

FÖRBÄTTRING I SIKTE

Maj 2014

EKONOMISK
ÖVERSIKT



Starkare men ojämn tillväxt i den internationella ekonomin

Penningpolitiken kommer att stöda tillväxten i de utvecklade länderna länge till

ECB sänker räntorna redan i juni

Blygsam tillväxt i sikte i Finland

BNP-tillväxten fortfarande negativ i år

Aktia

Innehåll

Sammandrag	1
Den internationella ekonomin: Starkare men ojämn tillväxt	3
Finland: Blygsam tillväxt i sikte	7
Euroområdet: Förbättrade tillväxtutsikter	12
USA: I främsta ledet på vägen mot återhämtning	16
Japan: Omstrukturering behövs	19
Kina: Balansering mellan tillväxt och finansieringsstabilitet	20
Ryssland: Nycklarna till tillväxt är borta	21



Chefsekonom Anssi Rantala

Aktia Bank Abp

Den ekonomiska
översikten baserar
sig på information som
var tillgänglig 19.5.2014.

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

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

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

FO-nummer 2181702-8

www.aktia.fi

Sammandrag

Den världsekonomiska tillväxten håller på att stärkas men återhämtningen sker i olika takter. Den första hälften av innevarande år har präglats av en oro över styrkan i den globala tillväxten.

I USA var väderleksförhållandena i vintras exceptionella i många områden, och ekonomiska indikatorer och statistik blev svagare än väntat. Kinas ekonomiska tillväxt fortsatte att mattas av under det första kvartalet. Krisen i Ukraina har lett till ekonomiska sanktioner mot Ryssland och ökat de geopolitiska spänningarna.

I USA verkar den svaga ekonomin till stor del ha förorsakats av den exceptionellt hårda vintern, och efter svängningar i början av året förväntas tillväxten fortsätta i snabb takt tack vare hushållens konsumtion och företagets investeringar. Också euroområdet kommer efter två recessionsår att nå tillväxt i år. I Kina avmattas den ekonomiska tillväxten i takt med nedkylningen inom byggsektorn, men tillväxten hålls nära målet på 7,5 %.

BNP-tillväxt, %					
	andel*, %	2012	2013	2014e	2015e
Världen	100,0	3,2	3,0	3,5	3,8
Euroområdet	13,1	-0,6	-0,4	1,0	1,5
USA	19,3	2,8	1,9	2,5	2,9
Japan	5,4	1,4	1,5	1,5	1,3
Kina	15,4	7,8	7,7	7,3	7,2
Ryssland	2,9	3,5	1,3	-0,5	0,8
Utvecklade länder	49,6	1,4	1,3	2,1	2,3
Tillväxtekonominer	50,4	5,0	4,7	4,8	5,2

*Köpkraftsparitetsvikter 2013, IMF WEO, april 2014.

De största tillväxtriskerna i världsekonomin anknuter till inbromsningen i den kinesiska tillväxten, som var större än väntat, och dess globala effekter. På tillväxtekonomierna skulle den kraftigare avmattningen i Kina inverka bl.a. i form av lägre råvarupriser. På grund av de täta handelskontakterna är Europa det av de utvecklade områdena som är speciellt sårbart inför avmattad ekonomi i Kina.

De geopolitiska spänningarna har ökat på grund av krisen i Ukraina. En ny tillspetsning av situationen i Ukraina kunde leda till betydande ekonomiska sanktioner och störningar i den internationella handeln.

Inom de närmaste åren är inflationstrycken globalt obetydliga. Penningpolitiken i de utvecklade länderna kommer att stöda tillväxten länge till.

Konsumentprisinflation, %				
	2012	2013	2014e	2015e
Euroområdet	2,5	1,3	0,7	1,2
USA	2,1	1,5	1,7	2,1
Japan	0,0	0,4	2,6	1,7

I USA kommer FED att avsluta sitt obligationsköpprogram före utgången av året. Vi uppskattar att FED höjer sin styrränta första gången i juni 2015, och i slutet av året kommer styrräntan att ligga på 1,00 %.

Den låga inflationen har väckt oro om deflation speciellt i euroområdet. Inflationen ligger för tillfället under 1 % och den bedöms ta fart mycket långsamt.

Vi räknar med att ECB sänker räntan på huvudsakliga refinansieringstransaktioner till 0,15 % och depositionsräntan till -0,10 % redan vid sitt räntemöte i juni. Det är motiverat att sänka styrräntorna eftersom inflationen enligt prognoser inte närmar sig prisstabilitetsmålet på 2 % tillräckligt snabbt.

Selektiva åtgärder för att stöda företagsfinansieringen speciellt i krisländerna blir sannolikt ECB:s nästa penningpolitiska aktion. Något storskaligt program för att köpa statsobligationer är emellertid osannolikt.

Räntor och valutakurser				
	19.5.14	31.12.14	30.6.15	31.12.15
Euroområdet				
Styrränta	0,25	0,15	0,15	0,15
3 mån. euribor	0,32	0,30	0,40	0,40
Tysk 10 års ränta	1,34	1,75	2,00	2,25
USA				
Styrränta	0,25	0,25	0,50	1,00
3 mån. libor	0,23	0,25	0,75	1,25
10 års ränta	2,51	2,75	3,25	3,50
Japan				
Styrränta	0,00	0,00	0,00	0,00
3 mån. tibor	0,21	0,25	0,25	0,25
10 års ränta	0,59	0,75	0,75	1,00
EUR/USD	1,37	1,33	1,30	1,30
EUR/YEN	139	137	137	137
USD/YEN	101	103	105	105

Ekonomin i euroområdet håller dock långsamt på att vända uppåt. ECB kommer att höja styrräntan först under första hälften av 2016 då inflationen stigit nära 1,5 % och mängden fria produktionsresurser minskat betydligt.

De långa räntorna kommer att stiga måttligt. Den amerikanska 10-åriga räntan stiger före utgången av innevarande år till 2,75 % och ligger i slutet av nästa år

på 3,5 %. I euroområdet har räntorna på långa statsobligationer sjunkit ovanligt lågt. Ränteskillnaden mot USA kommer att växa något då normaliseringen av räntepolitiken framskrider oliktidigt. Den tyska 10-åriga räntan är i slutet av det här året 1,75 % och i slutet av nästa år 2,25 %.

Någon snabb förändring i eurovärdet är inte att vänta. Den snabbare tillväxten i ekonomin och den snabbare normaliseringen av penningpolitiken i USA stöder dock dollarn i fortsättningen. I slutet av 2015 förutspås eurons dollarkurs uppgå till 1,30.

Den strukturella krisen i den finländska ekonomin har visat sig vara kraftigare och långvarigare än väntat. Början av året har inte medfört någon vändning mot det bättre i den finländska ekonomin.

I år förutspås Finlands BNP minska med 0,3 %. Under början av året har ekonomin fortsatt att krympa, men under senare hälften av året ökar den snabbare internationella handeln också den finska exporten.

BNP-tillväxten förblir dämpad 2015, 1,3 %. Exportefterfrågan förstärks i takt med att världshandeln växer och situationen på hemmamarknaden så småningom stabiliseras.

Den finländska ekonomin: efterfrågan och utbud					
% -förändring från föregående år					
	2013 md €	2012	2013	2014e	2015e
BNP	193,4	-1,0	-1,4	-0,3	1,3
Privat konsumtion	109,4	0,3	-0,8	-0,8	0,3
Offentlig konsumtion	49,7	0,5	0,8	0,4	0,5
Investeringar	36,6	-0,8	-4,6	-4,2	2,1
Export	77,6	-0,2	0,3	0,2	3,4
Import	77,8	-0,7	-1,8	-1,3	1,8

Någon snabb vändning mot det bättre är inte att vänta på arbetsmarknaden. Sysselsättningen minskar i en flatare kurva mot slutet av året. En försiktig vändning mot det bättre kommer först en bit in på 2015. Arbetslöshetsgraden sjunker under 2015 delvis av demografiska orsaker. Flera personer går i pension än unga tillträder arbetsmarknaden.

Övriga centrala prognossiffror				
	2012	2013	2014e	2015e
Inflation (KPI), %	2,8	1,5	1,3	1,6
Inkomstnivå, %-förändring	3,2	2,0	1,2	1,2
Arbetslöshetsgrad, %	7,7	8,2	8,6	8,5
Bytesbalans, % av BNP	-1,4	-0,8	-0,4	0,0
Offentliga samfunds				
nettokreditgivning, % av BNP	-2,2	-2,4	-2,8	-1,8
bruttoskuld, % av BNP	53,6	56,9	61,1	63,3

Den offentliga ekonomin har visat ett stort underskott de senaste åren. I år kommer underskottet i den offentliga ekonomin att växa då BNP-tillväxten sjunker under noll. 2015 minskar underskottet tack vare anpassningsåtgärder. Det offentliga underskottet utgör dock nästa år fortfarande nästan 2 % av BNP. De statliga och kommunala underskotten uppgår till ca 4 % av BNP eller ca 8 md euro.

Statens och kommunernas stora underskott har lett till att den offentliga skuldsättningen ökat snabbt de senaste åren. Den offentliga skulden var i fjol 56,9 % av BNP. Skuldsättningen kommer att fortsätta de närmaste åren. 2015 kommer den offentliga skulden att stiga till 63 %.

Skattegraden i Finland stiger nästa år till 46 %. Så här höga siffror har man bara sett efter depressionen på 1990-talet.

För att säkerställa en hållbar offentlig ekonomi i Finland är det avgörande att pensionsreformen som arbetsmarknadsorganisationerna förbereder förlänger arbetskarriärerna tillräckligt mycket och att social- och hälsovårdsreformen åstadkommer miljardbesparingar i offentligt finansierade tjänster. Lyckas dessa reformer avhjälps en stor del av hållbarhetsgapet.

Effekterna av de båda projekten kan dock bedömas först om flera år. Nästa regering ärver dock den rekordstrama beskattningen och ett underskott på ca 8 miljarder euro i den statliga och kommunala ekonomin.

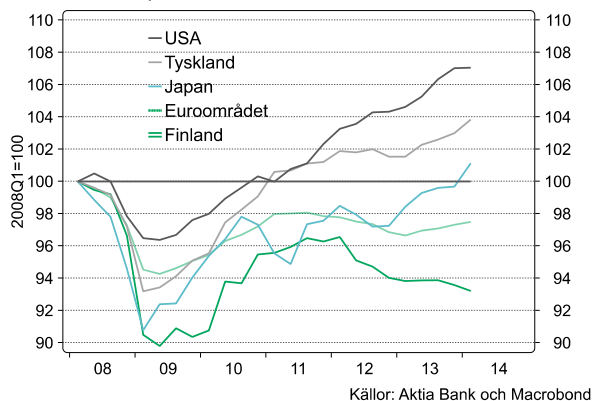
Det vore en stor risk att låta den offentliga ekonomin skuldsätta sig ytterligare i nuvarande takt. Därför ska de offentliga utgifterna reduceras beslutsamt under de närmaste åren. En hållbar, enligt ekonomins bärkraft dimensionerad offentlig ekonomi är en viktig del av företags och företagares stabila verksamhetsmiljö.

Den internationella ekonomin: Starkare men ojämn tillväxt

Världsekonomin stärks

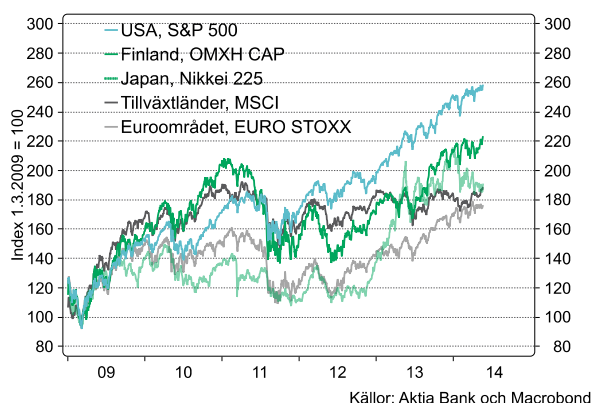
Tillväxten i världsekonomin blev starkare under senare hälften av fjolåret. Speciellt i USA försnabbades tillväxten och utsikterna förbättrades också i Europa.

