka tapauksessa rasittamaan Britannian taloutta vielä pitkään.

Riskitaso kohollа

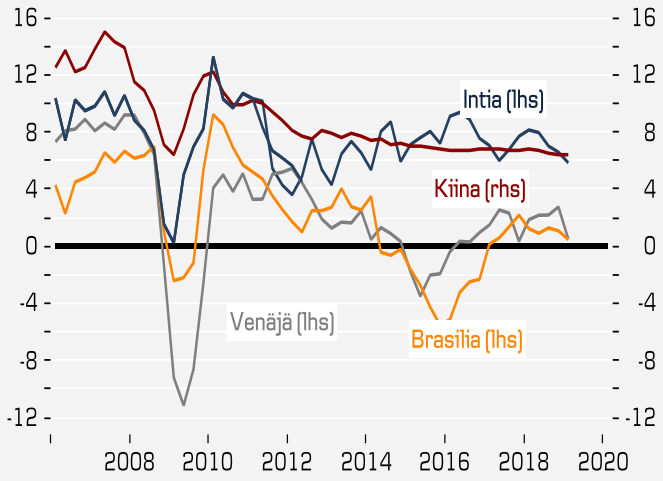
Perusskenaariomme rakentuu oletukselle, että kauppasopu syntyy ennemmin tai myöhemmin ja suuret karikot vältetään. Selvästi on siis olemassa riski myös ennakoitua heikommasta kehityksestä. Maailmantalouden yleiskuva on heikentynyt, ja sijoittajien odotukset ovat vaisumpia. Noususuhdanne on jatkunut etenkin Yhdysvalloissa jo pitkään, ja riskitasot ovat kohonneet. Maailmantaloudessa ei silti ole näköpiirissä suuren luokan häiriötä, joka veisi lyhyellä aikavälillä nopeasti taantumaan ja raha- ja finanssipoliittisen elvytyksen pitäisi huolehtia siitä, että taantumariski on ennustejaksolla edelleen pieni. Maailmantalouden laajempaa riskikuvaa hallitsevat tutut teemat: kauppasota, Kiinan rakennemuutos ja Italian julkinen talous sekä pankkijärjestelmän vakaus. Keskipitkällä tähtäimellä Suomenkin kannalta keskeiseksi nousee kysymys maailmalla jo pitkään jatkuneen nousukauden mahdollisesta päättymisestä.

Jukka Appelqvist

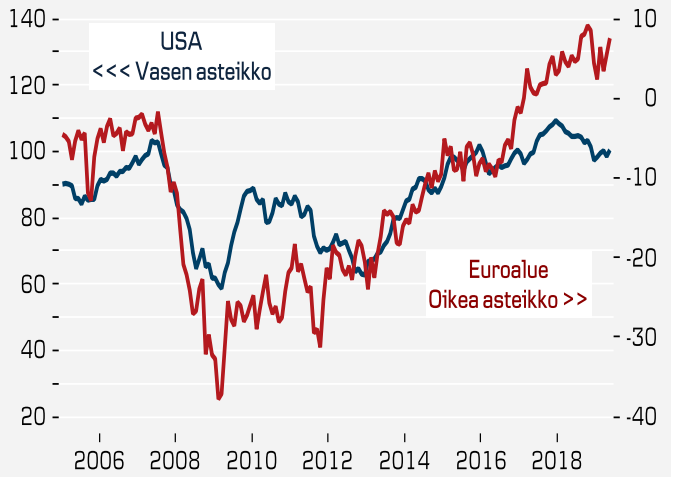
Kokonaistuotannon kasvu teollisuusmaissa



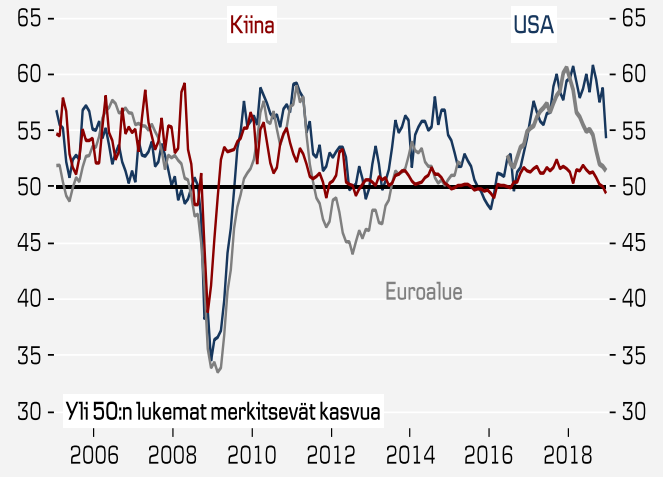
Kokonaistuotannon kasvu BRIC-maissa



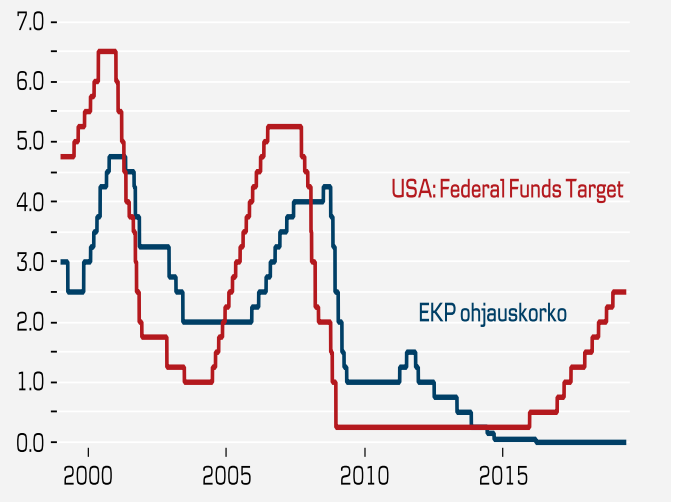
Kuluttajien luottamus



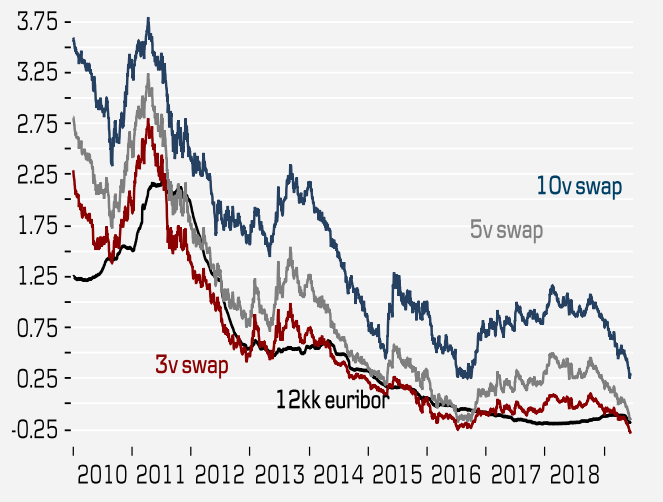
Teollisuuden suhdanneodotukset



Keskuspankkien ohjauskorot



Euroalueen pitkät korot



Matalapainetta talouteen

Suhdannekuva on kolmen kasvuvuoden jälkeen selvästi heikentynyt, mutta uutta taantumaa ei ole vielä syytä odottaa. Yksityisen kulutuksen kasvu näyttäisi heikon alkuvuoden jälkeen jatkuvan ostovoiman vahvistuessa. Maailmantalouden vaisummat näkymät eivät voi olla vaikuttamatta suomalaisiin teollisuusyrityksiin. Teollisuuden luottamus on heikentynyt, ja aiemmin vahva tilauskanta on vajonnut lähemmäs keskimääräistä tasoa. Laivatoimitukset auttavat pitämään viennin loivassa nousussa 2019, mutta investointipäätöksiä tehdään yrityksissä varovaisesti.

