

# KURSÄNDRING I DEN OFFENTLIGA EKONOMIN

Juni 2015

EKONOMISK  
ÖVERSIKT



Bredare tillväxt i den  
internationella  
ekonomin

Euroområdet  
utsikter klarnar

ECB:s stimulans har  
stor effekt på  
marknaden

Uppgången i  
euroräntor  
fortfarande långt  
borta

Trög tillväxt i sikte för  
Finland

Regerings-  
programmet ändrar  
kursen för den  
offentliga ekonomin

# Aktia

## Innehåll

Sammandrag .....	1
Den internationella ekonomin: Bredare tillväxt.	3
Finland: Trög tillväxt i sikte.....	13

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

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



### Chefsekonom Anssi Rantala

Aktia Bank Abp

[anssi.rantala@aktia.fi](mailto:anssi.rantala@aktia.fi)

Tfn 010 247 6381

Den ekonomiska  
översikten baserar  
sig på information som  
var tillgänglig 27.5.2015.

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

FO-nummer 2181702-8

[www.aktia.fi](http://www.aktia.fi)

# Sammandrag

Ur marknadens synvinkel har de viktigaste händelserna de senaste månaderna förknippats med ECB:s nya stimulansåtgärder, Greklands politiska och ekonomiska utveckling, USA:s ekonomiska utveckling som varit svagare än väntat och fluktuationer i oljepriset.

Den världsekonomiska tillväxten förväntas i år hålla samma takt som de senaste åren. Nästa år prognostiseras den globala tillväxten öka och närma sig medeltillväxten på lång sikt. De utvecklade ekonomiernas andel av den globala tillväxten ökar ytterligare i och med att tillväxten tar fart speciellt i Europa.

Med hushållens konsumtion som drivkraft förutspås euroområdet i år nå en tillväxt på 1,5 %. 2016 förväntas tillväxten breddas till att omfatta också företagets investeringar. Den prognostiserade tillväxten på 1,8 % överstiger redan klart trendtillväxten i euroområdet.

BNP-tillväxt, %					
	andel*, %	2013	2014	2015e	2016e
<b>Världen</b>	<b>100,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>
Euroområdet	12,1	-0,5	0,9	1,5	1,8
USA	16,1	2,2	2,4	2,3	2,8
Japan	4,4	1,6	0,0	0,6	1,0
Kina	16,3	7,8	7,4	6,8	6,5
Ryssland	3,3	1,3	0,6	-4,0	-1,0
Utvecklade länder	43,1	1,4	1,8	2,0	2,3
Tillväxtekonomier	56,9	5,0	4,6	4,3	4,8

\*Köpkraftsparitetsvikter 2014, IMF WEO, april 2015.

Konsumentprisindexinflation, %				
	2013	2014	2015e	2016e
Euroområdet	1,4	0,4	0,2	1,4
USA	1,5	1,6	0,3	1,8
Japan	0,4	2,7	0,5	1,2

ECB-rådet beslutade i januari att inleda ett jättelikt program för att köpa värdepapper, där största delen av köpen hänförs till euroområdets statsobligationer. Vi räknar med att eurosyste­met fortsätter med sitt köpprogram minst till den tidigare angivna bakre gränsen, dvs. september 2016.

De första styrränthöjningarna blir aktuella tidigast 2017. Euriborräntorna kommer att stanna nära sin nuvarande nivå hela detta och nästa år.

Räntor och valutakurser				
	25.5.15	31.12.15	30.6.16	31.12.16
<b>Euroområdet</b>				
Styrränta	0,05	0,05	0,05	0,05
3 mån. euribor	-0,01	0,00	0,05	0,10
Tysk 10 års ränta	0,61	0,60	0,75	1,00
<b>USA</b>				
Styrränta	0,25	0,50	1,00	1,50
3 mån. libor	0,28	0,70	1,20	1,70
10 års ränta	2,23	2,40	2,60	2,75
<b>Japan</b>				
Styrränta	0,00	0,00	0,00	0,00
3 mån. tibor	0,17	0,20	0,20	0,20
10 års ränta	0,42	0,40	0,40	0,40
EUR/USD	1,097	1,05	1,02	1,00
EUR/YEN	133,4	133	133	130
USD/YEN	121,5	127	130	130

För den finska BNP:s del förutspås nolltillväxt 2015, då den inhemska efterfrågan är dämpad och problemen i Ryssland anstränger exportökningen. 2016 förutspås BNP i Finland stiga med 1,0 %, då tillväxtförutsättningarna för exporten förbättras och den inhemska efterfrågan stabiliseras.

Den finländska ekonomin: efterfrågan och utbud					
%­förändring från föregående år					
	2013 md €	2013	2014e	2015e	2016e
<b>BNP</b>	<b>202,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>
Privat konsumtion	111,2	-0,6	-0,2	0,0	0,6
Offentlig konsumtion	50,2	0,6	0,2	0,5	-0,5
Investeringar	42,7	-5,3	-5,1	-3,0	1,5
Export	77,6	-0,7	-0,4	0,5	3,0
Import	79,4	-1,6	-1,4	-0,4	1,6

Den försvagade eurokursen, oljeprisfallet och den ytterligare lätt­naden av euroområdets finansieringsförhållanden utgör de viktigaste tillväxtstöd­jande faktorerna för Finland i år. Återhämtningen av exporten överskuggas emellertid av den djupa recessionen i den ryska ekonomin.

Den successiva förstärkningen av exportmarknaden stöder nya investeringsprojekt, men investeringsaktiviteten kommer att förbli svagare i år än i fjol. Först 2016 finns det förutsättningar för ökade investeringar.

Svagheten på arbetsmarknaden kommer att fortsätta länge. Sysselsättningen minskar i år och arbetslösheten stiger till 9,4 %. Den prognostiserade långsamma ekonomiska tillväxten skapar inte tillräckligt många nya arbetsplatser, och den höga arbetslösheten kommer att fortsätta länge till.