Bruttonationalprodukt i olika länder



Den positiva ekonomiska utvecklingen syntes också på marknaden. På de utvecklade marknaderna steg aktieindexen kraftigt och riskpremierna minskade klart. Skuldskrisen i euroländer hölls under kontroll och ränteskillnaderna mellan de olika euroländerna reducerades märkbart.

Börskursindex



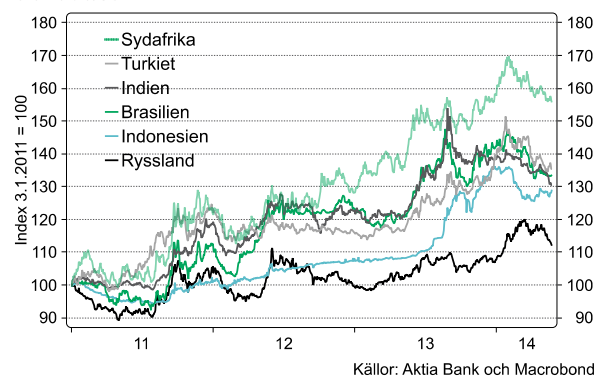
På tillväxtmarknaderna ökade den ekonomiska tillväxten inte och på många marknader förblev aktieintäkterna nära noll. På valutamarknaden var den senare hälften av 2013 en osäker tid i många tillväxtekonominer.

Den amerikanska centralbanken FEDs meddelande att den upphör med den okonventionella penningpolitiken snabbare än väntat ledde till snabba

förändringar i kapitalflöden och vissa tillväxtekonominers valutakurser försvagades kraftigt.

Tillväxtländernas valutakurser

Lokal valuta/USD



Den första hälften av innevarande år har präglats av en oro över styrkan i den globala tillväxten. På räntemarknaden har intäkterna minskat kraftigt från årsskiftet och aktieindexen har uppvisat stor variation.

I USA var väderleksförhållandena i vintras exceptionella i många områden, och ekonomiska indikatorer och statistik blev svagare än väntat.

Kinas ekonomiska tillväxt fortsatte att mattas av under det första kvartalet. Inom fastighetssektorn saktar tillväxten av kraftigt. Krisen i Ukraina har lett till ekonomiska sanktioner mot Ryssland och ökat de geopolitiska spänningarna. Kapital har flödat ut ur Ryssland och rubeln har försvagats.

I USA verkar den svaga ekonomin till stor del ha förorsakats av den exceptionellt hårda vintern, och efter svängningar i början av året förväntas tillväxten med hjälp av hushållens konsumtion och företagens investeringar att stabilisera sig kring 3 %.

I Europa har ekonomin fortsatt att förbättras under början av året. Det första kvartalet uppvisade dock långsammare tillväxt än väntat. De stora skillnaderna mellan tillväxtsiffror i de olika euroländerna visar hur skört det ekonomiska läget är. Den engelska och svenska ekonomin växer däremot kraftigt.

I euroområdet förutspås tillväxten uppnå en procent i år, då förutom exporten också investeringarna förväntas öka. 2015 stiger tillväxten till ca 1 ½ %.

BNP-tillväxt, %					
	andel*, %	2012	2013	2014e	2015e
Världen	100,0	3,2	3,0	3,5	3,8
Euroområdet	13,1	-0,6	-0,4	1,0	1,5
USA	19,3	2,8	1,9	2,5	2,9
Japan	5,4	1,4	1,5	1,5	1,3
Kina	15,4	7,8	7,7	7,3	7,2
Ryssland	2,9	3,5	1,3	-0,5	0,8
Utvecklade länder	49,6	1,4	1,3	2,1	2,3
Tillväxtekonominer	50,4	5,0	4,7	4,8	5,2

*Köpkraftsparitetsvikter 2013, IMF WEO, april 2014.

Den japanska tillväxten kommer att vara tämligen dämpad kring 1 ½ % i år och nästa år. Den penningpolitiska stimulansen enligt regeringens ekonomiska program har försvagat yenen kraftigt och stött aktiemarknaden. Det finns redan tecken på att exporten tar fart och företagens investeringar ökar men momshöjningar och den dämpade löneutvecklingen håller konsumtionsefterfrågan låg.

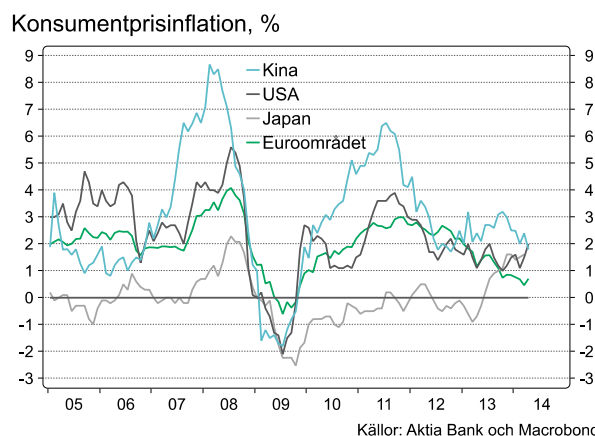
Den kinesiska ekonomin verkar inte mattas av så mycket att det skulle ha märkbara negativa effekter på världsekonomin. Regeringens flexibla tillväxtmål för i år är 7,5 %. Kinas regering har både resurser och ett klart behov av att hålla tillväxten på över 7 %. Den kraftiga inbromsningen i fastighetssektorn är i dagens läge det mest betydande hotet mot stabiliteten i den kinesiska ekonomin.

Hur läget i Ukraina kommer att framskrida är omöjligt att förutspå, men det är klart att den redan svaga ekonomin i Ryssland kommer att sjunka desto lägre ner i recession ju längre krisen blir. Så länge situationen inte tillspetsas på nytt sjunker tillväxten under noll i år då investeringarna minskar kraftigt.

Långsam inflation, penningpolitiken stöder tillväxten

Inflationen har sjunkit till en låg nivå globalt. Mängden ledig produktionskapacitet är fortfarande stor och arbetslösheten är hög i många områden. Utöver dessa faktorer som dämpar löne- och pristryck har också lägre priser på råvaror hållit inflationen i styr. Råoljepriset förväntas ligga kvar inom 100–110 dollar i år och nästa år.

Inom de närmaste åren är inflationstrycken globalt obetydliga. Det innebär att penningpolitiken i de utvecklade länderna kommer att stöda tillväxten länge till.



Konsumentprisinfation, %				
	2012	2013	2014e	2015e
Euroområdet	2,5	1,3	0,7	1,2
USA	2,1	1,5	1,7	2,1
Japan	0,0	0,4	2,6	1,7

I USA kommer FED att avsluta sitt obligationsköpprogram före utgången av året. Det förbättrade arbetsmarknadsläget och den så småningom tilltagande löneuppgångstakten skapar förutsättningar för en normalisering av penningpolitiken.

Vi uppskattar att FED höjer sin styrränta första gången i juni 2015, och i slutet av året kommer styrräntan att ligga på 1,00 %. Det är möjligt att arbetsmarknaden stramas åt och lönetrycket ökar redan tidigare. Då kan de första räntehöjningarna komma redan nästa vår.

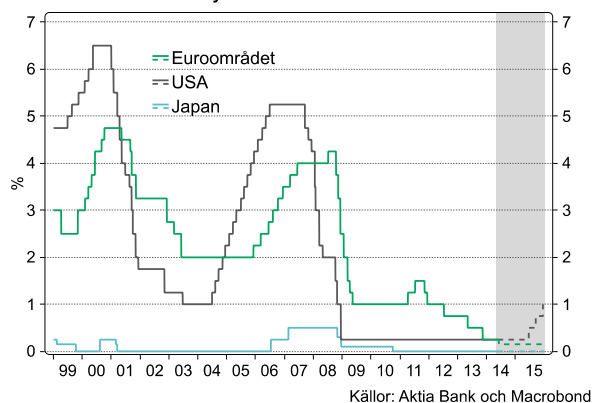
Den låga inflationen har väckt oro om deflation speciellt i euroområdet. Tack vare den stärkta euron har de från förut moderata pristrycken minskat ytterligare under det senaste året. I stället för räntehöjningar diskuterar man i euroområdet nya åtgärder för att lätta penningpolitiken.

Risken för en riktig deflation, dvs. långvarig och utbredd nedåtspiral i priser och löner, är dock liten i euroområdet. Inflationen ligger för tillfället under 1 % och den förutspåta ta fart mycket långsamt. Den dämpade inflationen och den låga förväntade inflationen i sig räcker till som motivering för ECB att ytterligare sänka styrräntan och depositionsräntan.

En inflation som under en lång tid är lägre än förväntningarna ökar pressen på låntagarna, då skuldens reella värde blir större än det uppskattade värdet då lånet togs. En annan faktor som motiverar en något snabbare inflation är styvheten i anknytning till ändringar i löner och priser. Då det är mycket svårt

att sänka priser och speciellt löner är det svårt att genomföra relativa prisförändringar vid nollinflation.

Centralbankernas styrräntor



Vi räknar med att ECB sänker räntan på huvudsakliga refinansieringstransaktioner till 0,15 % och depositionsräntan till -0,10 % redan vid sitt räntemöte i juni. Det är motiverat att sänka styrräntorna eftersom inflationsförväntningen som härletts från marknadspriserna har sjunkit och inflationen inte ens enligt ECB:s egna prognoser närmar sig prisstabilitetsmålet på 2 % tillräckligt snabbt.

Selektiva åtgärder för att stöda företagsfinansieringen speciellt i krisländerna blir sannolikt nästa penningpolitiska åtgärd. Något storskaligt program för att köpa statsobligationer är emellertid osannolikt.

Ekonomi i euroområdet håller dock långsamt på att vända uppåt. ECB kommer att höja styrräntan först under första hälften av 2016 då inflationen stigit nära 1,5 % och mängden fria produktionsresurser minskat betydligt.

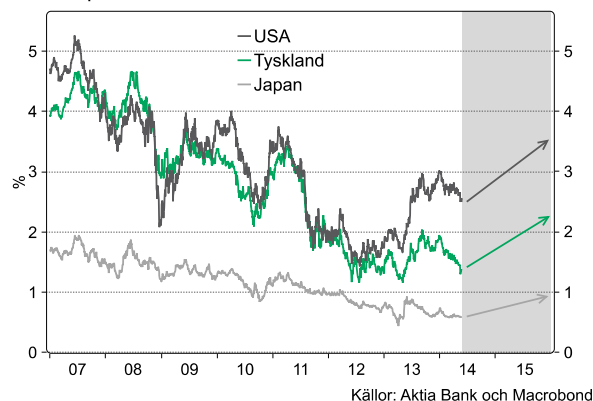
Små rörelser i räntor och valutor

Normaliseringen av penningpolitiken framskrider under de närmaste åren i både USA och Europa. Det kommer att synas som en stegvis uppgång i korta marknadsräntor, då de förväntade styrräntehöjningarna närmar sig. De korta räntorna kommer dock att förbli låga långt framöver. I euroområdet uppgår 3 månaders euriborränta i slutet av 2015 till 0,4 %.

De långa räntorna kommer att stiga måttligt. I USA steg räntan på den 10-åriga statsobligationen under förra sommaren med över en procentenhet då FED meddelade att den tidigare lägger normaliseringen av penningpolitiken. Den förväntade långsiktiga

realräntan som beräknas på marknadspriserna blev positiv första gången sedan 2011. Den amerikanska långa räntan stiger före utgången av innevarande år till 2,75 % och ligger i slutet av nästa år på 3,5 %.

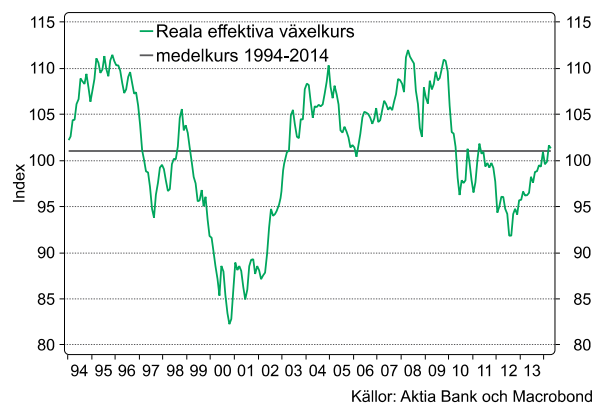
Räntan på 10 års statslån, %



I euroområdet har räntorna på långa statsobligationer sjunkit ovanligt lågt. Räntan på den tyska 10-åriga statsobligationen är under 1,4 %. Ränteskillnaden mot USA kommer att växa något då normaliseringen av räntepolitiken framskrider oliktidigt. Den tyska 10-åriga räntan är i slutet av det här året 1,75 % och i slutet av nästa år 2,25 %.