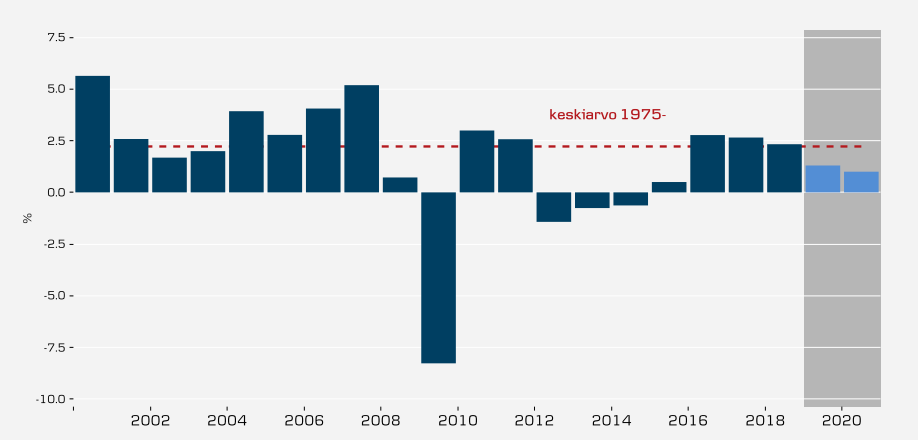
Uuden hallituksen ohjelma pitää kotimaista ostovoimaa vakaana ja investoinnit infrastruktuuriin ja koulutukseen tukevat talouskasvua, mutta ikääntymiseen liittyvät ongelmat ovat yhä ratkaisematta ja työllisyysasteen nousu uhkaa hyytyä ennen 75 prosentin saavuttamista. Työttömyysaste painui viime talvena huomattavan alas ja avoimia työpaikkoja on edelleen paljon, mutta työllisyysasteen nousu hidastuu jatkossa. Jäljellä oleva työttömyys on pääosin rakenteellista, eikä suhdannetilanteen jäähtyminenkään auta lisäämään työllisyyttä entiseen malliin.

Julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen kohenee hieman ennustejaksolla, vaikka valtion budjetti pysyy alijäämäisenä ja kuntien taloudellinen tilanne heikohkona. Pidemmällä aikavälillä tilanne muuttuu haastavammaksi, sillä väestörakenne uhkaa kääntää velkasuhteen takaisin kasvuun erityisesti 2020-luvun puolivälin jälkeen.

Asuntomarkkinoilla runsas uusien asuntojen tarjonta kasvukeskuksissa ja useiden paikkakuntien väestön supistuminen pitävät hintatason keskimäärin aloillaan. Asuntojen uudistuotanto hidastuu vuoden 2019 kuluessa.

Olemme laskeneet sekä kuluvan että ensi vuoden ennustetta bruttokansantuotteen kasvusta, koska toteutunut talouskasvu on ollut odotettua hitaampaa ja kauppasodan ratkaisu venyy kesän yli.

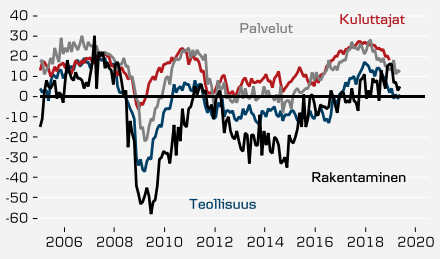
Kokonaistuotannon kasvu hidastuu



Noususuhdanne on ohi

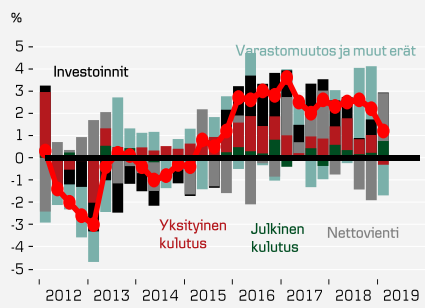
Suomessa elettiin edelliset kolme vuotta voimakkaan suhdanneluonteisen elpymisen aikaa. Kaikki nousukaudet päättyvät aikanaan, mutta yleisesti toivottiin, että ripeästä kasvusta saataisiin nauttia pitempään. Nousu kuitenkin hidastui hieman 2018, ja alkuvuoden 2019 tilastot kertovat talouskasvun taittuneen lisää. Taantumasta ei toistaiseksi näy merkkejä, mutta keskeisten vientimarkkinoiden heikentynyt kasvunäkymä ja rakennuslupien vähentyminen voivat yllättää kielteisestikin. Ennustettamme selvästi vahvempaan kasvuun päästäisiin ainoastaan kansainvälisen talouden positiivisen yllätyksen seurauksena, mikä edellyttäisi vähintään rauhaa kauppasodassa.

Luottamus yhä melko korkealla



Bruttokansantuote nousi Tilastokeskuksen neljännesvuosilukujen perusteella 2,4 prosenttia vuonna 2018. Vuoden jälkipuoliskon tilannetta hämärtää varastojen huomattava kasvu kolmannella neljänneksellä ja tilastollisen eron paisuminen viimeisellä neljänneksellä. Varsinaisen loppukysynnän puolella nettovienti painoi kokonaistuotantoa selvästi. Kotimainen kysyntä vahvistui kun yksityinen kulutus ja rakentaminen paisuttivat bruttokansantuotetta. Vuoden 2018 lukujen yksi heikoimmista kohdista oli työn tuottavuus, eli bruttoarvonlisäyksen volyymi työtuntia kohti, joka heikkeni 0,6 prosenttia. Mikäli elintasoa haluteen nykyisestä nostaa, työn tuottavuuden kasvattaminen niin teollisuudessa kuin palveluissa tulee olemaan avainroolissa lähivuosina, koska työvoiman tarjonnan kasvu on vähitellen tyrehtymässä.