Övriga centrala prognossiffror				
	2013	2014e	2015e	2016e
Inflation (KPI), %	1,5	1,0	0,1	1,2
Förtjänstnivå, %-förändring	2,0	1,4	1,0	0,8
Arbetslöshetsgrad, %	8,2	8,7	9,4	9,2
Bytesbalans, md €	-3,6	-3,8	-2,5	-2,0
Bytesbalans, % av BNP	-1,8	-1,9	-1,2	-1,0
<b>Offentliga samfunds</b>				
nettokreditgivning, md €	-5,1	-6,4	-6,8	-6,0
nettokreditgivning, av BNP	-2,5	-3,2	-3,3	-2,9
bruttoskuld, md €	112,7	121,1	128,8	135,6
bruttoskuld, av BNP	55,8	59,3	62,8	64,8
<b>Statligt och kommunalt</b>				
nettokreditgivning, md €	-8,9	-9,3	-8,7	-8,3
nettokreditgivning, av BNP	-4,4	-4,6	-4,3	-4,0

Den offentliga ekonomin uppvisar fortsatt ett djupt underskott. Statens och kommunernas hopräknade underskott steg i fjol till 9,3 miljarder euro.

I denna prognos antas att ca 800 miljoner euro av den nya regeringens tilläggsanpassningsåtgärder avser 2016. Utgiftsnedskärningar gör för ca 1,4 miljarder euro. I nettobelopp bedöms anpassningen uppgå till bara ca 800 miljoner euro, eftersom de överenskomna tillväxtingsåtgärderna delvis infaller redan nästa år. De statliga och kommunala underskotten förutspås dock fortfarande uppgå till drygt 8 miljarder euro 2016. 2016 kommer den offentliga skulden att stiga till ca 65 % av BNP.

Den övergripande målsättningen för regeringens spar- och strukturreformprogram är att stärka den offentliga ekonomin i Finland med sammanlagt 10 miljarder euro före 2030.

Storleksklassen är riktig. Om programmet realiseras försvinner hållbarhetsgapet i den finska offentliga ekonomin. Ur tillväxtens och sysselsättningens synvinkel är det ytterst viktigt att regeringen eftersträvar en klar kursändring i den offentliga ekonomin. Regeringsprogrammets linjedragning att stoppa uppgången i skattesatsen också mycket viktig.

Framtunga beslut om omfattande anpassningsåtgärder skapar ett förtroende för skötseln av den finska offentliga ekonomin såväl i hemlandet som bland internationella investerare.

Tajmningen av anpassningsåtgärderna är också framtung. Av utgiftsnedskärningarna gäller 2,5 miljarder euro åren 2016–2017 och 1,5 miljarder euro åren 2018–2019. Den snabba tidtabellen är motiverad. Finland befinner sig inte i någon konjunktursvacka, och genom sölande vinner man ingenting. De

framtunga anpassningsåtgärdernas skadliga effekter på tillväxten mjukas dessutom upp med hjälp av nya tillväxtingsåtgärder inom de närmaste åren.

En långsammare ekonomisk tillväxt är det pris som man i varje fall måste betala för anpassningsåtgärderna. Stora utmaningar på längre sikt motiverar varför åtgärderna är nödvändiga: Trycket på utgifter på grund av befolkningens åldrande ökar betydligt genast under de första åren nästa årtionde.

## Den internationella ekonomin: Bredare tillväxt

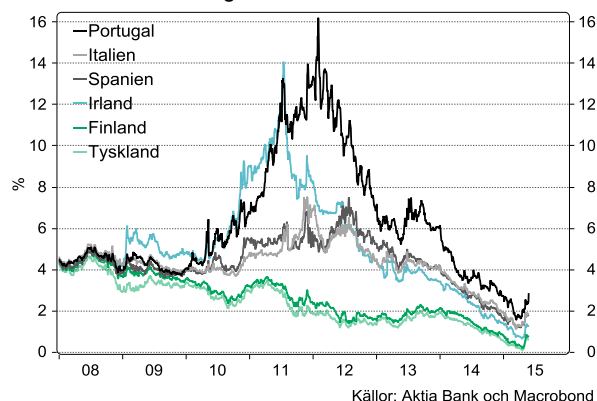
### ECB:s aktioner ger stora marknadseffekter

Ur marknadens synvinkel har de viktigaste händelserna de senaste månaderna förknippats med ECB:s nya stimulansåtgärder, Greklands politiska och ekonomiska utveckling, USA:s ekonomiska utveckling som varit svagare än väntat och fluktuationer i oljepriset.

Europeiska centralbankens massiva obligationsköpprogram har varit det centrala temat på finansmarknaden under början av året. Dess effekter syns såväl på obligations- och aktiemarknaden som på valutamarknaden.

Statsobligationsräntorna sjönk i euroområdet redan före beslutet i januari då marknadens förväntningar på ECB:s nya köpprogram ökade. Efter att köpen inlett pressades de tryggaste ländernas räntor allt lägre ner i mars–april. I länder med lägre rating stannade räntenedgången upp då situationen i Grekland tillspetsades, vilket ökade räntedifferensen mot tyska statsobligationer.

Staternas 10-års obligationsräntor i olika euroländer

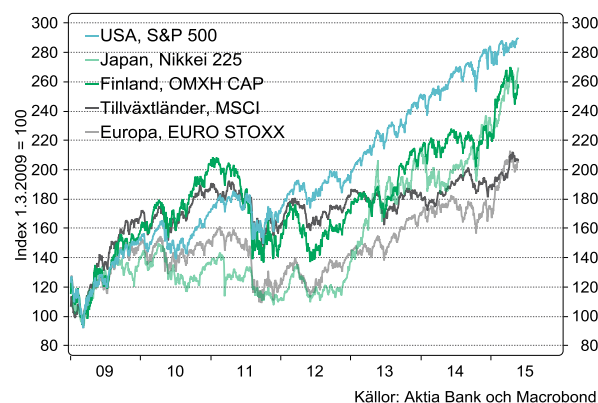


Aktieindexen steg kraftigt i Europa under det första kvartalet. Det omfattande Eurostoxx-indexet låg i slutet av mars 18 % högre än i början av året. Samtidigt försvagades euron kraftigt i förhållande till handelspartnerländerna. Mot US-dollar var euron i slutet av mars 22 % svagare än för ett år sedan.

ECB-programmets marknadseffekter har varit stora, och de har uppstått till och med överraskande snabbt. Ökad efterfrågan på statsobligationsmarknaden

pressade lågriskräntor nedåt och uppmuntrade placerare att övergå till tillgångslag med högre avkastning och risk. Som en följd minskade risktilläggen och aktiekurserna steg under årets första månader.