Eurons valutakurs har under 12 månader stärkts med 6–7 % i förhållande till US-dollar. Under de allra senaste veckorna har euron försvagats på grund av förväntningar på ECB:s tilläggsåtgärder. För närvarande är euron 12 % starkare än i genomsnitt under eurotiden. Den reella valutakursen i förhållande till konkurrentländerna ligger däremot på sin genomsnittsnivå för de senaste årtiondena.

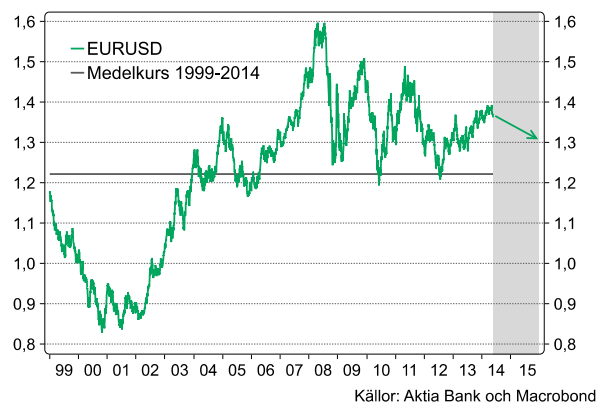
Eurons reala effektiva växelkurs



Någon snabb förändring i eurovärdet är inte att vänta. Den snabbare tillväxten i ekonomin och den snabbare normaliseringen av penningpolitiken i USA stöder

dock dollarn i fortsättningen. Å andra sidan har bytesbalansen i euroområdet visat kraftigt överskott och euron stöds dessutom av efterfrågan på europeiska värdepapper, speciellt aktier. I slutet av 2015 förutspås eurons dollarkurs uppgå till 1,30.

EURUSD-valutakurs



Räntor och valutakurser

	19.5.14	31.12.14	30.6.15	31.12.15
Euroområdet				
Styrränta	0,25	0,15	0,15	0,15
3 mån. euribor	0,32	0,30	0,40	0,40
Tysk 10 års ränta	1,34	1,75	2,00	2,25
USA				
Styrränta	0,25	0,25	0,50	1,00
3 mån. libor	0,23	0,25	0,75	1,25
10 års ränta	2,51	2,75	3,25	3,50
Japan				
Styrränta	0,00	0,00	0,00	0,00
3 mån. tibor	0,21	0,25	0,25	0,25
10 års ränta	0,59	0,75	0,75	1,00
EUR/USD	1,37	1,33	1,30	1,30
EUR/YEN	139	137	137	137
USD/YEN	101	103	105	105

Tillväxtriskerna pekar nedåt

Den världsekonomiska tillväxten håller på att stärkas men återhämtningen sker i olika takter. De största tillväxtriskerna anknyter till den större inbromsningen i den kinesiska ekonomiska tillväxten och dess globala effekter.

På tillväxtekonomierna skulle den kraftigare avmattningen inverka bl.a. i form av lägre råvarupriser. På grund av de täta handelskontakterna är det Europa av de utvecklade områdena som är speciellt sårbart inför avmattad ekonomi i Kina.

De geopolitiska spänningarna har ökat på grund av krisen i Ukraina. En ny tillspetsning av situationen i

Ukraina kunde leda till betydande ekonomiska sanktioner och störningar i den internationella handeln.

Den oliktidiga normaliseringen av penningpolitiken och de globala effekterna av speciellt FEDs ändrade politik kan höja de långa räntorna på bred front och göra speciellt tillväxtmarknadernas valutor volatila.

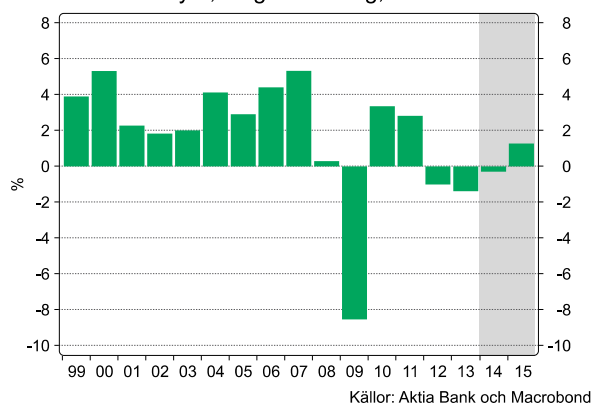
I Europa förutsätter säkerställandet av en hållbar ekonomisk tillväxt stora omstruktureringar. Positiva tillväxtsiffror kan försvaga ländernas reformsträvanden och därigenom försvaga förutsättningarna för tillväxt på längre sikt.

Framskridandet av bankunionen förknippas med risken för snabbare tillväxt än prognostiserat. Om ECB:s ingående bedömning leder till ett sundare banksystem och stärkt förtroende speciellt i krisländerna, förbättras små och medelstora företags tillgång på finansiering och finansieringsvillkor. En annan positiv tillväxtrisk har med den tyska ekonomin att göra. Där kan den inhemska efterfrågan stiga mera än prognostiserat och öka efterfrågan också i de övriga euroländerna.

Finland: Blygsam tillväxt i sikte

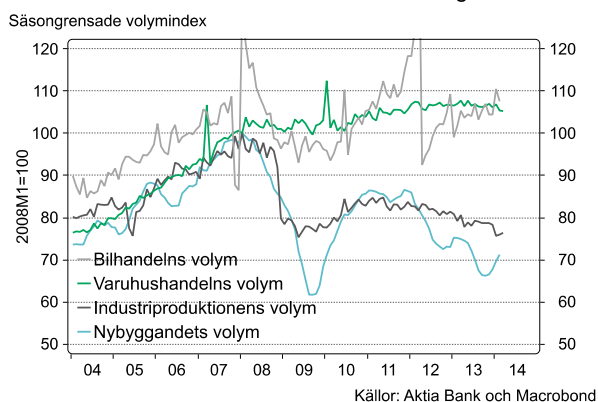
Den strukturella krisen i den finländska ekonomin har visat sig vara kraftigare och långvarigare än väntat. 2012 krympte ekonomin med 1,0 %. I fjol var minskningen 1,4 % då exporten trampade på stället och hushållen minskade sin konsumtion och företagen sina investeringar.

Finland: BNP-volym, årlig förändring, %



Början av året har inte medfört någon vändning mot det bättre i den finländska ekonomin. Enligt preliminära uppgifter minskade BNP med 0,4 % från föregående kvartal. Industriproduktionen och varuexporten krympte med över 3 % och nolltillväxten i detaljhandeln visar att konsumtionen har stampat på stället. Byggindikatorerna visar att i synnerhet bostadsbyggandet fortsätter att minska.

Månadsindikatorer över handel och förädling



I år förutspås BNP minska med 0,3 %. Under början av året har ekonomin fortsatt att krympa, men under senare hälften av året ökar den snabbare internationella handeln också den finska exporten.

BNP tillväxten förblir dämpad 2015, 1,3 %. Exportefterfrågan förstärks i takt med att världshandeln växer och situationen på hemmamarknaden så småningom stabiliseras.

Den finländska ekonomin: efterfrågan och utbud
%-förändring från föregående år

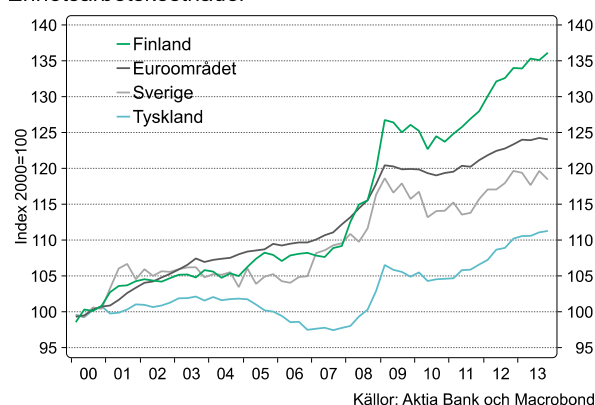
	2013 md €	2012	2013	2014e	2015e
BNP	193,4	-1,0	-1,4	-0,3	1,3
Privat konsumtion	109,4	0,3	-0,8	-0,8	0,3
Offentlig konsumtion	49,7	0,5	0,8	0,4	0,5
Investeringar	36,6	-0,8	-4,6	-4,2	2,1
Export	77,6	-0,2	0,3	0,2	3,4
Import	77,8	-0,7	-1,8	-1,3	1,8

Svagheten i den finska exporten är utbredd. Både varu- och serviceexporten har trampat på stället i tre års tid.

Till den svaga exporten har bidragit stängningar av anläggningar för elektronik- och pappersindustrin samt företagens dämpade investeringsaktivitet på Finlands huvudexportmarknader i Europa. Den finländska exporten består främst av investeringsvaror, och efterfrågan på dem har varit svag under recessionsåren.

Dessutom har i Finland verksamma företags kostnadskonkurrenskraft i förhållande till konkurrentländer försvagats kraftigt efter 2007. Lönerna har stigit snabbare i Finland än i många andra länder. Fallet i kostnadskonkurrenskraften har förutom på högre löner berott på en svagare utveckling i produktiviteten.

Enhetsarbetskostnader



Den svaga exportutvecklingen visas i företagens dämpade investeringar. Industriproduktionen var under första kvartalet 22 % mindre än i början av 2008. Kapacitetsutnyttjandegraden i industrin är dock inte ovanligt låg, vilket tyder på att den finska

industrin har genomgått en stor omstrukturering, och produktionskapaciteten har minskat avsevärt under de senaste åren.

Med tanke på den ekonomiska tillväxten de närmaste åren innebär den tämligen ringa underutnyttjade produktionskapaciteten att företagens ökade efterfrågan kommer att leda till investeringsbehov.

På hemmamarknaden har både bostadsbyggande och annat byggande minskat de senaste åren. Svagheten i bostadsbyggandet återspeglar försvagningen i hushållens inkomstutveckling och inkomstutsikter. Byggandet av lokaliteter bromsas av företagens dämpade tillväxtutsikter och investeringsaktivitet.

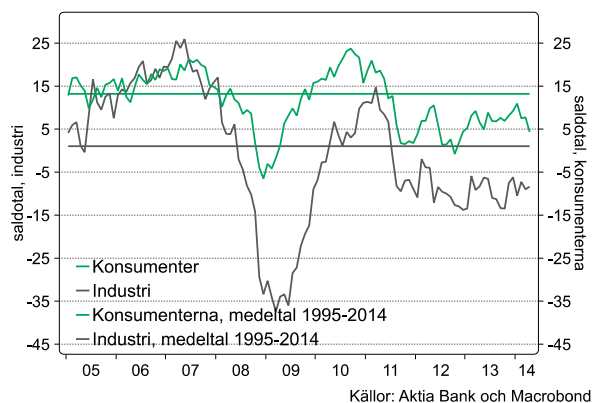
Hushållens konsumtion har minskats av att köpkraften varit svag redan länge. Hushållens totala realinkomster har senast vuxit 2010, i fjol och i år har köpkraften minskat. Försvagad sysselsättning och låga löneförhöjningar har bromsat uppgången i löneinkomster. Åtstramningen av den indirekta beskattningen har hållit inflationen jämförelsevis snabb och minskat hushållens köpkraft.

Förbättring i sikte

Signalen från indikatorer som visar förtroendet för ekonomin pekar åt två håll. Hushållens förtroende för både den finska ekonomin och den egna ekonomin vände mot det sämre under våren.

Företagens konjunkturutsikter har enligt Näringslivets centralförbunds konjunkturbarometer däremot förbättrats något inom industrin och byggbranschen. Någon betydande positiv vändning förväntas dock inte äga rum inom de närmaste månaderna hos företagen heller.