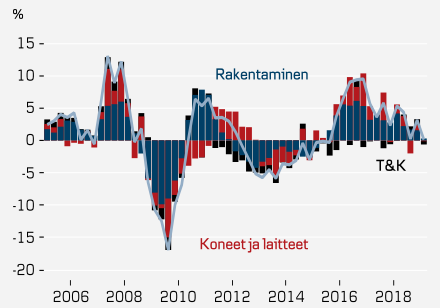
BKT:n vuosikasvu ja kontribuutiot



Vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä bruttokansantuote nousi vain 0,2 prosenttia edellisestä neljänneksestä ja vuosikasvu hyytyi 1,2 prosentin vauhtiin. Kasvu oli pitkälti ulkomaankaupan ja julkisen kulutuksen varassa, sillä investoinnit olivat vaisuja ja yksityinen kulutus supistui. Lukemat olivat odotettua heikompia ja ne muuttivat käsitystämme talouden kehityksestä heikompaan suuntaan.

Vaikka ripein elpyminen on takana, yltää bruttokansantuote vuonna 2019 ennusteessamme vielä 1,3 prosentin nousuun, mitä voi pitää liki normivuoden suorituksena. Vuonna 2020 ennakoimme kasvun olevan 1,0 prosenttia. Kasvu perustuu pitkälti kotimaiselle kysynnälle, sillä odotamme nettoviennin kehityksen jäävän ennustehorisontilla heikoksi. Kuluvana vuonna vientiä nostaa kaksi suurta laivatoimitusta. Investointien puolella rakentaminen etenkin hiipuu loppuvuonna 2019. Uusi hallitus käynnistänee infrastruktuurihankkeita ja asuntotuotantokin voi hieman elpyä 2020 kuluessa. Yksityinen kulutus nousee melko tasaisesti ja julkinen kulutus pysyy julkisen sektorin lomarahaleikkausten päättymisen ja Rinteen hallituksen toimien takia selkeästi kasvun puolella.

Investointien kasvu ja kontribuutiot



Kasvukeskuksien rakentamisbuumi on ylläpitänyt rakennusinvestointeja, mutta asuntotuotannossa on jo hetken aikaa näkynyt taittumisen merkkejä. Maa- ja vesirakentaminen voi myös supistua, kunnes Rinteen hallituksen kaavailemat infrastruktuuri-investoinnit pääsevät vauhtiin. Rakentaminen supistuu hieman verrattuna huippuvuoteen 2018. Teolliset investoinnit koneisiin, laitteisiin ja kuljetusvälineisiin laskivat 2018, mutta odotamme tasaisempaa kehitystä lähivuosina. Tuotantokapasiteetin korkeahko käyttöaste, maltillisena jatkuva kysynnän kasvu ja rahoituksen edullinen saatavuus viittaavat siihen, että myös teollisia investointeja vielä tarvitaan.

Emme kuitenkaan odota mittavia teollisia lisäinvestointeja lähitulevaisuudessa, koska toimintaympäristö on epävarma ja investointipäätöksille tarvitaan lisäaikaa. Kemiin suunnitellun biotuotelaitoksen rakentamisesta päätetään aikaisintaan 2020, mitä ennen tarvitaan varmuus puuraaka-aineen saatavuudesta,

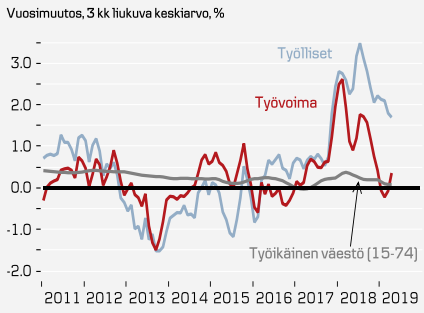
Pitkään painuksissa olleet tutkimus- ja tuotekehityspanostukset lisääntyivät hieman 2018, mutta vuosi 2019 alkoi laskusuuntaan. Rinteen hallitus kaavailee lisärahaa tutkimukseen hallituskaudella. Ennustamme investointien polkevan paikoillaan tänä vuonna, kunnes infrastruktuurihankkeet ja T&K auttavat vetämään investoinnit 1,0 prosentin nousuun 2020.

Bruttokansantuote nousisi 0,8 prosenttia kasvuperinnön kautta vuonna 2019, vaikka kokonaistuotanto jäisi polkemaan vuoden 2019 ensimmäisen neljänneksen lukemiin. Odotamme lähinnä yksityisen kulutuksen tuovan sen verran nostetta, että koko vuoden bruttokansantuote nousee 1,3 prosenttia.

Työmarkkinoilla ei selkeää suuntaa

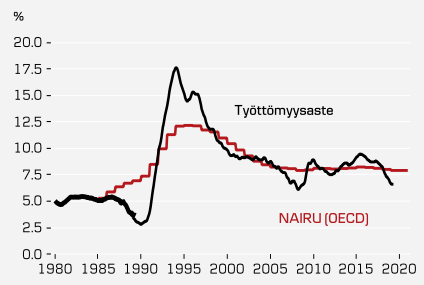
Vuosi 2018 oli työmarkkinoilla vahva ja avoimia työpaikkoja on paljon vielä 2019 alkupuoliskolla, mutta työllisyyden nopein nousu on silti jo nähty. Työttömyyden aleneminen tosin jatkuu heikommallakin työllisyyskehityksellä, kun työttömiä työllistyy ja eläköityy, eikä työvoiman tarjonta kasva entiseen malliin. Huhtikuussa oli työttömänä 220 000 aktiivista työnhakijaa, eli noin 6 prosenttia vähemmän kuin vuosi aiemmin. Työttömyysasteen trendi laski vuodessa 1,0 prosenttiyksikköä 6,6 prosenttiin, missä se on ollut jo 4 kuukautta putkeen. Lukema on viimeksi ollut alempana 2008 alkupuolella, jolloin työmarkkina oli kireä ja suuret palkankorotukset heikensivät hintakilpailukykyä. Tällä kertaa palkkamaltti on toistaiseksi pitänyt, mutta työmarkkinoita voi kutsua melko kireiksi. Työllisyysasteen trendi oli huhtikuussa 72,4 prosenttia, eli Sipilän hallitus saavutti tavoittelemansa 72 prosentin tason. Työllisyysaste on historiallisesti ajatellen korkea Suomen työmarkkinoilla, joten lisäparannusten hakeminen ei tule olemaan helppoa.

Työvoiman ja työllisyyden muutos



Avoimien työpaikkojen määrä kohosi talvella ennätyskorkealle ja monet toimialat kokevat puutetta osaavasta työvoimasta. Työpaikkoja on edelleen tarjolla laajasti eri toimialoilla sekä yksityisellä että julkisella sektorilla, mutta avoimien paikkojen määrä näyttäisi hieman harventuneen keväällä. Tilastokeskuksen mukaan toimialoittain avoimet työpaikat lisääntyivät 2019 alkupuolella eniten toimialaryhmissä julkinen hallinto, koulutus, terveys- ja sosiaalipalvelut sekä teollisuus, kaivostoiminta ja muu teollinen toiminta. Avoimet paikat vähenivät toimialaryhmässä kauppa, kuljetus ja varastointi, majoitus- ja ravitsemistoiminta. Vaikeasti täytettäviksi koettuja työpaikkoja oli paljon esimerkiksi terveys- ja sosiaalipalveluiden sekä rakentamisen aloilla.