Börskursindex



Euroförsvagningen är en viktig del av köpprogrammets påverkanskanal. De allt lägre räntorna i euroområdet har lockat placerare att gå över till andra valutor. Den försvagade valutastöder exportföretagens konkurrenskraft och förbättrar internationella företags resultat i euro. Euroförsvagningen höjer också inflationsförväntningarna i och med att importpriserna stiger. Högre inflationsförväntningar sänker i sin tur förväntade realräntor och lättar för sin del finansieringsförhållandena i euroområdet.

Återhämtningen i Europa har emellertid överskuggats av oron för den politiska och ekonomiska utvecklingen i Grekland. Förhandlingarna mellan den grekiska regeringen och fordringsägarna under våren om de sista betalningarna i det andra stödprogrammet har inte framskridit enligt förväntan. Marknaden har spekulerat om att Grekland hamnar i insolvens och också Greklands utträde ur euron har varit på tapeten i större grad än tidigare.

Hur det är ställt med den grekiska statskassan har utomstående observatörer ingen klar bild av. Nästan hela kapitalet för IMF-lånet som förföll i början av maj betalades från Greklands IMF-buffertkonto, vilket vittnar om en mycket svag statskassa.

Om Grekland inte når enighet med finansörerna tar statens pengar slut senast i juli–augusti då bl.a. statsobligationer för 6–7 miljarder euro som ECB har i sin besittning förfaller. Vi tror att finansörerna och den



grekiska regeringen når fram till ett avtal om de sista betalningarna i det andra stödprogrammet redan de närmaste veckorna. Att Grekland blir insolvent är en för stor risk också ur finansiärländernas synvinkel, eftersom det kunde sätta i gång spekulationer inte bara om Greklands utträde ur euron utan om hela den monetära unionens existens.

Krisen i Grekland fortsätter även om det andra stödprogrammet slutförs med framgång. Grekland behöver ytterligare ett tredje stödpaket. Enbart det att tillväxtutsikterna har försvagats skapar ett gap av miljardklass mellan statens utgifter och inkomster i förhållande till tidigare uppskattningar inom den offentliga ekonomin. Fortsatt gatlopp för Grekland innebär att marknadsoron fortgår över sommaren.

Indikatorerna för den amerikanska ekonomin har förblivit blygsammare än väntat under början av året. En av orsakerna till det är den kraftigt stärkta valutakursen som bromsar exportökningen i form av försvagad konkurrenskraft. Dessutom var vintern exceptionellt hård på de centrala produktionsområdena i landets nordöstra och östra delar. En annan tillfällig faktor var hamnstrejckerna på västkusten som hämmade den internationella handeln. Därtill var effekten av oljeprisfallet negativ under början av året, eftersom investeringar i oljesektorn rasade, men på grund av den kalla vintern ökade hushållens konsumtion inte trots att realinkomsterna ökade betydligt.

Den starkare valutakursens effekter sträcker sig längre in på innevarande år, men de övriga faktorerna borde så småningom sluta bromsa USA:s ekonomi. I och med den ekonomiska svagheten på senare tid har förväntningarna på den amerikanska centralbanken FEDs första räntehöjning skjutits upp till slutet av året. När den ekonomiska tillväxten stabiliserar sig kommer marknaden sannolikt att fokusera på tidtabellen för FEDs kommande räntehöjningar, vilket upprätthåller oron på både ränte- och valutamarknaden.

I april-maj upplevdes stora korrigeringsrörelser på ränte- och aktiemarknaden. Därtill avbröts US-dollarns stärkningstrend. Utöver de amerikanska tillväxtbekymren pressades marknadsstämningen av dödläget i förhandlingarna mellan Grekland och finansiärländerna.

I euroområdet stödde de starkare tillväxtutsikterna och de ökade inflationsförväntningarna uppgången i

statsobligationsräntorna. Bara makroekonomiska siffror förklarar dock inte att de långa räntorna steg med tiotals räntepunkter. En delorsak var att spekulativa positioner vände.

Fatpriset på råolja har under de senaste månaderna stigit från knappa 50 till ca 65 US-dollar. Skifferoljeproduktionen i USA har än så länge inte minskat, trots att antalet aktiva rigggar halverats jämfört med förra hösten. Det låga oljepriset har medfört lönsamhetsproblem för många producenter och skifferoljeproduktionen förväntas minska under innevarande år.

Råoljepriset (Brent)



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Å andra sidan kommer Irans återkomst till den globala oljemarknaden att öka utbudet inom den närmaste framtiden. Av de stora producenterna har speciellt Saudiarabien varit ovillig att dra ner på produktionen. Oljeproducentländernas organisation OPECs roll verkar ha försvagats betydligt i och med den snabba omstruktureringen av oljemarknaden.

Den världsekonomiska tillväxten kommer inte att ta fart i någon större grad, och för Kinas del avtar tillväxten så småningom. Någon snabb ökning i efterfrågan på olja är inte att vänta.

Att oljepriset snabbt skulle stiga närmare den tidigare nivån på drygt 100 dollar kan inte motiveras med efterfråge- och utbudsfaktorer på oljemarknaden. Den billiga oljan kommer under de närmaste åren att stöda den ekonomiska tillväxten, företagens ökade omsättning och aktiemarknaden i både Europa, Asien och USA.

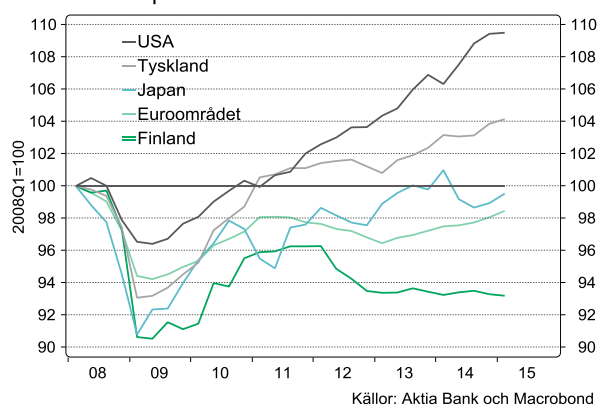
## Snabbare tillväxt i de utvecklade länderna

**Världsekonomin** har de senaste åren vuxit i en takt på nästan 3 ½ %. Det är något långsammare än den genomsnittliga takten under de senaste årtiondena. Den globala tillväxten bromsas av att skuldsättningen minskar i såväl den offentliga som den privata sektorn speciellt i **utvecklade ekonomier**.