Konsumenternas och industrins förtroende i Finland



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Ökad tillväxt i världshandeln och i synnerhet starkare investeringsefterfrågan i Europa stöder den finska exporten. I euroområdet förväntas investeringarna i år växa första gången efter 2011.

Också tillväxten i de för den finska exporten viktiga länder Sverige och England förutspås öka klart. Den svaga ekonomin i Ryssland kastar däremot en skugga över de finska exportutsikterna. Rysslands andel av den finska exporten är ca 10 %. Den prognostiserade minskningen i den ryska BNP:n och importen skär i år 0,5–1 procentenheter av Finlands totala exporttillväxt.

Den finska exporten förutspås ta fart så småningom men först från och med slutet av detta år. 2015 kommer den finska exporten att öka med nästan 3 ½ %, vilket fortfarande är långsammare än tillväxten i världshandeln som stiger till över 5 %. Detta innebär att Finland fortsätter att förlora marknadsandelar.

Företagens investeringar reduceras i år liksom i fjol. Exporten måste återhämta sig för att investeringar ska kunna öka i större skala.

Företagens lönsamhet har försvagats de senaste åren. Investeringarna börjar öka så småningom först under 2015 då produktionstillväxten minskar mängden lediga produktionsresurser och ökad omsättning förbättrar företagets lönsamhet mot en normal nivå. Den dämpade investeringsaktiviteten syns också i företagsfinansieringen. Efterfrågan på företagskrediter har varit mycket dämpad trots de låga räntorna.

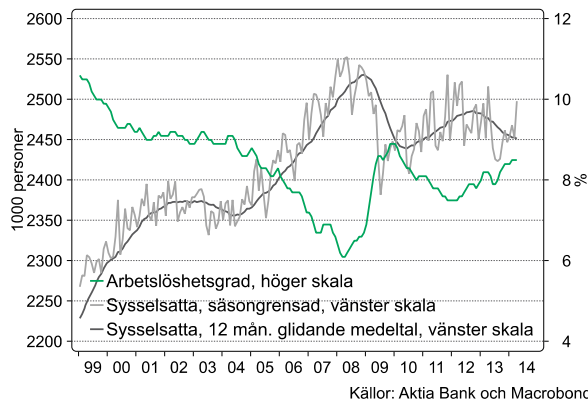
Hushållens inkomstutveckling är svag i år, och köpkraften kommer inte att växa nästa år heller. Skattehöjningarna upprätthåller inflationen, och löneökningarna blir obetydliga i enlighet med höstens löneavtal. Sysselsättningen förbättras långsamt. En stegvis förbättring i de ekonomiska utsikterna möjliggör dock en liten ökning i konsumtionen nästa år. Botten för byggandet passeras i år, och nästa år kommer bostadsbyggandet redan att växa litet.

Sysselsättningsutvecklingen har varit svag de senaste åren. För närvarande är antalet sysselsatta ca 40 000 färre än för två år sedan. Arbetslösheten har ökat och arbetslöshetsgraden stigit till 8,5 %.

Någon snabb vändning mot det bättre är inte att vänta på arbetsmarknaden. Sysselsättningen minskar i en flatare kurva mot slutet av året. En försiktig vändning mot det bättre kommer först klart på nästa

års sida. Arbetslösheten slutar dock öka. 2015 sjunker arbetslöshetsgraden delvis av demografiska orsaker. Flera personer går i pension än unga tillträder arbetsmarknaden.

Arbetslöshetsgraden och antalet sysselsatta i Finland



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Övriga centrala prognossiffror

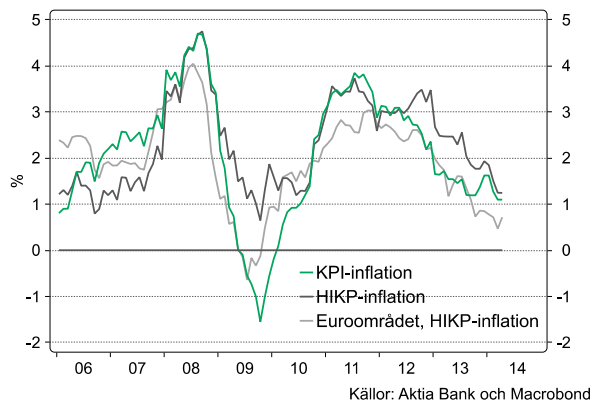
	2012	2013	2014e	2015e
Inflation (KPI), %	2,8	1,5	1,3	1,6
Förtjänstnivå, %-förändring	3,2	2,0	1,2	1,2
Arbetslöshetsgrad, %	7,7	8,2	8,6	8,5
Bytesbalans, % av BNP	-1,4	-0,8	-0,4	0,0
Offentliga samfunds				
nettokreditgivning, md €	-4,3	-4,6	-5,5	-3,6
nettokreditgivning, av BNP	-2,2	-2,4	-2,8	-1,8
bruttoskuld, md €	103,2	110,2	119,9	127,5
bruttoskuld, av BNP	53,6	56,9	61,1	63,3
Statligt och kommunalt				
nettokreditgivning, md €	-9,5	-8,7	-9,4	-7,9
nettokreditgivning, av BNP	-4,9	-4,5	-4,8	-3,9

I fjol visade bytesbalansen 1,6 md euro underskott. Underskottet krympte trots att exporten var svag eftersom den inhemska efterfrågan har minskat och råoljepriset hållits stabilt. I det stora hela skuldsätter sig Finland till utlandet, men ett så litet underskott medför ingen omedelbar risk för finansieringsproblem.

Moderat prisutveckling

Inflationen har varit snabbare i Finland än i euroområdet i snitt i flera års tid redan. Inflationen bromsas av återhållsamma löneökningar och det svaga konjunkturläget, som inte låter företagens prissättningskraft öka. Både i år och nästa år höjs inflationen dock fortsatt av att de indirekta skatterna stiger. Konsumentpriserna uppgår i år till 1,3 % och 2015 till 1,6 %.

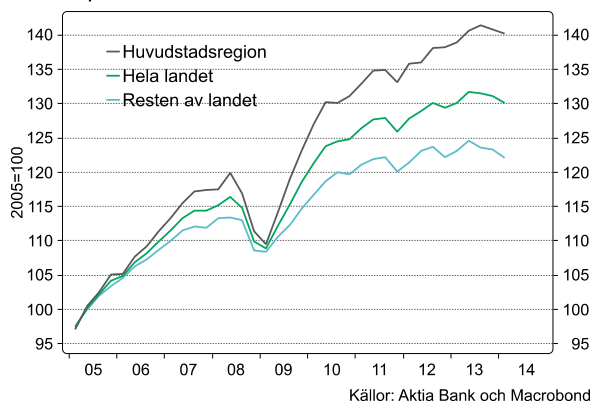
Inflationen i Finland och i euroområdet, %



Källor: Aktia Bank och Macrobond

De osäkra ekonomiska utsikterna kylde ned bostadsmarknaden redan i fjol. Antalet affärer blev över 10 % lägre än året innan, och prisuppgången var bara ca 1,5 % liksom året innan. I huvudstadsregionen var prisuppgången litet snabbare än i resten av landet i snitt. Pristrenderna har emellertid utvecklats i samma riktning. Under senare hälften av fjolåret vände priserna nedåt i hela landet.

Bostadspriser i Finland



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Den dämpade utvecklingen har fortsatt i år. Den allmänt svaga ekonomiska utvecklingen och svackan i förtroendet för ekonomin minskar efterfrågan på bostäder. Något färre nya bolån lyftes under det första kvartalet i år jämfört med i fjol, och ökningen i bolånestocken har minskat till 2 %.

De rekordlåga referensräntorna och de något minskade bolånemarginalerna håller dock finansieringskostnaderna ovanligt låga. Utöver de låga räntorna minskar den allt mindre nybyggnaden bostadsutbudet och stöder bostadspriserna.

Bostadspriserna förutspås sjunka något i år, ca 1–3 % i genomsnitt. Nästa år förväntas de ekonomiska utsikterna förbättras så småningom och

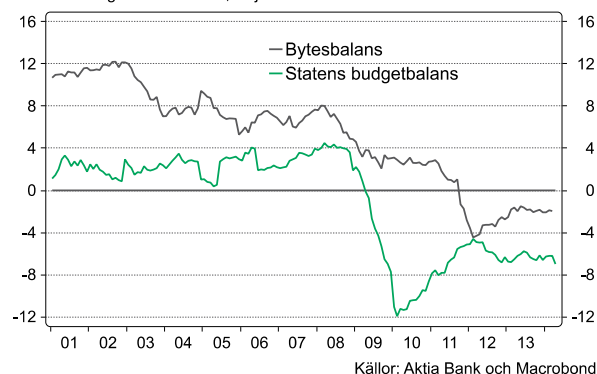
bostadspriserna hålla sig på samma nivå som i år. Också de fortsatt låga euriborräntorna stöder utvecklingen på bostadsmarknaden.

Fortsatt djupt underskott i den offentliga ekonomin

Den offentliga ekonomin har visat ett stort underskott de senaste åren. Tillväxten har varit svagare än väntat, och det har upprätthållit det stora underskottet trots tämligen omfattande anpassning av den offentliga ekonomin. I fjol var det statliga underskottet 7,2 md euro och kommunernas sammanräknade underskott 1,5 md euro.

Bytesbalansen och statens budgetbalans

12 månaders glidande summa, miljarder euro



I fjol utgjorde de statliga och kommunala underskotten totalt 4,5 % av BNP, vilket beskriver den finländska offentliga ekonomins läge mera rättvisande än den offentliga ekonomins officiella underskott som minskas av arbetspensionsbolagens stora överskott. Statens och kommunernas underskott tyder på ett behov att ta mera lån, överskottet i arbetspensionssystemet används inte för den övriga offentliga ekonomins finansieringsbehov.

I år kommer underskottet i den offentliga ekonomin att växa trots anpassningsåtgärder eftersom BNP-tillväxten sjunker under noll. Nästa år minskar emellertid underskottet tack vare anpassningen. Det offentliga underskottet utgör dock fortfarande 2 % av BNP. De statliga och kommunala underskotten uppgår till ca 4 % av BNP eller ca 8 md euro.

Statens och kommunernas stora underskott har lett till att den offentliga skuldsättningen ökat snabbt de senaste åren. Den offentliga skulden var i fjol 56,9 % av BNP. Skuldsättningen kommer att fortsätta de

närmaste åren. 2015 kommer den offentliga skulden att stiga till 63 %.

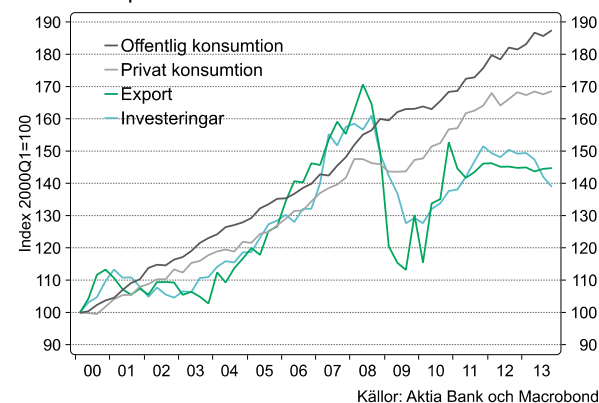
Den offentliga ekonomin måste dimensioneras på nytt

Oroväckande i dessa utsikter är att man inte har säkerställt hållbarheten inom den offentliga sektorn. En hållbar, enligt ekonomins bärkraft dimensionerad offentlig ekonomi är en viktig del av företags och företagens stabila verksamhetsmiljö.

Finansministeriets egna uppskattningar, som baserar sig på en tämligen bra tillväxt de närmaste åren, visar att hållbarhetsunderskottet fortfarande är 3 % av BNP, dvs ca 6 md euro. Det gäller alltså ett omedelbart behov av extra anpassning utöver de redan överenskomna åtgärderna för att stabilisera den offentliga skulden på lång sikt till ca 60 % av BNP.

Problemen inom den finländska ekonomin är till största delen strukturella, varför bättre konjunkturer i världsekonomin inte kommer att hjälpa Finland till en snabb uppgång som samtidigt skulle återföra balansen i den offentliga ekonomin.

BNP:s komponenter i Finland



BNP i Finland har fallit långt från den trend den följde före krisen. Också enligt försiktiga uppskattningar är gapet minst 15 %. Det motsvarar 30 miljarder euro.