Työttömyys alittaa rakenteellisen

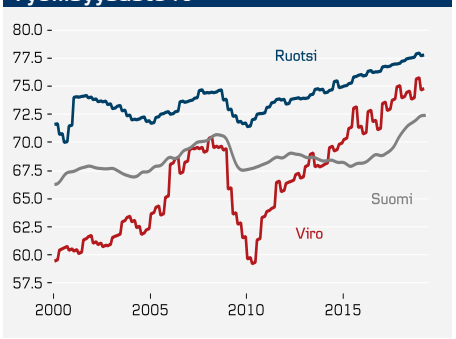


Avoimien työpaikkojen korkea määrä kertoo siitä, että yrityksissä riittää yhä luottamusta talouskasvun jatkumiseen heikentyneistä kansainvälisen talouden näkymistä huolimatta. Työttömyysasteen laskettua suhteellisen alas on iso osa työttömistä aiempaa vaikeammin työllistyviä. Rekrytointeja jarruttavat siis rakenteelliset tekijät, jotka liittyvät muun muassa koulutuksen huonoon

vastaavuuteen, sijaintiin ja heikkoihin kannusteisiin ottaa matalapalkkaista työtä vastaan. Osaavan työvoiman saatavuus rajoittaakin jatkossa talouskasvua. Parhaassa työiässä oleva väestö pienenee Suomessa, joten niukoista resursseista täytyy jatkossa yrittää puristaa enemmän, tai työperäisen maahanmuuton täytyy kasvaa huomattavasti. Hallitusohjelmassa tähdätään työllisyysasteen nostamiseen, mutta ammuksia saattaa olla liian vähän kun huomioi hämärtyvän suhdannenäkymän. Hallitus aikoo lisätä työn tarjontaa ainakin koulutuksella ja aktiivisella työvoimapolitiikalla. Näiden keinojen lisäksi esimerkiksi ulkomaalaisten opiskelijoiden houkuttelu jäämään töihin Suomeen ja palkkatuki saavat huomioita ohjelmassa.

Ennustamme keskimääräisen työttömyysasteen laskevan tänä vuonna 6,5 prosenttiin. Työllisyyden nousu näyttää lähes pysähtyneen, sillä työllisten määrän trendi on pysynyt tammikuusta huhtikuuhun 2,56 miljoonassa. Työttömyysasteen lasku tapahtuu aikaisempaa enemmän eläköitymisen ja työvoiman tarjonnan supistumisen kautta. Kuluvasta vuodesta ei tulekaan viime vuoden veroista työmarkkinavuotta. Rinteen hallituksen ohjelma on työllisyysnäkymien osalta hieman ristiriitainen. Osa aiotuista toimista, kuten työvoimapalveluiden lisääminen ja koulutuksen lisääminen, voivat vähitellen parantaa työllisyyttä. Toiset toimet, kuten aktiivimallin purkaminen ja kotitalousvähennyksen lasku, saattavat hidastaa työllisyyden nousua eri väestöryhmissä. Keskeisin tekijä työllisyyden osalta on kuitenkin talouskasvu, jonka odotamme hidastuvan. Vuodelle 2020 emme ennusta oleellista paranemista työttömyydessä, vaan työttömyysaste jää 6,4 prosenttiin.

Työllisyysaste %

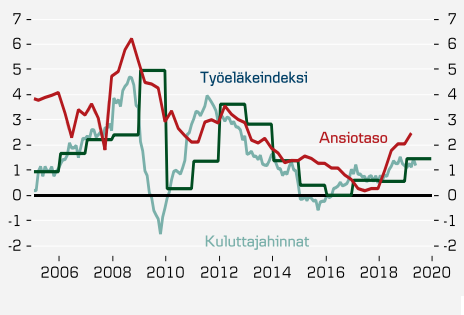


Kotitalouksien varovaisuus näkyy kassakoneissa

Kuluttajaluottamus on heikentynyt keväällä, mutta kotitaloudet luottavat edelleen vankasti omaan talouteensa ja työllisyystilanteeseensa. Arviot Suomen makrotalouden näkymistä ovat muuttuneet varovaisemmiksi ja suurempi joukko kotitalouksista näkee ajankohdan suotuisampana säästämiselle kuin lainaamiselle.

Vuonna 2018 palkkasumma kasvoi enemmän kuin kertaakaan finanssikriisin jälkeen. Nostetta tuli sekä työllisyyden paranemisesta että palkankorotuksista: koko talouden palkkasummakertymä paisui 4,5 prosenttia edellisestä vuodesta. Joulukuussa kotitaloudet saivat vielä muhkeat lähes kolmen miljardin euron veronpalautukset, joten kotitalouksien kassatulot olivat pitkästä aikaa vahvassa nosteessa. Ansiotaso nousi 2,5 prosentin vauhtia 2019 ensimmäisellä neljänneksellä, ja työllisten ostovoima kohentuu tänäkin vuonna. Vuoden 2019 alussa työeläkkeisiin tehtiin 1,5 prosentin indeksikorotus. Korotus ylittää inflaation vain hitusen, joten maksussa olevien eläkkeiden ostovoima ei merkittävästi nouse. Tilanne on silti parempi kuin kansaneläkkeen saajilla, sillä Kelan etuuksiin ei pääosin tehty indeksikorotuksia.

Hinnat, palkat ja työeläkkeet

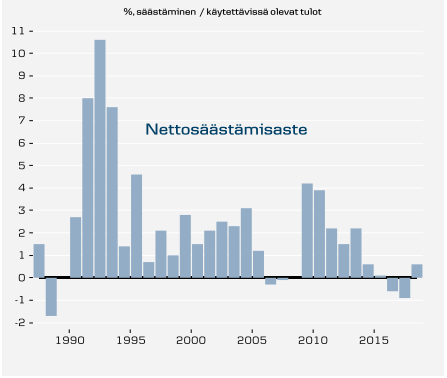


Palkkamaltti on auttanut Suomea palauttamaan teollisuuden kilpailukykyä, mikä on osaltaan tukenut vientiä. Palkkojen nousu ei sinänsä ole huono asia, mutta laajamittaiselle palkkainflaatiolle ei ole tilaa, kun tuottavuuskehitys on vaatimatonta. Keskimäärin odotamme ansiotason nousevan 2,5 prosenttia

sekä 2019 että 2020. Valtaosa vuoden 2019 noususta tulee sopimuskorotuksista, joista osa toteutetaan paikallisesti sovittavalla tavalla.

Työnantajapuolen toiveena on tätä kautta hillitä palkkojen nousun kiihtymistä, kun osa sopimuskorotuksesta voidaan kohdentaa avainhenkilöiden palkitsemiseen. Toistaiseksi ei ole merkkiä siitä, että kiristynyt työmarkkinatilanne heijastuisi suurina liukumina, mutta osaavasta työvoimasta varmasti kilpaillaan joko palkoilla tai muilla etuisuuksilla. Todennäköistä on, että joillakin aloilla liukumat levenevät, mutta vaikutukset tuskin ovat koko talouden tasolla dramaattisia. Vuoden 2020 yleiskorotukset ovat vielä sopimatta, mutta odotamme likimain nykyisen linjan jatkuvan.