Detta arv från finanskrisen anstränger tillväxten också i de betydligt mindre skuldsatta

**tillväxtekonomierna**, eftersom den dämpade efterfrågan i de utvecklade ekonomierna bromsar exporten.

Bruttonationalprodukt i olika länder



Den världsekonomiska tillväxten förväntas i år hålla samma takt som de senaste åren. De utvecklade ekonomiernas andel av den globala tillväxten ökar ytterligare i och med att tillväxten tar fart speciellt i Europa.

### BNP-tillväxt, %

	andel*, %	2013	2014	2015e	2016e
<b>Världen</b>	<b>100,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>
Euroområdet	12,1	-0,5	0,9	1,5	1,8
USA	16,1	2,2	2,4	2,3	2,8
Japan	4,4	1,6	0,0	0,6	1,0
Kina	16,3	7,8	7,4	6,8	6,5
Ryssland	3,3	1,3	0,6	-4,0	-1,0
Utvecklade länder	43,1	1,4	1,8	2,0	2,3
Tillväxtekonomier	56,9	5,0	4,6	4,3	4,8

\*Köpkraftsparitetsvikter 2014, IMF WEO, april 2015.

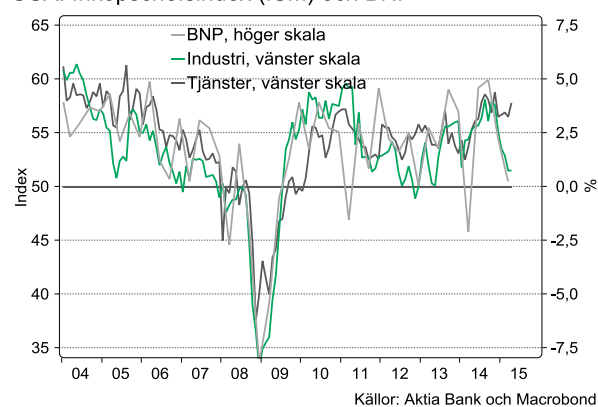
På grund av avmattningen av tillväxten i Kina och den ryska ekonomiska krisen växer tillväxtekonomierna långsammare än de senaste åren, men fortfarande genereras över 70 % av den ekonomiska tillväxten i världen i tillväxtekonomierna.

Nästa år prognostiseras den globala tillväxten öka och närma sig medeltillväxten på lång sikt. Trots att tillväxttakten i Kina mattas av så småningom stöds tillväxten i tillväxtekonomierna av dyrare råvarupriser och Indiens ekonomiska tillväxt som ligger kvar på drygt 7 %. Också fallet i den ryska ekonomin förväntas plana ut nästa år.

De utvecklade ekonomierna förväntas uppnå en tillväxt på nästan 2 ½ % då euroområdets tillväxtbas breddas geografiskt och tillväxten i USA klart överstiger trendtillväxten.

**I USA** har början av innevarande år präglats av oro över hållbarheten i den ekonomiska tillväxten. Den allt starkare dollarn har skurit ner på företagens resultatutsikter och exporten drar inte lika starkt som tidigare. Inköpschefsindexen som ger en pålitlig bild av den ekonomiska situationen visar att tillväxten i industriproduktionen har dämpats klart under början av året. Inom den klart bredare servicesektorn har motsvarande försvagning inte ägt rum. Konsumenternas förtroende har emellertid sviktat under den sena våren.

USA: Inköpschefsindex (ISM) och BNP



I januari-mars stannade BNP-tillväxten så gott som helt upp. Den svaga tillväxtsiffran berodde dock på tillfälliga faktorer. Vintern var ovanligt hård i landets nordöstra och östra delar. Därtill hämmades den internationella handeln av hamnstrejker på västkusten.

Oljeprisrasen har försvagat utsikterna för oljesektorn där investeringarna föll brant under början av året. Hushållens köpkraft har förbättrats avsevärt tack vare den billigare oljan, men ökningen i konsumtionsutgifterna har varit mindre än väntat. Det förefaller som om oljeprisfallets negativa effekter

förverkligades medan de positiva effekterna på tillväxten fortfarande låter vänta på sig.

I april-juni förutspås den amerikanska ekonomin växa i en takt på ca 2 % på årsnivå. Investeringar i oljesektorn minskar ytterligare och exportökningen minskar på grund av den starka dollarn. Hushållens konsumtion förväntas dock öka betydligt i takt med att köpkraften ökat.

Den svaga början på året har inte påverkat arbetsmarknaden i USA i någon större utsträckning. Siffran för nya arbetsplatser som centralbanken FED noga följer med sjönk kraftigt i mars, men i april skapades igen över 200 000 nya arbetsplatser.

USA: Arbetslöshetsgrad (%) och sysselsättning



Arbetslöshetsgraden föll i april till 5,4 %. Trots det bättre läget på arbetsmarknaden har löneuppgångstakten inte ökat. Den tillfälliga avmattningen av inflationen har för sin del minskat lönepåslagstrycket, men det bättre ekonomiska läget kommer oundvikligen att synas som ökat lönetryck på arbetsmarknaden.

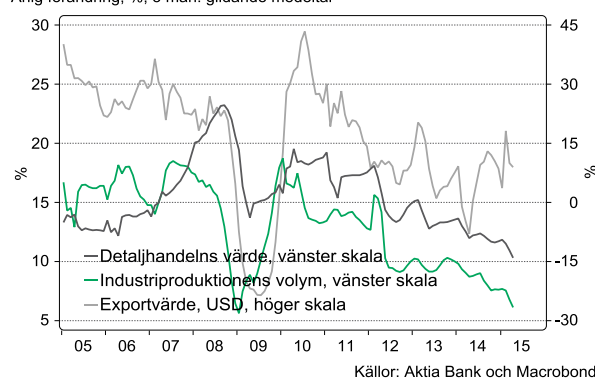
Efter den tillfälliga svagheten under början av året förutspås den amerikanska ekonomin under senare hälften av året att åter komma upp till en tillväxttakt på nästan 3 %. Det finns goda förutsättningar för en konsumtionsdriven tillväxt på hemmamarknaden då köpkraften ökar i takt med att sysselsättningen och reallönerna ökar och aktiemarknaden bidrar till hushållens ökade förmögenhet.

Nästa år prognostiseras ekonomin i USA att fortsätta i ett snabbare spår än trendtillväxten på 2-2 ¼ %. Tack vare den privata konsumtionen och företagets investeringar upprätthålls en tillväxt på nästan 3 %.