Ett så stort fall i skattebasen innebär att det samlats in ca 13 miljarder euro mindre skatter och avgifter av skattekaraktär. De offentliga utgifterna har däremot fortsatt att öka.

Regeringen har reagerat på att produktionen avtagit permanent och det strukturella finansieringsproblemet detta förorsakat i den offentliga ekonomin genom att strama åt beskattningen, bromsa ökningen i utgifter

och genom att skuldsätta sig med fart. Regeringen har eftersträvat en jämn fördelning mellan skatthöjningar och utgiftsnedskärningar.

Skatthöjningarna utgör en allt större del av anpassningsåtgärderna då arbetspensionsavgifterna har stigit och statens utgiftsnedskärningar har inriktats på kommunernas statsbidrag. Kommunerna har reagerat genom att höja kommunalskatterna.

Det mest problematiska i regeringspolitiken med tanke på tillväxtförutsättningarna har varit att beskattningen stramats åt så mycket. Då svaret på bestående produktionsfall är skatthöjningar är det fråga om att medvetet öka BNP-andelen i den offentliga ekonomin.

När den nuvarande regeringen tillträdde 2011 var skattegraden 43,4 %. Redan då hade Finland enligt OECD:s statistik de femte högsta skatterna i världen.

Skattegraden i Finland stiger nästa år till 46 %. Så här höga siffror har man bara sett efter depressionen på 1990-talet. Då var det uppsvinget i elektronikindustrin som lyfte Finland från depressionen. Den ovanligt starka uppsvingsperioden gjorde det senare möjligt att lätta beskattningen. I och med de senaste årens skatthöjningar var den finska skattesatsen till och högre än den svenska.

Finland befinner sig i en svår strukturpolitisk kris. För att komma ut behövs det risktagning, nya idéer och ny produktion i den privata sektorn. I en sådan här situation passar en höjning av skattesatsen till rekordsiffror verkligen dåligt.

För att säkerställa en hållbar offentlig ekonomi i Finland är det avgörande att pensionsreformen som arbetsmarknadsorganisationerna förbereder förlänger arbetskarriärerna tillräckligt mycket och att social- och hälsovårdsreformen åstadkommer miljardbesparingar i offentligt finansierade tjänster. Lyckas dessa reformer avhjälpas en stor del av hållbarhetsgapet.

Effekterna av de båda projekten kan dock bedömas först om flera år. Nästa regering ärver dock den rekordstrama beskattningen och ett underskott på ca 8 miljarder euro i den statliga och kommunala ekonomin.

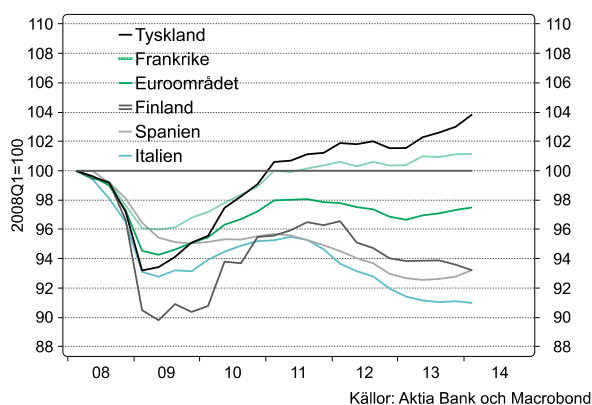
Det vore en stor risk att låta den offentliga ekonomin skuldsätta sig ytterligare i nuvarande takt. Därför ska

de offentliga utgifterna reduceras beslutsamt under de närmaste åren. Den offentliga ekonomin ska dimensioneras enligt den privata sektorns försvagade bärkraft.

Euroområdet: Förbättrade tillväxtutsikter

Ekonomi i euroområdet har växt utan avbrott i ett års tid redan. Vägen från skuldkrisens avgrunder mot en ny uppgång är dock lång. Under det första kvartalet förblev tillväxten långsammare än väntat.

BNP i olika euroländer



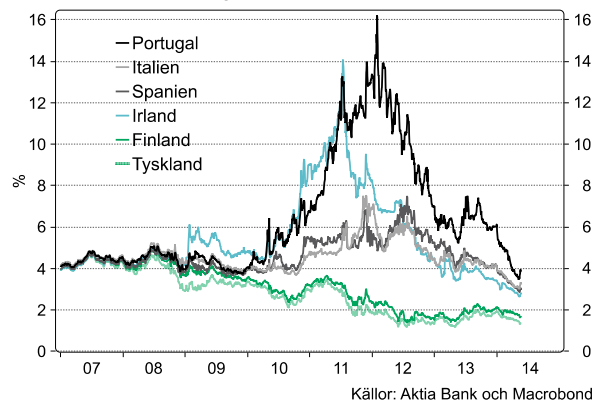
Tillväxten har fått stöd av återhämtningen i den internationella handeln, och nyligen har även hushållens förtroende och ökningen i konsumtionsutgifterna förstärkts. Också den stabilare sysselsättningen och den långsamma inflationen har ökat hushållens köpkraft.

Även de lätta penningförhållandena har stött återhämtningen i euroområdet. ECB:s penningpolitik har varit exceptionellt kraftigt tillväxtstödande. Euriborräntorna har hållits ovanligt låga, och hushållens och företagens finansieringskostnader har med undantag av krisländerna varit låga.

Statsobligationsräntorna i länder med hög kreditvärdighet har varit låga och ränteskillnaderna mellan euroländerna har minskat ytterligare. De minskade ränteskillnaderna tyder på att läget i krisländerna stabiliserats och investerarnas förtroende ökat.

Irland lämnade EU:s och IMF:s stödprogram i slutet av förra året och Portugal gjorde samma sak helt nyligen. Båda länderna har lyckats finansiera sig på kapitalmarknaden. Kapitaliseringen av bankerna har förstärkt förtroendet för det spanska finansieringssystemets hållbarhet. Till och med i Grekland verkar ekonomin ha nått botten även om situationen fortfarande är skör.

Staternas 10-års obligationsräntor i olika euroländer

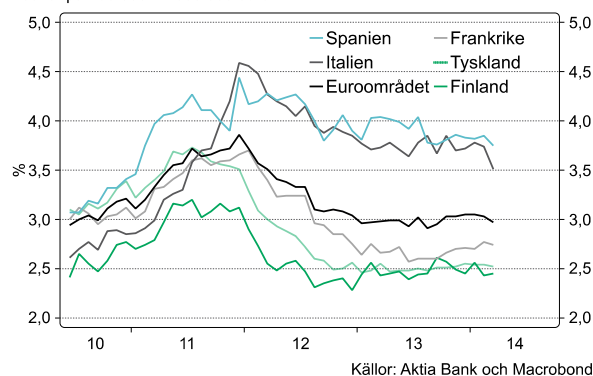


Aktieintäkterna var ovanligt stora i Europa 2013. Vid sidan av aktiemarknaden har också stigande bostadspriser bidragit till att öka hushållens förmögenhet och konsumtionsmöjligheter.

Problemen inom företagsfinansieringen kastar dock en skugga över återhämtningen i euroområdets krisländer. Banklåneräntor speciellt för små och medelstora företag varierar stort i de olika euroländerna. Ränteskillnader på 2-3 procentenheter mellan länder med de högsta och de lägre låneräntorna visar att den gemensamma penningpolitiken fortfarande inte förmedlas till de enskilda räntorna företagen och hushållen tampas med.

Räntan på nya företagskrediter i vissa euroländer

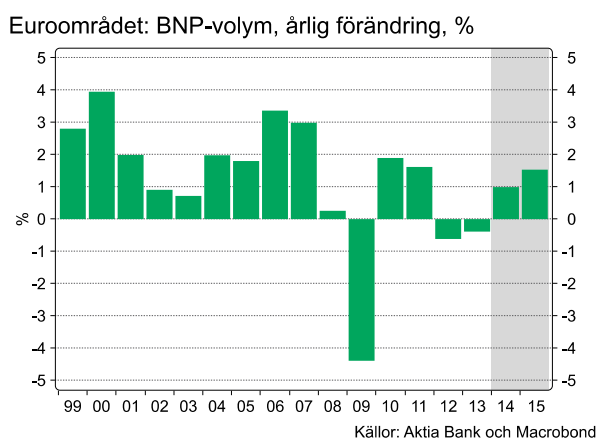
Krediter på 250 000 - 1 000 000 euron



En förutsättning för att euroområdet ska kunna komma upp på tillväxtspåret är att oron över banksystemens kapitaltäckning försvinner. Den för närvarande pågående översynen av tillgångarnas kvalitet (Asset Quality Review, AQR) i de största europeiska bankerna och de stresstester som utförs senare i år är viktiga led i den helhet som behövs för att förstärka förtroendet för euroområdets finansieringssystem.

Anpassningen av den offentliga ekonomin har i många länder bromsat tillväxten avsevärt under de senaste åren. I år blir anpassningsåtgärderna ringa vilket för sin del stöder den ekonomiska tillväxten på kort sikt.

Ekonomi i euroområdet kommer i år att stiga efter två negativa år. Hushållens konsumtion och företagens investeringar vänder uppåt och exporten ökar i takt med världshandeln. Ekonomi förutspås växa med 1,0 % i år och nå 1,5 % 2015.



Tyskland har återvänt som lokomotiv för euroområdet. Exporten håller på att ta fart och i synnerhet den inhemska efterfrågan växer kraftigt i år. Den allt bättre sysselsättningen och den låga räntenivån stöder uppgången i hushållens konsumtion och bostadsbyggandet. Företagens investeringar i maskiner och anläggningar ökar i och med att den fria produktionskapaciteten minskar, efterfrågan är stark och finansieringsförhållandena lätta. Den tyska offentliga ekonomin vilar på en stadig grund. Den uppvisar strukturellt överskott och ett snabbt sjunkande skuldförhållande.

I Frankrike har den ekonomiska tillväxten varit trög den senaste tiden, arbetslöshetsgraden är hög och anpassningen av den offentliga ekonomin har visat sig vara en svår nöt för regeringen. Den nya premiärministerns uppgift är att driva igenom ett utgiftsnedskärningspaket och minska underskottet i den offentliga ekonomin närmare 3-procentsgränsen i förhållande till BNP. Man vill sätta fart på den franska ekonomin genom en tyngdpunktsförändring som sänker skatterna på företagens arbetskraftskostnader. När de indirekta arbetskraftskostnaderna sjunker ökar företagens lönsamhet och därigenom förmåga att

investera och sysselsätta. Hushållens konsumtion förstärks dock långsamt.

Den spanska ekonomin har stabiliserats under det senaste året. Efter kapitaliseringen i fjol ligger banksystemet på stadigare grund och finansieringskostnaderna för företag och hushåll har minskat. Kostnadskonkurrenskraften har ökat tack vare dämpad löneutveckling och exporten har växt med fart. Exportökningen kommer att höja företagens investeringar i år. Ökad sysselsättning stöder den privata konsumtionen medan bostadsbyggandet fortfarande minskar. Underskottet i den offentliga ekonomin har krympt men det är fortfarande stort. Arbetslösheten har förblivit mycket hög och någon snabb förändring finns inte i sikte.

I Italien har den ekonomiska tillväxten redan länge varit trög, och de strukturella problemen är stora. På exportmarknaden konkurrerar italienska företag i bl.a. textil- och läderprodukter med de östeuropeiska länderna. I dessa produkter har Italien ett uppenbart problem med kostnadskonkurrenskraften. Uppsvinget i den internationella ekonomin ökar dock exporten så småningom och företagens investeringar förväntas stiga efter flera svaga år. Sysselsättningsläget kommer emellertid knappt att förbättras och hushållens konsumtion förblir dämpad. Problemen med jämvikten i den offentliga ekonomin är mindre i Italien än i många andra länder men landets offentliga skuld är bland de högsta i världen.

För låg inflation dämpar tillväxten

Inflationen i euroområdet har sjunkit till en årstakt på under 1 %. Den för tillfället låga inflationen förklaras av den avmattade tillväxten och de dämpade pris- och lönetrycken som den medför. I bakgrunden till den långsamma inflationen ligger också billigare energipriser, speciellt råolja, och den starkare euron. Euron har stärkts med ca 6–7 % mot den amerikanska dollarn under det senaste året.