Kotitalouksien säästämisaste



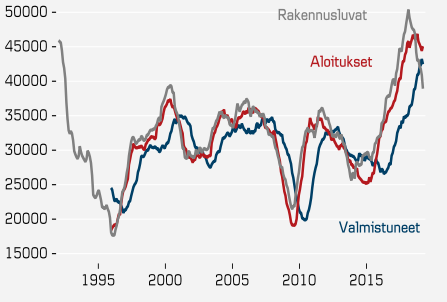
Ostovoiman nousu virtaa yleensä suurimmalta osalta kulutukseen. Viime vuonna yksityinen kulutus kuitenkin nousi vain 1,4 prosenttia, ja kotitalouksien säästämisaste kääntyi nousuun. Kotitalouksien velkaantuneisuusaste laski enemmän kuin kertaakaan sitten 1997. Maksuhäiriömerkinnät tosin lisääntyivät, mutta keskimäärin velkatilanne ei siis ole huolestuttava. Eri kotitaloudet ovat siis erilaisissa tilanteissa velkojensa suhteen. Voimakkainta on ollut kulutusluottojen, opintolainojen ja taloyhtiölainojen kasvu, perinteisten asuntolainojen nousu on maltillista. Palkkojen nousu helpottaa velan hoitoa.

Vaisun kansainvälisen toimintaympäristön aikana kotitalouksien rooli korostuu talouskasvun ja työllisyyden ylläpitäjänä. Yksityinen kulutus kuitenkin supistui vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä. Autokauppa heikkeni ja myös muussa kulutuksessa näkyi vaisuutta, palveluiden kysyntä tosin nousi. Yksityisen kulutuksen suurin kasvu tapahtuukin tällä hetkellä palveluissa puolella eikä tavarakaupassa. Loppuvuoden aikana odotamme ostovoiman kasvun siivittävän yksityisen kulutuksen uuteen nousuun. Ulkomainen verkkokauppa vie kasvavan viipaleen kotitalouksien ostoista, joten kotimaisilla kassakoneilla ei päästä viime vuoden kasvulukemiin, Kaupan liiton mukaan etenkin elektroniikkaa ostetaan netistä. Tänä vuonna veronpalautukset maksetaan aikaisemmasta poiketen heinäkuun ja joulukuun välisenä aikana. Suurin osa henkilöistä saa veronpalautuksensa 6.8.2019, joten joulukaupan sijaan kulutusmahdollisuudet saavat ylimääräisen lisän jo loppukesästä.

Asuntomarkkinoilla odottava tunnelma

Asuntorakentaminen on elänyt vahvaa suhdannetta, mutta merkkejä käänteestä hieman heikompaan on ollut nähtävissä. Selvin merkki asuntotuotannon hidastumisesta on uusien rakennuslupien vähentyminen, mutta myös uusissa aloituksissa näkyy laskua. Kaikkia jo haettuja lupiakaan ei välttämättä toteuteta käytännössä, jos valmistuneiden asuntojen kysyntä takkuaa, ja samalla kohonneet rakennuskustannukset heikentävät kannattavuutta. EK:n suhdannekyselyssä näkyy pientä nousua myymättömien asuntojen varannossa, mutta toistaiseksi tilanne näyttää vakaalta. Rakennusyhtiöt tarkkailevat suhdannetilannetta tarkasti ja haluavat nähdä, miten kasvanut tarjonta menee kaupaksi. Ennustamme asuntotuotannon supistuvan hieman 2019 jälkipuoliskolla. Kaupungistuminen kuitenkin jatkuu ja suurissa kaupunkikeskuksissa on kysyntää uusille asunnoille, joten rakentaminen voi piristyä uudelleen suvantovaiheen jälkeen. Maa- ja

Rakentaminen vielä vilkasta

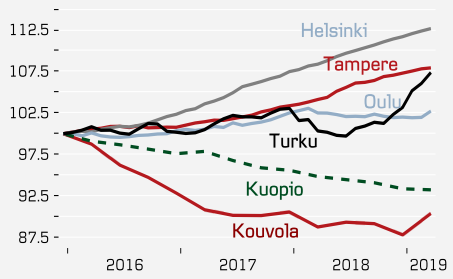


vesirakentaminen voi myös supistua, kunnes Rinteen hallituksen kaavailemat infrastruktuuri-investoinnit pääsevät vauhtiin. Korjausinvestoinnit kasvavat.

Finanssikriisin jälkeen suomalaiset asuntomarkkinat ovat erkaantuneet alueellisesti. Koko maan tasolla asuntojen hinnat ovat nousseet vain vähän, vaikka erityisesti pääkaupunkiseudun hintakehitys on ollut vauhdikasta. Vanhojen kerros- ja rivitalojen hinnat nousivat 2019 ensimmäisellä neljänneksellä 0,6 prosenttia vuoden takaisesta. Pääkaupunkiseudulla hinnat nousivat 1,5 prosenttia, mutta muualla maassa hinnat laskivat 0,2 prosenttia. Joukkoon kuuluu kasvukeskuksia kuten Oulu, Tampere ja Turku, joista etenkin viimeksi mainitussa hinnat ovat olleet selvässä nousussa. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan vanhojen osakeasuntojen hinnat nousivat huhtikuussa vuoden takaa pääkaupunkiseudulla 1,7 prosenttia ja laskivat muualla maassa 1,7 prosenttia. Monilla etenkin muuttotappiosta kärsivillä alueilla hinnat laskevat. Markkinoiden eriytyminen jatkuu edelleen ja asuntomarkkinat ovat hyvin paikalliset, eli myös yksittäisten kaupunkien alueet voivat kehittyä eri lailla. Vanha viisaus sijainnin merkityksestä korostuu. Vilkas lisätarjonta vaikuttaa myös vanhojen asuntojen kauppaan. Yleisesti ottaen ei Suomessa mielestämme ole asuntojen hintakuplaa, mutta asuntojen hintojen nousu ei ole lähitulevaisuudessa taattu suuremmillakaan paikkakunnilla. Ostajan kannalta markkina on otollinen tinkimiselle.