I Kina växte ekonomin i fjol med närmare 7 ½ %, vilket också var administrationens tillväxtmål. I januari-mars saktade tillväxttakten av till 7,0 %, den lägsta siffran efter finanskrisen. Tillväxten på den kinesiska hemmamarknaden mattas av, vilket syns i att tillväxten i detaljhandeln och industriproduktionen planar ut stegvis. Tillväxttakten för industriproduktionen har under början av året fallit till ca 6 %.

Kina: Industriproduktion, detaljhandel och export

Årlig förändring, %, 3 mån. glidande medeltal



Det största bekymret i den kinesiska ekonomin för tillfället är att aktiviteten inom byggsektorn minskar. Enligt ekonomiska data som administrationen publicerat krymper bostadsbyggandet fortsättningsvis men bostadspriserna sjunker inte längre lika snabbt i de största städerna.

Det är uppenbart att minskat byggande går hårt också åt de lokala administrationernas ekonomi. Försäljning av tomtmark har varit en betydande inkomstkälla för dem.

Som en motvikt till att tillväxten på hemmamarknaden mattats av har exporten fortsatt att växa under början av året. Exportens värde under hela början av året är visserligen bara några procent högre än i fjol. Exportens priskonkurrenskraft ansträngs av stärkningen i den till US-dollar kopplade renminbi jämfört med många handelsparterländer valutor.

När exporten och hemmamarknadens tillväxt saktar av kan administrationen i år få svårt att hålla den ekonomiska tillväxten nära målet på 7 % utan nya stödåtgärder. Senast i april sänkte den kinesiska centralbanken bankernas minimireservskyldighet. Åtgärden frigör bankernas medel för utlåning och stöder således den ekonomiska tillväxten. Det är

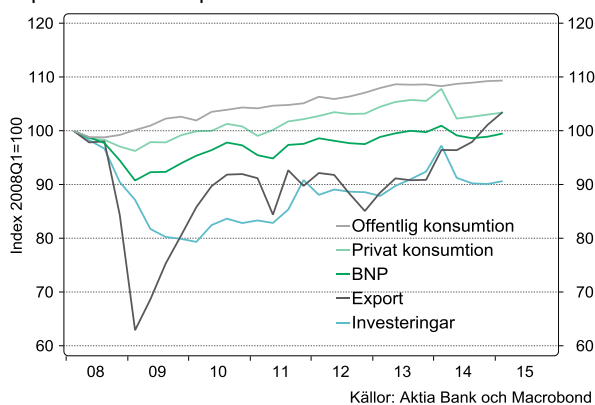


sannolikt att både reservskyldigheten och centralbankens styrräntor sänks ytterligare under året.

Tillväxten i Kina prognostiseras nästa år minska kontrollerat till 6 ½ %. För administrationen är en stabil sysselsättning till och med viktigare än ekonomisk tillväxt. Om sysselsättningen hotar försvagas kommer administrationen att införa nya stimulansåtgärder.

I **Japan** har ekonomin återgått till ett dämpat tillväxtspår efter momshöjningen i fjol. Under det första kvartalet i år ökade BNP i Japan med 0,6 % från det föregående kvartalet. Produktionsökningen kom nästan helt från ökade lager, vilket försvagar tillväxtutsikterna för den närmaste tiden.

Japan: BNP:s komponenter

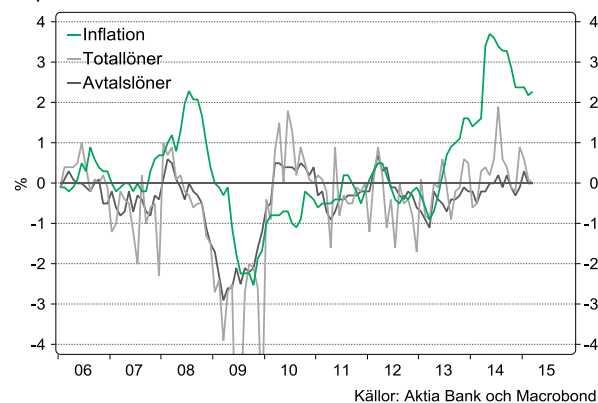


Hushållens konsumtion har inte återhämtat sig efter momshöjningen. Reellt är konsumtionsutgifterna fortfarande ca 3 % lägre än tidigare.

Löneuppgångstakten har under våren hållits kvar nära noll. Då inflationen på grund av momshöjningen varit över 2 % har hushållens köpkraft minskat i betydande grad. Oljeprisfallet har inte heller kanaliserats till annan konsumtion utan hushållen har ökat sparandet.

I den privata sektorn är utsikterna fortsatt dämpade. Tillväxten i industriproduktionen har mattats av under våren. Företagens investeringar förväntas dock öka, eftersom det enligt enkätundersökningar redan råder brist på produktionskapacitet.

Japan: Inflation och löner



Exporten har trots den stimulerande penningpolitiken och den därtill anknyttande försvagningen av yenen ökat relativt litet under de senaste åren. Också under början av året har exportökningen varit kring noll.

Inflationen sjönk i april tillbaka nära noll då effekten av momshöjningen i fjol försvunnit från den årliga inflationssiffran. De blygsamma lönepåslagen signalerar att den japanska centralbanken har svårigheter att skapa inflationsförväntningar i ekonomin. Det är sannolikt att centralbanken kommer att intensifiera stimulansåtgärderna redan under innevarande år.

Inom de närmaste åren är tillväxtutsikterna för Japan anspråkslösa. Strukturförändringarna i premiärminister Abes ekonomisk-politiska trepilspaket låter fortfarande vänta på sig.

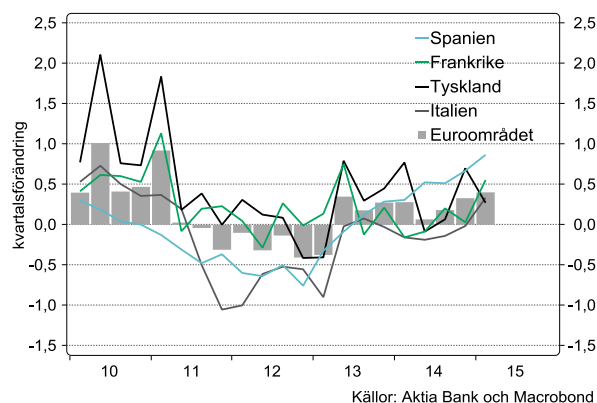
I **eurområdet** har den ekonomiska situationen förbättrats ytterligare under början av året. Oron över att eurområdet hamnar i en ny recession skingrades under vintern. Det kraftiga fallet i oljepriset har ökat konsumenternas köpkraft. Förväntningen på ECB:s stora köpprogram pressade eurokursen och ökade den europeiska produktionens priskonkurrenskraft. I och med ECB:s åtgärder sjönk räntorna rekordlåg, vilket förbättrar såväl skuldsatta hushålls som företags finansieringsläge.