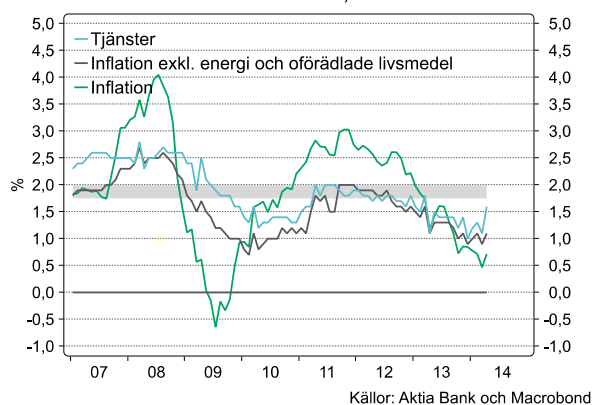
Under våren har också tillfälliga faktorer, bl.a. att påsken inföll i april och inte i mars som i fjol, sänkt inflationssiffrorna momentant.

I krisländerna har inflationen sjunkit kraftigt, men det är en del av en nödvändig anpassning av kostnadsnivån. För att återupprätta kostnadskonkurrenskraften förutsätts att lönerna stiger långsammare än i andra länder, vilket dämpar

prisuppgången och samtidigt förbättrar konkurrenskraften.

Inflationen i euroområdet förväntas ta fart så småningom då den ekonomiska tillväxten ökar och sysselsättningen förbättras. Då får arbetstagarna ett bättre förhandlingsläge på arbetsmarknaden, vilket möjliggör en stegvis uppgång i lönerna. Ökad efterfrågan tillåter dessutom större prissättningsmarginaler för företag. Inflationen blir dock bara 0,7 % i år för att också nästa år stanna på 1,2 %.

HIKP-Inflation inom euroområdet, %



Källor: Aktia Bank och Macrobond

På den senaste tiden har man reflekterat över möjligheten att euroområdet drivas in i deflation, dvs. en långvarig självnärande nedgång i priser och löner. Oron över att hela euroområdet hamnar i deflation är dock överdriven. En omfattande prisnedgång skulle förutsätta att också de nominella lönerna sjönk i stor utsträckning i euroområdet. Den utdragna period av dämpad inflation som nu finns i sikte är dock skadlig också med tanke på den ekonomiska tillväxten.

Låg inflation är å ena sidan en positiv sak, då också små löneökningar förbättrar köpkraften. Å andra sidan försvårar en allmänt låg inflation anpassningen av reallöner och relativa priser i allmänhet såväl mellan som inom de olika länderna. Svårigheten att anpassa relativa priser beror på att det i regel inte är möjligt att sänka speciellt nominella löner annat än i undantagsfall. Däremot är det lättare att acceptera att reallönerna sjunker i takt med att inflationen tar fart.

När inflationen i flera år är lägre än väntat stiger också skuldernas reella värde i förhållande till vad låntagarna antog då de tog lånet. Denna effekt försvårar ställningen hos både högt skuldsatta länder och låntagare inom den privata sektorn.

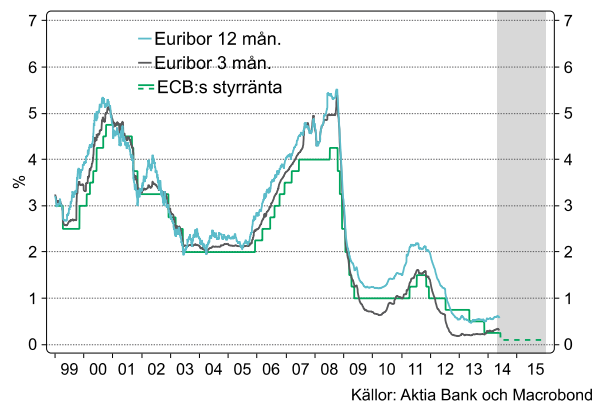
ECB sänker räntorna

ECB har i likhet med de övriga stora centralbankerna försökt genom förutseende kommunikation (forward guidance) hålla marknadens förväntningar på styrräntan låga. Politiken är avsedd att pressa de långa räntorna nedåt och hålla företagens och hushållens finansieringskostnader låga och penningförhållandena sådana att de stöder tillväxten. I detta har ECB lyckats bra.

Att den långsiktiga förväntade inflationen under de senaste 6 månaderna sjunkit klart under ECB:s prisstabilitetsmål är emellertid oroväckande. Enligt marknadens prissättning hålls inflationen under 1,5 % flera år framåt. Också ECB:s chefsdirektör har på senare tid i sina uttalanden poängterat att ECB-rådet som beslutar om räntorna är redo att agera för att hindra att den för låga inflationen fortsätter länge.

Vi räknar med att ECB sänker räntan på huvudsakliga refinansieringstransaktioner till 0,15 % och depositionsräntan till -0,10 % redan vid sitt räntemöte i juni. Det är motiverat att sänka styrräntorna eftersom inflationsförväntningen som härletts från marknadspriserna har sjunkit och inflationen inte ens enligt ECB:s egna prognoser närmar sig prisstabilitetsmålet på 2 % tillräckligt snabbt.

Korta räntor inom euroområdet



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Selektiva åtgärder för att stöda företagsfinansieringen speciellt i krisländerna blir sannolikt nästa penningpolitiska aktion. Något storskaligt program för att köpa statsobligationer är emellertid osannolikt. Det skulle förutsätta en större förändring i euroområdets inflationsutsikter.

En ny långsiktigare bankfinansieringsoperation som förutsätter att bankerna lånar ut pengar till smeföretag är en möjlig selektiv åtgärd om vilken det

beslutas vid mötet i juni. Ett program för köp av privata instrument med lånesäkerhet (ABS) finns högst sannolikt under beredning, men det kan lanseras först senare.

Marknaden för värdepapper med företagskrediter som säkerhet har minskat markant, och stimulering av denna marknad vore ett annat precisionsvapen för att stöda företagskreditgivningen i krisländerna. Projektet skulle dock kräva också andra investerare. Centralbanken är antagligen endast intresserad av biten med den minsta risken.

ECB:s första räntehöjningar ligger fortfarande långt fram i tiden. I dag diskuteras snarare frågan om huruvida ECB kommer att göra sin penningpolitik ännu lättare. Vi räknar med att ECB höjer sin styrränta första gången först i början av 2016. Serien av räntehöjningar kommer att fortsätta i sakta mak de följande åren.

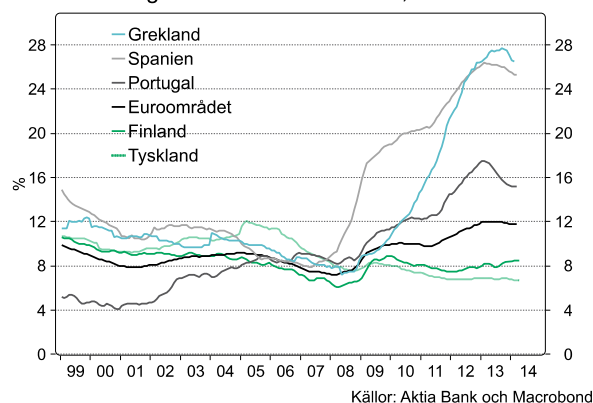
Efter återhämtningsskedet under de närmaste åren kommer den ekonomiska tillväxten i euroområdet att sakta av till nära 1 % för ett årtionde. Också den reala jämviktsräntan är lägre än tidigare liksom även den neutrala nivån för styrräntan. Före finanskrisen var ECB:s styrränta 3 % i genomsnitt. Till sin nya normalnivå på ca 2 ½ % kommer styrräntan att stiga först 2017–2018.

I länder med hög kreditvärdighet har de långa räntorna på nytt pressats nedåt på grund av den ökade globala oron över den ekonomiska situationen under början av året. Räntan på det tyska 10-åriga statslånet är under 1,4 % och motsvarande finsk ränta ca 1,7 %.

Ränteskillnaderna i euroområdet har fortsatt minskat. Anpassningen har framskridit i krisländerna och ränteskillnaden mot Tyskland har krympt. De italienska och spanska räntorna har sjunkit till under 3 %, den irländska ännu lägre. Irland och Portugal har finansierat sig på marknaden och lämnat sina anpassningsprogram. De minskade räntedifferenserna återspeglar också marknadens förväntningar på ECB:s massiva stödköp av värdepapper inom innevarande år. Det kan dock bli en besvikelse.

De långa räntorna följer en stigande trend men uppgången kommer att bli långsam. I slutet av innevarande år förutspås den tyska 10-åriga räntan ligga på 1,75 % och i slutet av 2015 på 2,25 %.

Arbetslöshetsgraden i olika euroländer, %



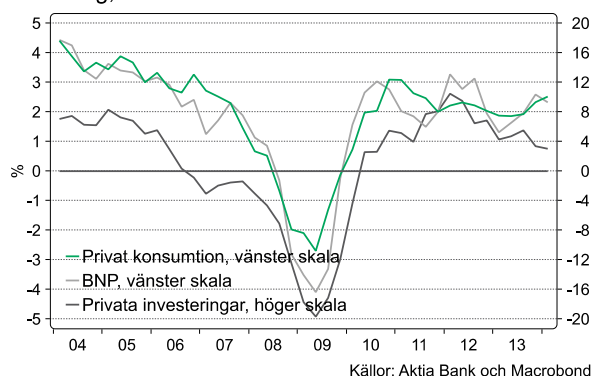
Källor: Aktia Bank och Macrobond

I det stora hela håller euroområdets ekonomi på att stabiliseras och tillväxtutsikterna är ljusare än tidigare. Skillnaderna mellan de olika ländernas ekonomiska utveckling är dock fortfarande stora, och hög arbetslöshet kastar en skugga över många länders situation. Också åtgärderna för att minska skuldsättningen kommer att bromsa tillväxten länge till.

USA: I främsta ledet på vägen mot återhämtning

Den ekonomiska tillväxten i USA har förstärkts med den privata sektorn som motor. Tillväxten i hushållens konsumtion och företagens investeringar ökade klart under slutet av förra året. Den snabba uppgången i bostadsbyggnationen däremot avbröts i slutet av förra året, då förväntningen på en stegvis normalisering av penningpolitiken förstärktes och de långa räntorna steg.

USA: BNP, privat konsumtion och investeringar, årlig förändring, %



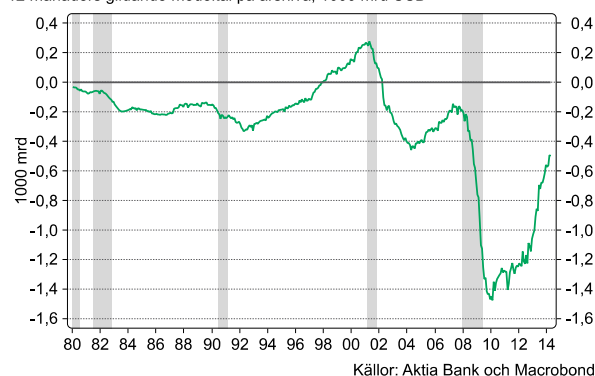
Den privata efterfrågan ökade trots stor politisk oro och betydande anpassningsåtgärder inom den offentliga ekonomin.

Budgetvisterna tillspetsades mot slutet av året och ledde bl.a. till att delar av den statliga verksamheten stängdes ner. Det politiska bakläset öppnades då kongressen nådde enighet om en höjning av skuldtaket som reglerar det nominella beloppet för förbundsstatens skuld och om årets budget. Förhandlingsresultatet sköt upp det akuta offentliga finansieringsproblemet till långt in på 2015. Minskad ekonomisk-politisk oro ökar förtroendet och bidrar till tillväxt inom den privata sektorn.

I år förstärks tillväxten också tack vare långsammare takt på anpassningsåtgärderna inom den offentliga ekonomin. Nedskärningen av offentliga utgifter och skatteförhöjningar dämpar den ekonomiska tillväxten ytterligare, men klart mindre än i fjol.