Hinnat eriytyneet

Kerrostaloasuntojen hinnat, liukuva vuosikeskiarvo, 2010 = 100

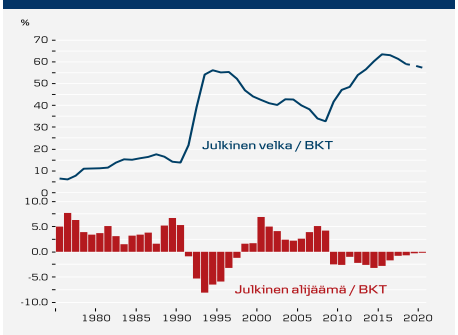


Työpaikkojen sijainti ja halu kaupunkiasumiseen ajavat ihmisiä jatkossakin kasvukeskuksiin, eikä kaupungistumistrendiin ole odotettavissa muutosta. Matalan korkotason vallitessa säilyvät lainanhoitomenot maltillisina kotitalouksien kasvaneista lainamääristä huolimatta. Uusien asuntolainojen keskikorko on laskenut viime vuosina ja huhtikuussa se painui 0,82 prosenttiin. Tästä laskennallisesti noin 0,2 prosenttiyksikköä on korkosuojauksen osuutta. Uusien asuntolainojen reaalikorko on siten negatiivinen ja säilyy lähitulevaisuudessa sellaisena, koska korot eivät lähde nousuun ennustejaksolla. Koko maan tasolla odotamme hintojen polkevan paikoillaan tänä vuonna ja kääntyvän ensi vuonna varovaiseen 0,5 prosentin nousuun. Asuntojen reaalihinta siis laskee.

Hallitusohjelma kasvattaa julkisen sektorin roolia

Suomen uusi hallitus on laatinut varsin pitkän, yksityiskohtaisen ja kunnianhimoisen ohjelman, mikä tavoittelee kestävää talouskasvua, nousevaa työllisyyttä ja sosiaalista oikeudenmukaisuutta. Talouden kasvupotentiaalin kannalta positiivisesti ohjelma tuo lisää julkista rahaa esimerkiksi koulutukseen, tutkimukseen ja infrastruktuuri-investointeihin. Ohjelma edellyttää kuitenkin huomattavaa lisärahoitusta verrattuna edellisiin budjetteihin. Rahoitusta toivotaan löytyvän ainakin korottamalla haittaveroja ja työllisyysastetta nostamalla. Käytännössä heikkenevä talousympäristö todennäköisesti johtaa lisävelkaantumiseen valtiolla ja kunnissa. Uusi maakuntahallinto lisännee menoja ainakin niiden käynnistymisvaiheessa.

Julkinen vaje ja velka (ennuste)



Julkisen sektorin velka suhteessa bruttokansantuotteeseen laski viime vuonna jo alle EMU-kriteerinä tunnetun 60 prosentin rajan. Velkasuhde laskee tänä vuonna noin 58 prosenttiin. Velan lisäksi valtiolla on runsaasti muitakin

vastuita, kuten kansainvälisesti vertaillen korkeat myönnetyt takaukset. Julkisen talouden tasapaino jäänee saavuttamatta, sillä kuntien tilanne näyttää edellistä ennustettamme heikommalta ja valtiontalous pysyy todennäköisesti alijäämäisenä tällä hallituskaudella. Tilanne on nyt kuitenkin parempi kuin pari vuotta sitten ennakoitiin. Verotulojen kasvu sekä työttömyysmenojen pysyminen kurissa ovat auttaneet supistamaan vajetta viime vuosina. Julkinen talous on siis tervehtynyt, mutta puskurit uuden taantuman varalta ovat yhä aiempaa ohuemmat ja ikääntyvän väestön aiheuttamat kustannuspaineet odottavat 2020-luvulla. Valtiovarainministeriö arvioi kestävyysvajeen olevan lähes 4 prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen. Arvioon sisältyy huomattavaa epävarmuutta, mutta ikääntyminen on sekä kansantalouden potentiaalisen tuotannon että julkisen talouden kestävyyden kannalta merkittävä ongelma, jota yksikään hallitus ei voi sivuuttaa olankohautuksella tulevan vuosikymmenen aikana. Tuore hallitusohjelma ei yksin tarjoa kokonaisvaltaista ratkaisua kestävyysvajeen hoitamiseen.

Julkisen talouden liikkumavara on rajallinen. Verotus on jo kansainvälisesti vertaillen kireää, eivätkä haittaverojen korotukset kata kuin osan rahoitustarpeesta, joten menojen kasvattaminen uhkaa johtaa lisävelkaantumiseen. Hallitus tavoittelee 75 prosentin työllisyysastetta, mikä toteutuessaan toisi lisää verotuloja ja vähentäisi menoja, mutta hallituksen keinot näyttävät riittämättömiltä, etenkin kun suhdannetilanne heikkenee.

Matalat korot tuovat hieman liikkumavaraa, etenkin jos mietitään talouden kasvupotentiaalia ja tulevia verotuloja lisääviä investointeja infrastruktuuriin tai inhimilliseen pääomaan koulutuksen avulla. Nämä voisivat parantaa kansantalouden suorituskykyä tilanteessa, jossa on esimerkiksi rakentamisessa vapaita resursseja heikentyneen suhdannetilanteen vuoksi. Syömävelkaa ei kuitenkaan nousukauden jälkimainingeissa kaivattaisi, eivätkä hankkeet saisi johtaa merkittävään menojen pysyvään lisäykseen.

Suomen valtion velan 10 vuoden korko on laskenut alkukesästä ja korkoero suhteessa Saksaan on pysynyt pienenä. Suuret luottoluokituslaitokset ovat suhtautuneet SOTE-uudistuksen ja hallituksen vaihtumiseen rauhallisesti, mutta ne toki edelleen odottavat rakenteellisia uudistuksia, jotka purkaisivat kestävyysvajetta ja nostavat tuottavuutta. Luottoluokitusten nousu AAA-tasolle edellyttäisi myös näyttöjä talouskasvun jatkumisesta ja julkisen talouden kestävästä kehityksestä. Näyttöjä odotellessa Suomi saanee tyytyä AA+ luottoluokkaan, mutta valtio saa silti jatkossakin lainarahaa edullisesti. EKP lopetti osto-ohjelmaansa vuoden 2018 lopussa, mutta rahapolitiikka pysyy kevyenä ja Suomen lainoille on kysyntää. Odotamme pitkien korkojen nousevan erittäin maltillisesti tänä vuonna, eli 10 vuoden valtion lainan korko olisi vuoden lopussa aavistuksen positiivinen.

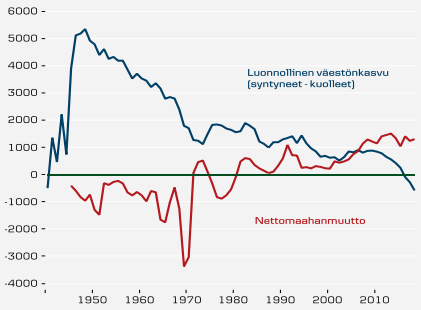
Riskejä riittää

Peruskenaariomme on yhä pääspositiivinen kansainvälisen talouden heikentyneestä suhdannetilanteesta ja poliittisista riskeistä huolimatta. Odotamme kauppasodan lientyvän neuvotteluiden jälkeen, Kiinan talouspoliittisen elvytyksen nostavan kasvua ja brexitin päättyvän

sopimukselliseen eroon. Kaikki nämä ja monta muuta asiaa voivat mennä toisin, jolloin maailmantalous voi ajautua taantumaan. Ilman erityisiä kriisejäkin on syytä varautua siihen, että maailmantalouden veto ei ole jatkossa yhtä hyvää.