## Eurons handelsviktad växelkurs och euroområdets export



I januari–mars ökade BNP i euroområdet med 0,4 % från föregående kvartal. Enligt inköpschefsindexet i april startade det andra kvartalet ungefär lika starkt.

## BNP i olika euroländer



Tillväxten i euroområdet är klart konsumtionsdriven. Detaljhandelns försäljningsvolym ökade i januari–mars med ca 2 ½ % från motsvarande tidpunkt året innan då den billigare oljan ökade köpkraften. Exportökningen håller på att ta fart. Exportens värde steg i januari–mars med nästan 5 % från året innan.

Med hushållens konsumtion som drivkraft förutspås euroområdet i år nå en tillväxt på 1,5 %. 2016 förväntas tillväxten breddas till att omfatta också företagens investeringar. Den prognostiserade tillväxten på 1,8 % överstiger redan klart trendtillväxten i euroområdet.

**I Tyskland** har exporten vuxit från och med slutet av förra året driven av konsumtionen. Det starka ekonomiska läget höjer sysselsättningen, och en konkurrenskraftig industri har dessutom råd med lönepåslag. Också exporten har stött tillväxten men företagens investeringsaktivitet släpar fortfarande efter.

I januari–mars ökade den tyska BNP:n mindre än väntat, med 0,3 % från föregående kvartal. Vid sidan av hushållens konsumtion ökade såväl byggnadsinvesteringar som maskin- och anordningsinvesteringar. BNP-tillväxten bromsades dock av importen som vuxit klart snabbare än exporten. Den tyska ekonomiska tillväxten förväntas i år ta fart och komma nära 2 %.

Tillväxten i den **franska** ekonomin har varit mycket svag de senaste åren. I januari–mars växte BNP i Frankrike dock snabbare än väntat, med 0,6 % i förhållande till föregående kvartal. Den ekonomiska tillväxten tog fart då oljeprisfallet förstärkte köpkraften och hushållens konsumtion ökade kraftigt. Det tar dock tid att genomföra ekonomiska reformer och Frankrike förutspås nå bara 1 % tillväxt i år.

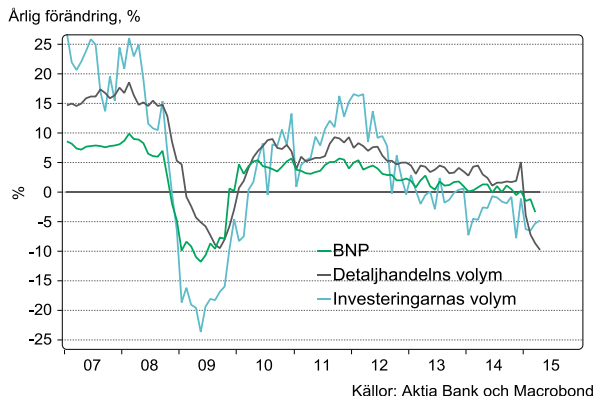
**Italien** är långsamt på väg tillbaka till tillväxtspåret. I januari–mars växte den italienska ekonomin med 0,3 % från föregående kvartal. Förutsättningarna för en snabbare exportökning förbättras då Europa återhämtar sig. Också företagens investeringar förväntas stadga sig i takt med att finansieringen underlättas. BNP-tillväxten förutspås landa på ca ½ % i år.

**Spanien** har genomgått en stor omvandling från ett krisland via ekonomiska reformer till ett av de snabbast växande stora euroländerna. I januari–mars växte den spanska ekonomin med 0,9 % från föregående kvartal. Tack vare den starka inhemska efterfrågan förväntas tillväxten uppnå 3 % i år. Hushållens konsumtion får stöd av den goda cirkeln av stigande sysselsättning och ökat förtroende för ekonomin. Till och med byggsektorn förväntas börja växa efter sju år av minskande aktivitet.

Den **ryska** ekonomin har försvagats klart under början av året. Oljeprisrasen och rubelfallet samt effekten av de ekonomiska sanktionerna drabbar nu samtidigt den redan svaga och strukturellt ensidiga ekonomin.

I januari–mars krympte BNP i Ryssland med 2 % från föregående kvartal. Hushållens konsumtion minskar med fart då inflationen som stigit till 17 % tär på köpkraften. Företagens investeringar bromsas av den svaga inhemska efterfrågan och av att låneräntor på grund av den åtstramade finansmarknaden stigit till över 20 %.

## Ryssland: BNP, investeringar och detaljhandel



Det att oljepriset har stigit från bottennoteringen vid årsskiftet, att kapitalutflödet har minskat och att importen har minskat i och med svag inhemsk efterfrågan har lättat trycket på rubeln. Valutförstärkningen på senare tid dämmer upp importinflationen och underlättar det svåra läget något.

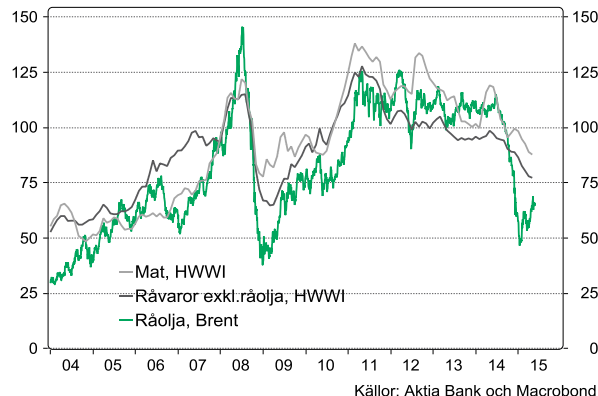
Den ryska centralbanken höjde sin styrränta i december från 10,5 till 17 % samtidigt som inflationen accelererade kraftigt. I januari sadlade centralbanken om och sänkte plötsligt styrräntan till 15 % efter att ha blivit utsatt för kritik. Mot slutet av april sänktes räntan redan till 12,5 % då rubeln stärkts betydligt.