USA: Statens budgetunderskott

12 månaders glidande medeltal på årsnivå, 1000 mrd USD



Konsumtion och investeringar ökar stadigt

Under början av innevarande år har den amerikanska ekonomiska utvecklingen präglats av en exceptionellt hård vinter inom många områden. På grund av ovanliga väderleksförhållanden varierade indikatorerna för det ekonomiska läget kraftigt och oron för tillväxten ökade klart under början av det här året.

Under det första kvartalet var tillväxten enligt preliminära uppgifter avsevärt svagare än under slutet av fjolåret. BNP i USA växte i en årstakt på bara 0,1 % jämfört med föregående kvartal, då tillväxten under senare hälften av 2013 på årsbasis var nästan 3 1/2 % i snitt.

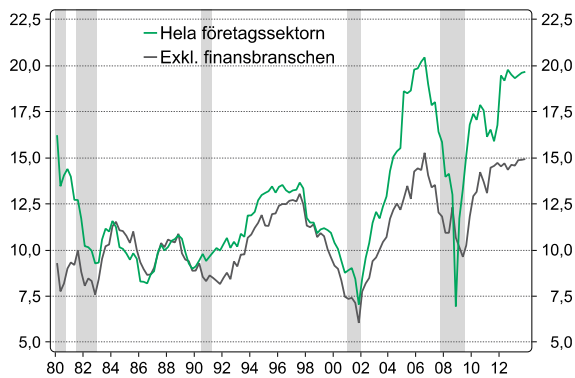
Efter vintermånaderna har hushållens konsumtionsutgifter ökat, industriproduktionen och exporten piggnat till och flera nya arbetsplatser har åter skapats under de senaste månaderna. Under det andra kvartalet kommer tillväxten att stiga klart till ca 4 % då det första kvartalets svaghet ger vika.

Hushållen har under de senaste åren minskat sina skulder, och den genomsnittliga skuldsättningsgraden har sjunkit till ca 90 % i förhållande till disponibla inkomster. Det här är redan lägre än i euroområdet där hushållens skuldförhållande är nästan 100 %. Hushållens balanser har förstärkts både på grund av högre bostadspriser och på grund av den starka utvecklingen i aktieintäkter. Dessutom höjer den ökande sysselsättningen hushållens inkomster och den måttliga inflationen stöder tillväxten i köpkraften.

Tillväxten i hushållens konsumtion fortsätter efter den tillfälliga svaga perioden under början av året.

Återhämtningen på bostadsmarknaden har mattats av, men efterfrågan på bostäder och bostadsbyggnation upprätthålls av hushållens starkare balanser och den uppdamda efterfrågan. Under finanskrisen har det byggts färre nya bostäder än tidigare, och många unga har fått skjuta upp flyttningen till egen bostad.

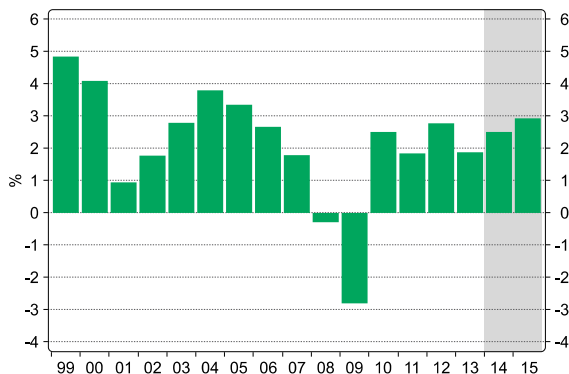
USA: Företagens vinstandel av förädlingsvärdet



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Företagens vinstandel har stigit nära rekordnivån. Företagens investeringar ligger på låg nivå och kapacitetsutnyttjandet har stigit nära det normala. Företagens investeringar förväntas i år öka klart snabbare än i fjol.

USA: BNP-volym, årlig förändring, %



Källor: Aktia Bank och Macrobond

I USA ökar tillväxten i år till 2,5 %. Ekonomin växer under resten av året i en takt på 3 %, men svagheten under det första kvartalet pressar den genomsnittliga årstillväxten under 3 %.

FED höjer räntan om ett år

I den amerikanska ekonomin finns fortfarande underutnyttjade produktionsresurser, vilket gör det möjligt för BNP att växa snabbare än trenden också 2015. Tillväxten förutspås lägga sig på 3 % även om

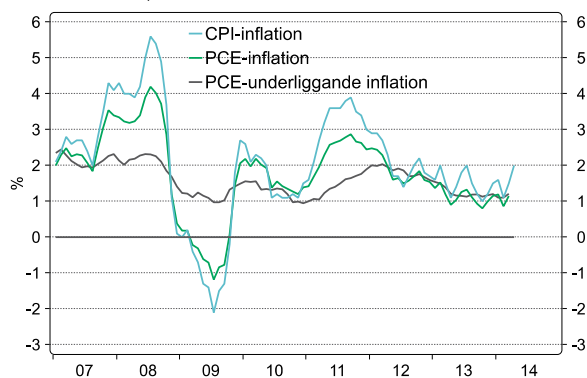
den stegvisa åtstramningen av penningpolitiken och den därmed förknippade ränteuppgången börjar dämpa tillväxten under 2015.

Den penningpolitiska stimulansen är exceptionellt kraftig i USA. Styrrentan ligger nära noll och det omfattande obligationsköpprogrammet höjer centralbankens balans ytterligare, och efterfrågan på värdepapper sänker deras räntor.

FEDs tredje obligationsköpprogram, de så kallade kvantitativa lättnaderna (quantitative easing, QE), kommer att avslutas successivt under årets lopp. Detta är väntat och nedtrappningen av programmet (tapering) förväntas inte leda till betydande marknadsstörningar.

Större oro förknippas med FEDs penningpolitik efter att köpprogrammet avslutats. FED har meddelat att det från avslutandet av köpprogrammet antagligen går en "betydande tid" till den första räntehöjningen.

USA: Inflation, %



Källor: Aktia Bank och Macrobond

PCE-inflationen har varit under FEDs mål på 2 % trots att arbetslöshetsgraden redan sjunkit från 10 till 6 ½ %. Det hur snabbt FED kan gå vidare i normaliseringen av penningpolitiken beror på hur indikatorerna som beskriver inflation och arbetsmarknader utvecklas.

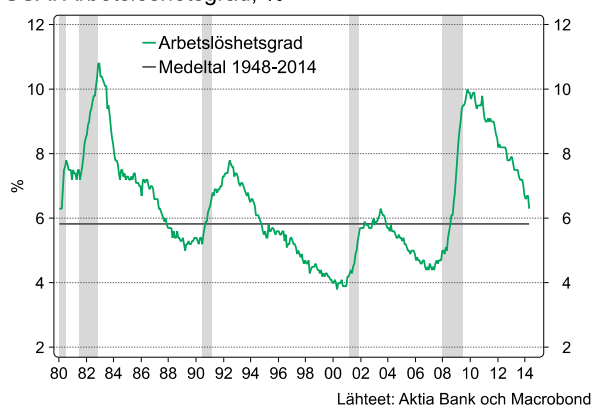
Arbetsmarknaden håller så småningom på att förbättras men situationen är fortfarande långt ifrån normal. Antalet sysselsatta har ökat stadigt och redan nått nivån före krisen. Arbetslöshetsgraden kan högst sannolikt ytterligare sjunka med minst en procentenhet innan lönetrycket börjar öka i betydande grad och ge fart åt inflationen. Detta kommer antagligen att ta ytterligare ungefär ett år.

I bakgrunden till en snabb nedgång i arbetslöshetsgraden ligger utöver god ekonomisk

utveckling även strukturella faktorer. När befolkningen åldras går folk i pension i stora skaror vilket förklarar en del av fallet i deltagandegraden på arbetsmarknaden.

En annan central faktor när det gäller sänkt arbetslöshet är att människor slutat söka jobb. Återhämtningen på arbetsmarknaden kommer att aktivera de arbetssökande så att mängden arbetskraft ökar, vilket bromsar nedgången i arbetslöshetsgraden i fortsättningen.

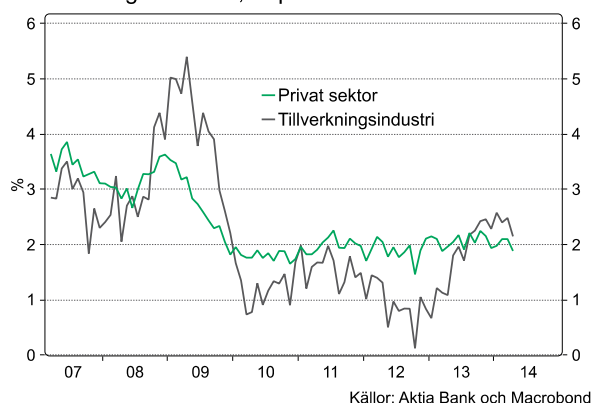
USA: Arbetslöshetsgrad, %



Vi uppskattar att FED höjer sin styrränta första gången i juni nästa år, och i slutet av 2015 kommer styrräntan att ligga på 1,00 %.

Utvecklingen på arbetsmarknaden förknippas dock med risken för en tidigare räntehöjning. En ovanligt stor del av de arbetslösa i USA har varit borta från arbetsmarknaden länge. Kortvarig arbetslöshet har redan minskat till genomsnittlig nivå. Det är möjligt att arbetsmarknaden stramas åt och lönetrycket ökar snabbare än prognostiserat trots att arbetslöshetsgraden fortfarande är högre än normalt.

USA: Ökning i timlöner, % per år



Även om de första räntehöjningarna sker redan nästa år är FED redo att genom sin penningpolitik stöda tillväxten exceptionellt länge. Penningpolitiken stöder tillväxten så länge styrräntan ligger under sin neutrala nivå. Det är dock inte helt okomplicerat att definiera neutral nivå. Medlemmarna i FEDs öppenmarknadskommitté (FOMC) har som sin personliga syn ansett den neutrala nivån ligga kring 4 %. Det är dock sannolikt att den neutrala räntenivån är lägre än så.

De långsiktiga tillväxtutsikterna för USA är måttligare än tidigare bl.a. på grund av minskad invandring och avmattad produktionstillväxt. En lägre tillväxttakt för potentiell produktion på 2–2 ½ % innebär också en lägre real jämviktsränta. Då är också den neutrala styrräntan åtminstone ½ procentenhet lägre än tidigare. Till sin nya jämviktsnivå på 3–3 ½ % stiger styrräntan först 2017.

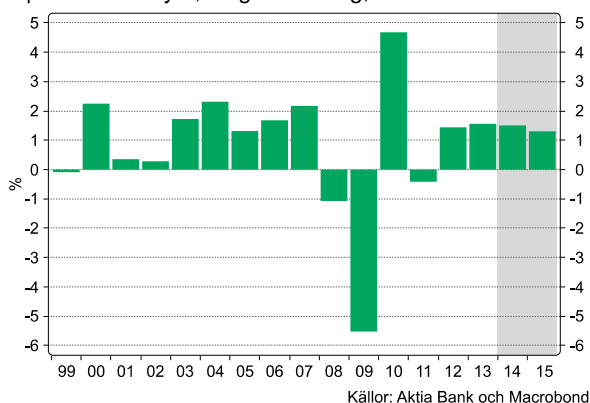
Japan: Omstrukturering behövs

I regeringens s.k. tre pilars stimulansprogram ingår stora penningpolitiska lättnader som i fjol försvagade yenen kraftigt mot de övriga huvudvalutorna och stödde uppgången på aktiemarknaden. Japans export växte trots den starkt försvagade valutakursen bara knappt 2 %.

Under årets första kvartal ökade ekonomin markant med 1,5 % från föregående kvartal. Den privata konsumtionen tog ett stort kliv då hushållen tidigare lade sina anskaffningar på grund av momshöjningen på 1 procentenhet i början av april. Konsumtionsökningen var väntad, men också företagens investeringar och exporten tilltog snabbt.

Under det andra kvartalet kommer hushållens konsumtion följaktligen att minska kraftigt och BNP-tillväxten bli negativ. En andra momshöjning ska genomföras under fjärde kvartalet 2015. Då stiger skatten med 2 procentenheter till 10 %.