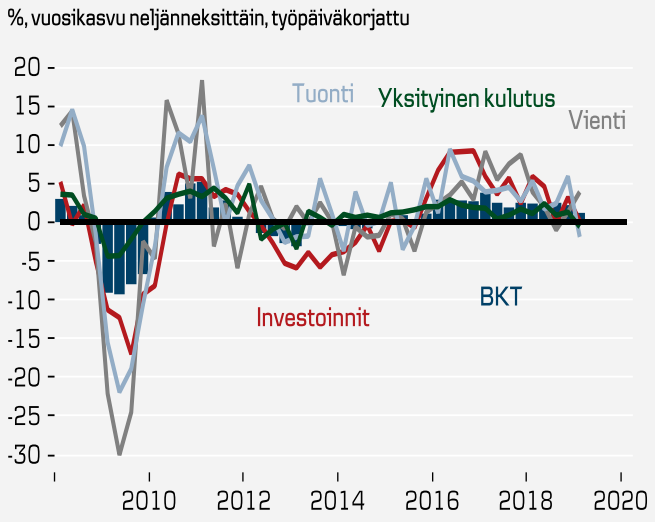
Toki maailmantalous ja samalla Suomen talous voivat yllättää positiivisestikin, esimerkiksi digitalisaatio voisi tuota kaivatun tuottavuusloikan, mutta mahdolliset poikkeamat perusuralta näyttävät suuremmilta negatiivisella puolella. Kotimaassa hallitusohjelma tuo uhkaa paisuvasta budjettivajeesta ja työmarkkinaneuvottelut alkavat loppuvuodesta. Reaalitalouden puolella investointien ennustettua heikompi kehitys muodostaa riskin kotimaiselle talouskehitykselle. Pidemmällä tähtäimellä merkittävin kotimainen rakenteellinen haaste on väestön ikääntyminen, jonka seurauksena työikäisen väestön suhteellinen osuus pienenee, ja ikäsidonnaiset menot kohoavat. Lisäksi syntyvyyden yllättävän nopea lasku uhkaa vaikeuttaa eläkejärjestelmän ja muun julkisen talouden rahoitusta pidemmällä aikavälillä.