Den ryska ekonomin förutspås minska med 4 % i år och med 1 % nästa år. Om oljepriset inte stiger märkbart står Ryssland inför en omfattande anpassning av den offentliga ekonomin inom de närmaste åren. Genom att avveckla reservfonder som byggts av oljeinkomster kan man upprätthålla den nuvarande transfererings- och servicenivån i högst ett par års tid. Samtidigt borde man komma på en bättre tillväxtmodell i stället för den nuvarande som baserar sig på att olje- och gasinkomsterna växer i all evighet.

## ECB stimulerar, FED inleder sin långa marsch mot det normala

Globalt är inflationstrycket exceptionellt lågt i och med att oljepriset rasat och också de övriga råvarupriserna sjunkit. Oljepriset har redan stigit från bottenivån, och också industrins övriga råvaror förväntas så småningom bli billigare i takt med att den globala tillväxten tar fart. Den globala inflationen har redan passerat botten.

## Världsmarknadspriser på råvaror i US-dollar



**ECB-rådet** beslutade i januari att inleda ett jättelikt program för att köpa värdepapper, där största delen av köpen, uppskattningsvis ca 830 miljarder euro, hänförs till euroområdets statsobligationer.

Köpprogrammet startade i mars och de månatliga köpbeloppen har realiserats enligt plan. Efter rentemötet i april poängterade ECB-chefen Draghi att misstankarna på marknaden om att programmet kommer att misslyckas är förhastade. Ett annat budskap från aprilmötet till marknaden hade att göra med ECB:s sätt att bedöma inflationsutvecklingen. Om inflationen tar fart av orsaker som bedöms vara tillfälliga, t.ex. en snabb uppgång i oljepriset, är det ingen orsak att ändra på bedömningen av inflationsutvecklingen eller den kommande penningpolitiken.

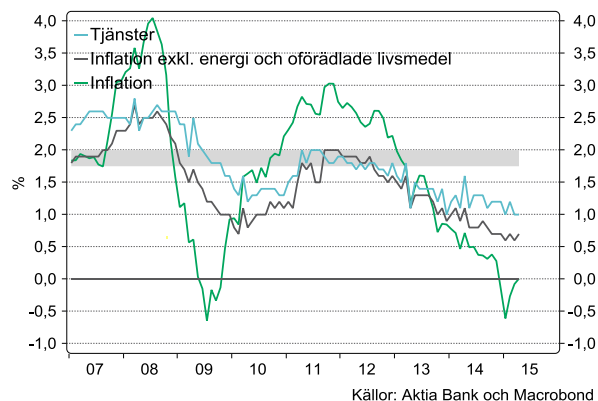
Ingenting nytt i detta budskap. Det fungerar som en påminnelse till marknaden om att även om ECB:s inflationsmål har definierats i förhållande till den totala inflationen har orsakerna bakom inflationen i praktiken en stor betydelse för den kommande penningpolitiken.

Inflationsförväntningar som härletts från marknadspriser steg något efter att köpprogrammet startades. Högre inflationsförväntningar sänker förväntade realräntor och lättar för sin del penningförhållandena i euroområdet. Å andra sidan har uppgången i de nominella räntorna varit så stark på den senaste tiden att de förväntade realräntorna har stigit något från sina bottennoteringar.

Vi räknar med att eurosystelet fortsätter med sitt köpprogram minst till den tidigare angivna bakre gränsen, dvs. september 2016. De första styrräntehöjningarna blir aktuella tidigast 2017. Trots

att tillväxten piggnat till i euroområdet är det deflatoriska trycket fortfarande betydligt. Det är en följd av hög arbetslöshet och av att avvecklingen av skuldsättningen i både den privata och den offentliga sektorn kommer att bromsa tillväxten länge till.

HIKP-Inflation inom euroområdet, %



Det tar sin tid för inflationen att på ett hållbart sätt närma sig målet på 2 %. Det är mycket möjligt att ECB:s köpprogram fortsätter också efter september 2016.

Konsumentprisindexinflation, %

	2013	2014	2015e	2016e
Euroområdet	1,4	0,4	0,2	1,4
USA	1,5	1,6	0,3	1,8
Japan	0,4	2,7	0,5	1,2

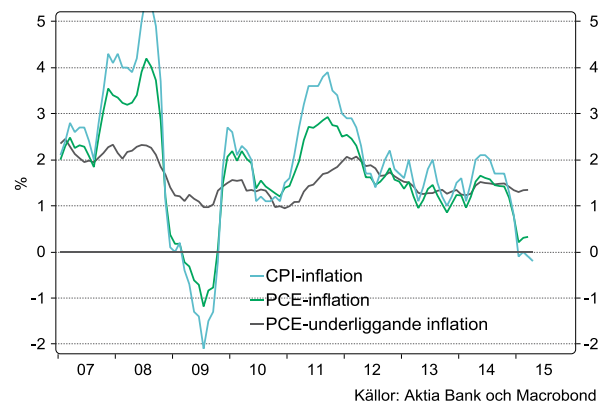
I och med svagheten i ekonomin i USA på senare tid har förväntningarna på tidpunkten för **den amerikanska centralbanken FEDs** första räntehöjning skjutits upp till slutet av året.

Medlemmarna i FEDs öppenmarknadskommitté (FOMC) som beslutar om räntorna har i mars uppskattat den kommande styrräntepågången betydligt måttligare än tidigare. Så sent som i december var FOMC-medlemmarnas genomsnittliga förväntning att nivån i slutet av 2015 uppgår till 1,125 % och att nivån 2016 blir 2,5 %. I mars sjönk uppskattningarna till 0,625 % respektive 1,875 %. De lägre ränteförväntningarna på marknaden har på senare tid igen ökat skillnaden mellan FEDs bedömning och marknadsförväntningarna.

Vi anser att den svaga realekonomin under början av året till stor del berodde på tillfälliga faktorer. När ekonomiska indikatorer förstärks kommer marknadsuppmärksamhet att riktas tillbaka på tajningen av FEDs första räntehöjning. Vändningen

uppåt i energipriserna kommer så småningom att öka inflationen.