Japan: BNP-volym, årlig förändring, %



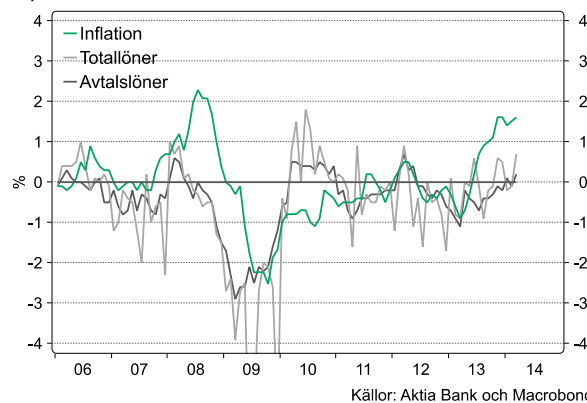
BNP-tillväxten förutspås i år bli 1,5 %, oförändrad från i fjol. På grund av skatthöjningen kommer ökningen i hushållens konsumtion att förbli liten, men exportökningen förstärks tack vare att yenen är så svag och den internationella handeln tar fart. Investeringarna ökar snabbare, till en del på grund av offentliga investeringar som ingår i stimulanspaketet.

2015 kommer tillväxten att sakta av något till 1,3 % då konsumtionsökningen på grund av skatthöjningar fortfarande är blygsam och den successiva anpassningen av den offentliga ekonomin minskar investeringarna.

Uppgången i inflationen har slutat under innevarande vår och den ligger på 1,5 %. Yenförsvagningens effekt

på inflationen minskar under året. Trots prisökningen har löneuppgångstakten knappt stigit över noll. Reallönerna har således sjunkit, vilket minskar konsumtionsefterfrågan.

Japan: Inflation och löner



Centralbankens inflationsmål är 2 %. I år ökar inflationen till över 2 % eftersom momshöjningen har höjt priserna. Åtgärdens effekt på inflationen är dock temporär.

Den japanska arbetsmarknaden håller på att stramas åt då arbetslösheten redan sjunkit till knappa 4 % och antalet sysselsatta ökar. Trots den bättre arbetsmarknadssituationen stiger lönerna fortsättningsvis för långsamt för att skapa ett på efterfrågan baserat pristryck i ekonomin.

Inflationen kommer således att mattas av på nytt 2015. Mycket sannolikt kommer centralbanken inte att öka den penningpolitiska stimulansen under det här året. Centralbanken kommer dock att fortsätta med sin starkt tillväxtstödande penningpolitik länge till.

Yenen förväntas försvagas måttligt mot US-dollar i år och nästa år, och kursen förväntas ligga på ca 105 i slutet av 2015.

Den penningpolitiska delen av regeringens stimulansprogram verkar ha fungerat åtminstone till en del. Utmaningarna med programmet har med de omedelbara anpassningsåtgärderna och de för tillväxten på längre sikt nödvändiga omstruktureringarna på arbetsmarknaden och i servicesektorn att göra. I hur stor utsträckning och när dessa åtgärder ska genomföras är fortfarande osäkert.

Kina: Balansering mellan tillväxt och finansieringsstabilitet

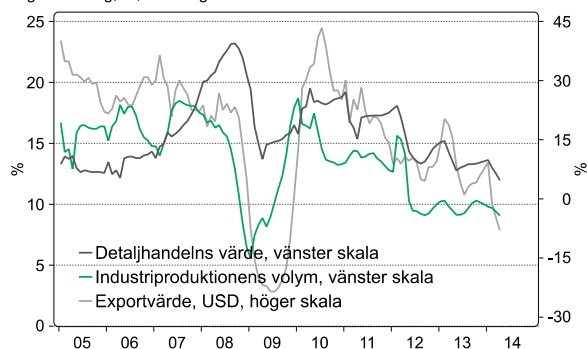
Den kinesiska ekonomiska tillväxten har mattats av under början av året. Under första kvartalet saktade BNP-tillväxten av till 7,4 %. Under det sista kvartalet i fjol växte ekonomin med 7,7 %.

Avmattningen beror på att både den inhemska efterfrågan och exporten är svaga. Uppgången i industriproduktionen har mattats av och speciellt byggandet bromsar kraftigt. Inom byggsektorn som växt snabbt är nedkylningen emellertid en positiv korrigerande mot en mera balanserad tillväxtstruktur, så länge produktionen inte rasar totalt.

Exportsiffrorna har under början av året visat en minskning från i fjol. Till en del är orsaken de snedvridna stora exportsiffrorna för jämförelseperioden. De officiella exportsiffrorna blåstes då upp av företagets överfakturering som var avsedd att bringa in kapital i landet och utnyttja yuanens stärkningstrend. I april var exportsiffrorna starkare än i början av året, och återhämtningen i den internationella handeln kommer att förstärka den kinesiska exporten under året.

Kina: Industriproduktion, detaljhandel och export

Årlig förändring, %, 3 mån. glidande medeltal



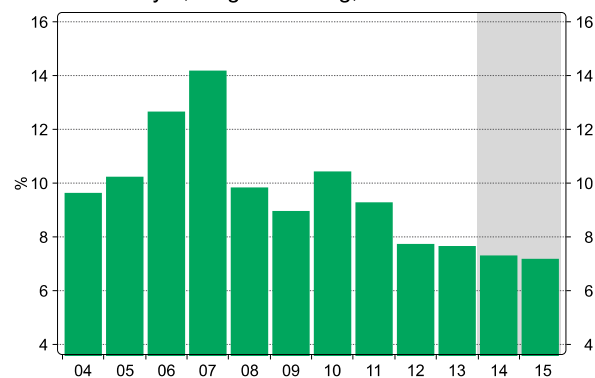
Källor: Aktia Bank och Macrobond

Den avmattade tillväxten inom detaljhandeln visar också att hushållens konsumtion inte längre växer lika snabbt. Inköpschefsindexens uppgifter om sysselsättningsutvecklingen har dock varit stabila. Den avmattade tillväxten har inte haft större inverkan på sysselsättningen, och hushållens inkomster har dessutom växt snabbt.

Officiellt eftersträvar Kinas regering en tillväxt på 7,5 % i år, vilket är bara litet lägre än fjolårets faktiska tillväxt på 7,7 %. På grund av den svaga början på året är det

sannolikt att regeringen låter tillväxten mattas av till något under målet.

Kina: BNP-volym, årlig förändring, %



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Sysselsättningen har en nyckelroll med tanke på landets stabilitet. Om sysselsättningsutvecklingen verkar försvagas kommer regeringen att vidta begränsade stimulansåtgärder. I Kinas fall är det inte fråga om att regeringen inte skulle ha råd att stimulera.

Ekonomin hotas av både finansbubblor på grund av snabb kreditväxt och okontrollerat ökande miljöförurening. En storskalig stimulans av ekonomin skulle åstadkomma önskad tillväxt på kort sikt. En kraftig extra stimulans skulle dock öka risken för finansbubblor och tillspetsa miljöproblemen. Därför kommer regeringen antagligen att nöja sig med något svagare ekonomisk tillväxt.

Nästa år växer världshandeln mera än i år, och tillväxten i den kinesiska ekonomin hålls på drygt 7 % utan regeringens stödåtgärder.

På kort sikt väcker avmattningen av den kinesiska ekonomiska tillväxten oro speciellt bland de övriga tillväxtekonomierna i Asien. Kina är utan tvekan det ekonomiska lokomotivet för Asien, och en avmattning av dess tillväxt återspeglas på alla andra asiatiska länder.

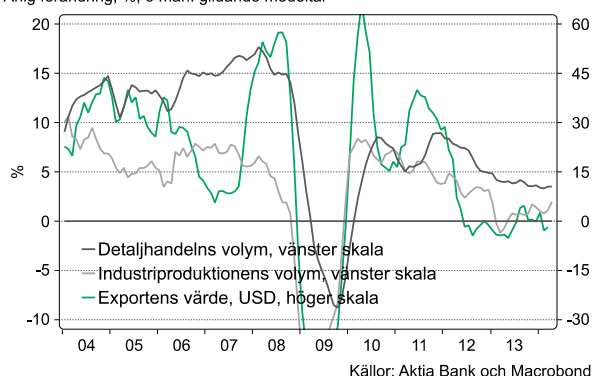
Avmattningen påverkar också den internationella råvarumarknaden. En stor del av ökningen i råoljefterfrågan kommer från Kina, och när den lugnar ner sig minskar trycket på världsmarknadspriset på olja att stiga. Stabilare kinesisk efterfrågan syns också i prisutvecklingen för de övriga råvarorna, såsom metaller.

Ryssland: Nycklarna till tillväxt är borta

Den ryska ekonomiska tillväxten försvagades kraftigt redan i fjol. Efter fallet som följde finanskrisen ökade den ryska ekonomin 2010–2012 i en takt på över 4 %. I fjol blev tillväxten 1,3 % då den inhemska efterfrågan försvagades. Hushållens konsumtion växte långsammare och investeringarna slutade växa.

Ryssland: Industriproduktion, detaljhandel och export

Årlig förändring, %, 3 mån. glidande medeltal



I och med att råoljepriset stabiliserats och tillväxten i oljeproduktionen stannat upp har ökningen i exportinkomsterna försvagats. Världsmarknadspriset på råolja förutspås peka nedåt de närmaste åren, varför utsikterna för Rysslands exportinkomster inte längre är bra.

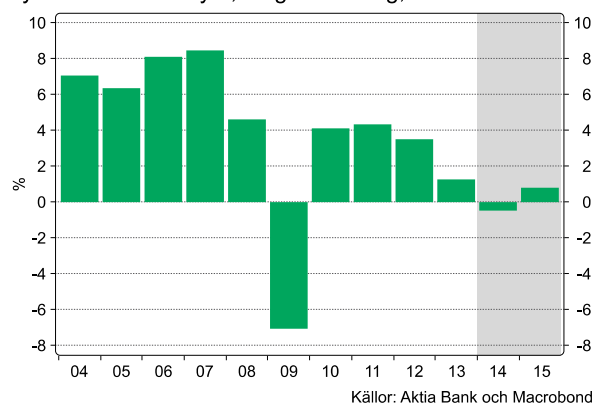
Den svagare tillväxten i exportinkomsterna har försvagat hushållens inkomstutveckling. Lönerna och pensionerna inom den offentliga sektorn stiger långsammare än tidigare. Hushållens konsumtionsmöjligheter begränsas dessutom av att inflationen tilltagit på grund den svagare rubeln.

Rubeln försvagades redan i fjol med ca 14 % mot euron. Tillspetsningen av krisen i Ukraina har lett till ett kraftigt kapitalflöde ut ur Ryssland. Under det första kvartalet exporterades kapital till ett värde på över 50 miljarder dollar, vilket motsvarar den totala kapitlexporten i fjol.

Rubeln har i år försvagats med ytterligare ca 4 % till mot euron. Någon snabb stärkning av rubelkursen finns inte i sikte. Den ryska centralbanken har försökt dämpa upp försvagningen genom att under början av året höja styrräntorna med 2 procentenheter.

I och med krisen i Ukraina har oron för den ryska ekonomin ökat och investeringarna kommer att minska avsevärt i år. Den ryska ekonomiska tillväxten blir under noll i år.

Ryssland: BNP-volym, årlig förändring, %



Balansen i den offentliga ekonomin blir trots krisen inte något problem i år eftersom skatter och avgifter för olje- och gasinkomsterna som samlas in i dollar växer i den inhemska valutan då rubeln försvagas.

På grund av krisen i Ukraina och dess följder, bl.a. eventuella nya ekonomiska sanktioner, är risken för en avsevärt svagare utveckling uppenbar. Om krisen inte tillspetsas på nytt minskar investeringarna inte längre nästa år och den ryska ekonomin växer dämpat i en takt på 1 %.

Den ryska ekonomin försvagades långt innan de politiska spänningarna ökade och före krisen i Ukraina. Problemen ligger djupt inne i de ekonomiska strukturerna. Ryssland är fortfarande beroende av energisektorn. Fortfarande kommer ca 80 % av exportinkomsterna från råolja, gas och andra råvaror.

Ryssland har inte klarat av att förnyas och skapa en ny industriell grund vid sidan av energisektorn. Landets investeringsgrad är i samma klass som i utvecklade industriländer. En modernisering av industrin och hela ekonomin skulle förutsätta klart snabbare investeringstakt. Några tecken på att investeringsaktiviteten skulle öka finns inte och den oberäknliga affärsmiljön lockar inte tillräckligt med utländska investeringar.