Syntyvyys ja nettomaahanmuutto

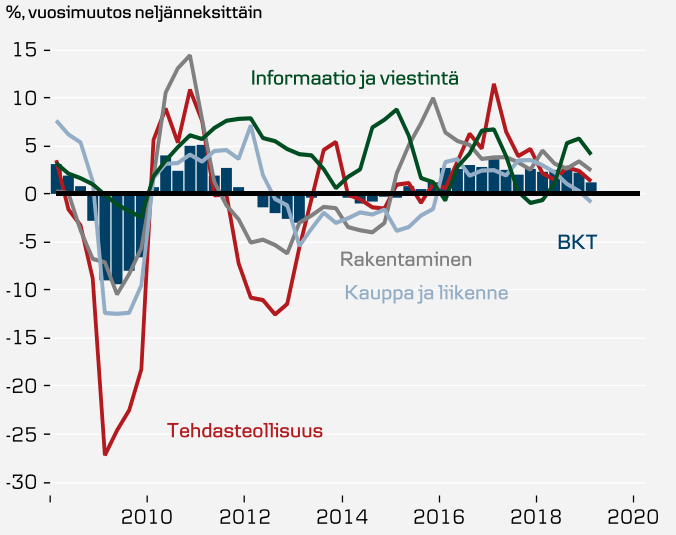


Pasi Kuoppamäki

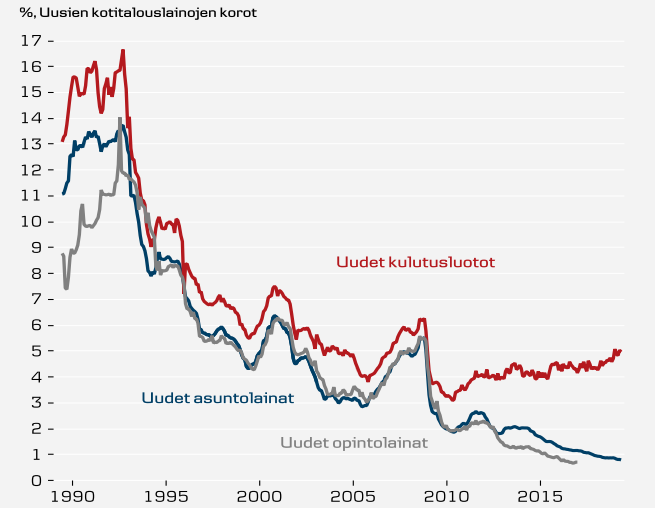
Tarjonta ja kysyntä



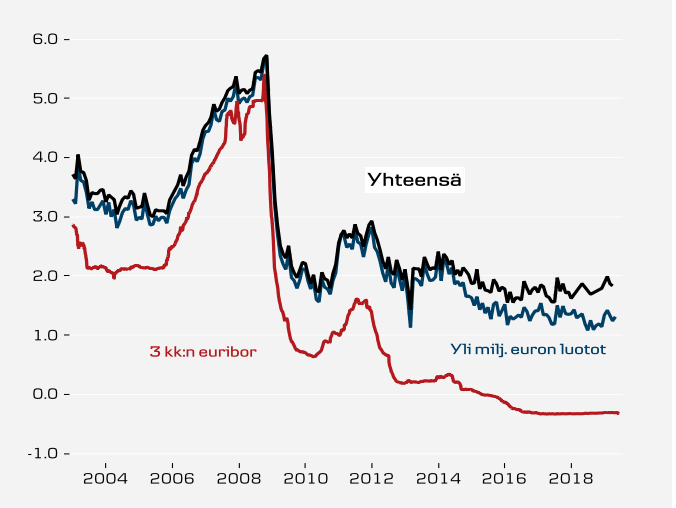
Tuotanto toimialoittain



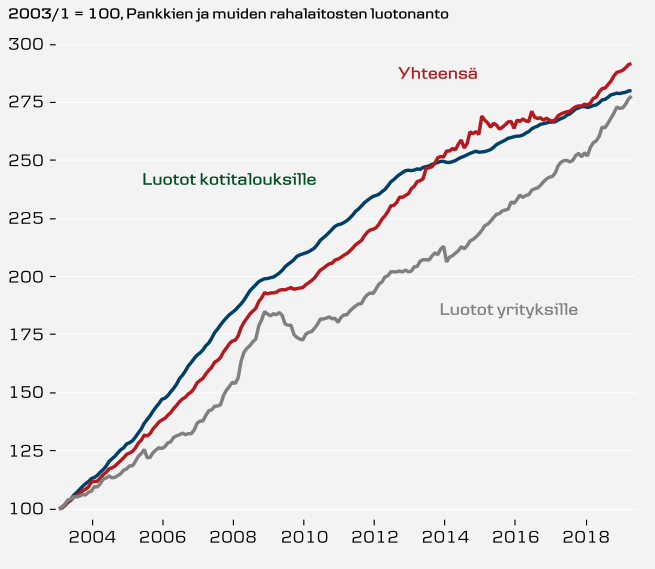
Uusien kotitalouslainojen korkokehitys



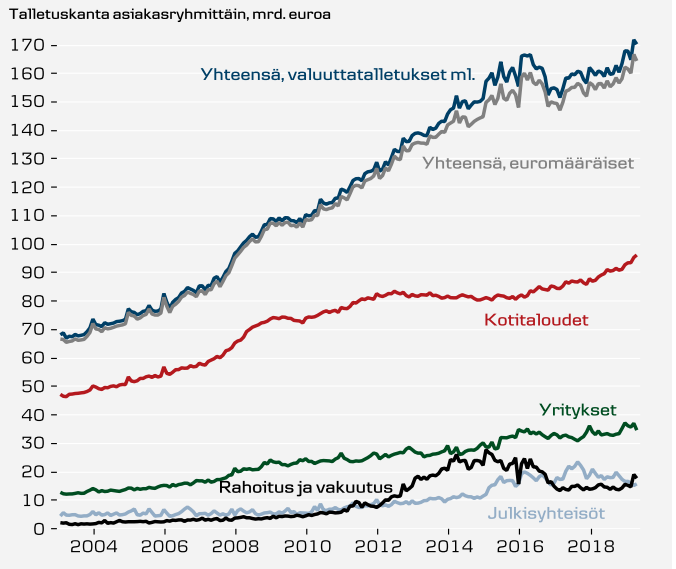
Uusien yritysluottojen korkokehitys



Luottokannan kehitys



Talletuskannan kehitys



SUOMI

Kysyntä ja tarjonta	2016	2017	2018	ennuste 2019	ennuste 2020
Määrän muutos, %					
Bkt	2,8	2,7	2,4	1,3	1,0
Tuonti	5,4	3,8	3,8	2,0	2,5
Vienti	3,5	7,7	1,4	3,0	2,0
Kulutus	1,9	0,8	1,4	0,7	1,3
-yksityinen	2,2	1,5	1,4	0,8	1,2
-julkinen	1,8	-0,4	1,4	0,5	1,5
Investoinnit	8,6	4,3	3,2	0,0	1,0

Indikaattoreita	2016	2017	2018	2019	2020
Työttömyysaste, %	8,8	8,6	7,4	6.5	6,4
Ansiotaso, %	0,9	0,2	1,8	2,5	2,5
Inflaatio, %	0,4	0,7	1,1	1,2	1,5
Asuntojen hinnat, %	0,4	1,6	0,6	0,0	0,5
Vaihtotase, mrd. eur	-1,6	-1,5	-4,4	-4,0	-3,5
Vaihtotase / bkt, %	-0,7	-0,7	-1,9	-1,7	-1,4
Julkinen alijäämä / bkt, %	-1,7	-0,8	-0,7	-0,3	-0,2
Julkinen velka / bkt, %	63,0	61,3	58,9	58,3	57,3

Ennusteet: Danske Bank/Ekonomistit

KANSAINVÄLINEN TALOUS

Vuosimuutos, %	2016	2017	2018	Ennuste 2019	Ennuste 2020
Euroalue					
BKT	1,8	2,5	1,8	1,2	1,4
Kuluttajahinnat	0,2	1,5	1,8	1,4	1,4
Iso-Britannia					
BKT	1,8	1,8	1,4	1,5	1,6
Kuluttajahinnat	0,7	2,7	2,5	1,8	1,4
Japani					
BKT	1,0	1,9	0,8	1,0	0,5
Kuluttajahinnat (pohja)	-0,3	0,5	0,9	1,6	1,0
Kiina					
BKT	6,7	6,8	6,6	6,2	6,1
Kuluttajahinnat	2,0	1,6	2,1	2,5	2,2
Ruotsi					
BKT	3,2	2,5	2,4	1,0	1,5
Kuluttajahinnat	1,0	1,8	2,0	1,7	1,6
Yhdysvallat					
BKT	1,6	2,2	2,9	2,5	2,0
Kuluttajahinnat	1,3	2,1	2,4	2,0	2,3

Kansainvälisen talouden ennusteet: Danske Bank Research

Pääekonomisti

Pasi Kuoppamäki

puh. 010 546 7715

pasi.kuoppamaki@danskebank.fi

Twitter @Pasi_Kuoppamaki

Julkaisun päätoimittaja

Ekonomisti

Jukka Appelqvist

puh. 044 2631051

jukka.appelqvist@danskebank.fi

Twitter @JukkaAppelqvist

ISSN 2323-7457

Danske Bank A/S, Suomen sivuliike
Televisiokatu 1, PL 1243, 00075 DANSKE BANK
Y-tunnus 1730744-7

Tässä katsauksessa on käytetty yleisön saatavilla olevia tietoja. Keskeiset tilastolähteet ovat: Macrobond, Tilastokeskus, Suomen Pankki ja Tulli.

Tämä katsaus perustuu Danske Bank A/S:n ("pankki") tekemiin arvioihin ja mielipiteisiin. Niiden perustana olevat tiedot on koottu pankin luotettavina pitämistä julkisista lähteistä. Pankki tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhtiö taikka niiden palveluksessa olevat henkilöt eivät takaa esitettyjen tietojen, arvioiden ja mielipiteiden oikeellisuutta tai täydellisyyttä eivätkä vastaa mistään suorista tai epäsuorista kuluista, vahingoista tai menetyksistä, joita katsauksen tai sen sisältämien tietojen käyttö mahdollisesti voi aiheuttaa. Katsauksessa annetut suositukset ja arviot edustavat pankin mielipiteitä ja arvioita julkaisuhetkellä ja niitä voidaan muuttaa ilman eri ilmoitusta. Tämä katsaus sisältää pankin immateriaalioikeudellisesti suojattua aineistoa, johon pankki pidättää kaikki immateriaaliset ja muut oikeudet.

Katsaus on tarkoitettu ainoastaan alkuperäisen vastaanottajan käyttöön eikä sitä saa millään tavalla jäljentää, julkaista tai levittää ilman pankin kirjallista etukäteislupaa. Pankki tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhtiö taikka niiden palveluksessa oleva henkilö saattaa tarjota palveluita katsauksessa mainitulle yhtiölle, käydä kauppaa tiedotteen kohteena olevien yhtiöiden liikkeeseen laskemilla arvopapereilla, hoitaa tiedotteen kohteena olevien yhtiöiden toimeksiantoja taikka on saattanut toimia katsauksessa esitetyn tiedon perusteella jo ennen katsauksen julkaisemista. Tätä katsausta ei voida missään tilanteessa pitää arvopaperien myynti- tai ostotarjouksena tai kehotuksena arvopaperi- tai muuhun kaupankäyntiin. Sama koskee myös niitä alueita, joiden laki ei salli tarjousten, kehotusten tai suositusten esittämistä.