USA: Inflation, %



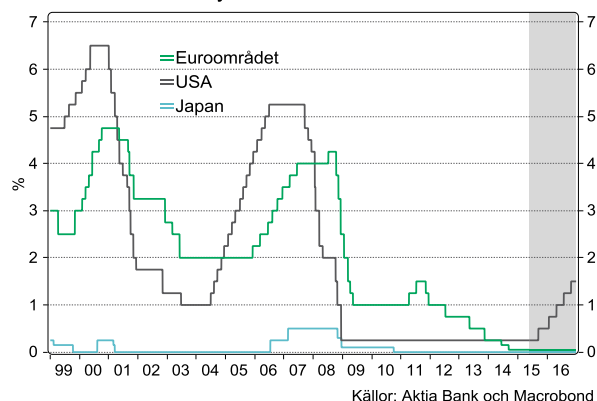
Läget på arbetsmarknaden är fortsättningsvis en central faktor när det gäller tidpunkten för den första räntehöjningen. I sitt meddelande från räntemötet i april hänvisade FOMC inte till givna månader som möjliga tidpunkter för den första räntehöjningen.

I meddelandet konstateras att kommittén kan höja styrräntan då den sett att det sker fortsatt förbättring på arbetsmarknaden och den är någorlunda övertygad om att inflationen kommer att stiga tillbaka till centralbankens 2 %-mål på medellång sikt. Avsikten med formuleringen är att ge kommittén maximal frihet att höja styrräntan när som helst.

Vi räknar med att FED inleder en försiktig räntehöjningscykel i september i år. Om inflationstrycket förblir lågt och tillväxten under det andra kvartalet är svagare än väntat, skjuts den första räntehöjningen upp till slutet av innevarande år. Räntehöjningsserien kommer med stor sannolikhet att vara mycket försiktig i förhållande till tidigare höjningscykler.

Skillnaden mellan ECB:s och FEDs penningpolitik är uppenbar. ECB stimulerar kraftigt och styrräntehöjningar finns inte i sikte ens nästa år. FED däremot börjar redan i år sin långa marsch mot en normalisering av penningpolitiken.

Centralbankernas styrräntor



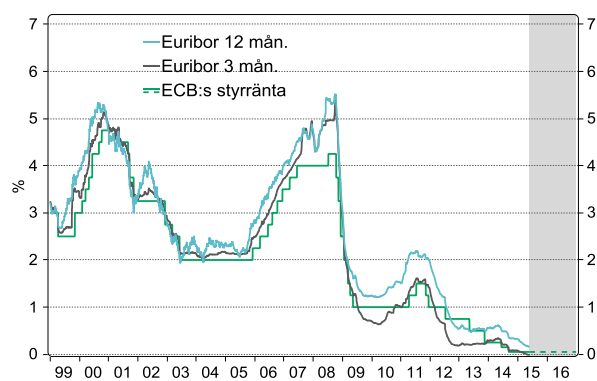
Källor: Aktia Bank och Macrobond

## Uppgång i euroräntorna fortfarande långt borta

I euroområdet har de korta marknadsräntorna under våren sjunkit till rekordlåg nivå på grund av ECB:s aktioner. ECB:s insättningsränta för bankerna är -0,20 %, som i praktiken utgör bottennivån för de korta marknadsräntorna.

De kortaste **euriborräntorna** är negativa, och 12 månaders euribor är bara 0,16 %. Euriborräntorna kommer att stanna nära sin nuvarande nivå hela detta och nästa år.

Korta räntor inom euroområdet



Källor: Aktia Bank och Macrobond

I USA kommer de korta räntorna att så småningom stiga redan under innevarande år, då förväntningarna på FEDs första räntehöjningar förstärks.

**I euroområdet föll de långa räntorna** rekordlångt i mars då ECB inledde sina statsobligationsköp. Lågrisklänternas räntor föll till minus också i nästan 10 års maturitet.

Då förhandlingarna mellan Grekland och dess fordringsägare inte riktigt kom till skott vände

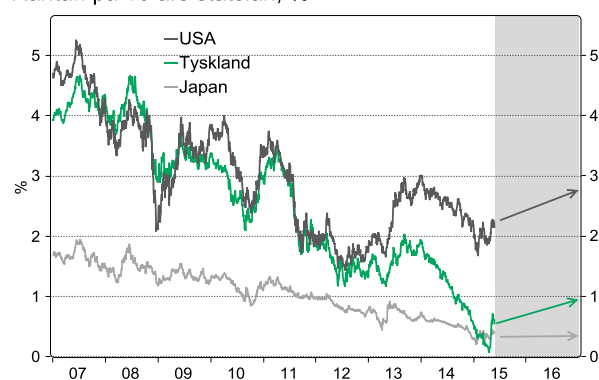
räntedifferensen mellan länder med sämre rating och Tyskland svagt uppåt. Trots det har avkastningen från andra före detta krisländers statsobligationer hållits låg.

I euroområdet kommer de långa räntorna att förbli låga länge till. På senare tid har räntorna stigit kraftigt från bottennivån i april. Avkastningen från den tyska 10-åriga statsobligationen steg under några veckor från ett par räntepunkter till den nuvarande nivån på ca 0,60 %. ECB:s köp verkar ha lett till en överdrift på marknaden. De alltjämt sjunkande räntorna lockade kortsiktiga investerare. I och med de något bättre tillväxt- och inflationsutsikterna i euroområdet och det att räntorna slutade sjunka ökade säljintresset och eurosystelet fick erfa ökat utbud av statsobligationer på sekundärmarknaden.

En mera permanent uppgång i euroområdets statsobligationer ligger än så länge långt borta. Innevarande år hålls de långa räntorna nära sin nuvarande nivå. Det tar ECB:s stora köpprogram och staternas minskade nettoemissionsbehov hand om.

Den på senare tid förstärkta ekonomiska tillväxten i euroområdet och de smått stigande inflationsförväntningarna är uppmuntrande tecken. Hur framgångsrikt ECB:s köpprogram blir kan man emellertid bedöma närmare 2016–2017. Först när de långa räntorna i och med starkare tillväxt- och inflationsförväntningar stiger tydligt har man ett klart tecken på att ECB lyckats.

Räntan på 10 års statslån, %



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Den tyska 10-åriga räntan uppskattas ligga på 1,0 % i slutet av 2016. Räntedifferenserna mellan statsobligationer förväntas inte öka i Europa, eftersom investerarnas inriktning på avkastning kommer att upprätthålla efterfrågan på värdepapper med större

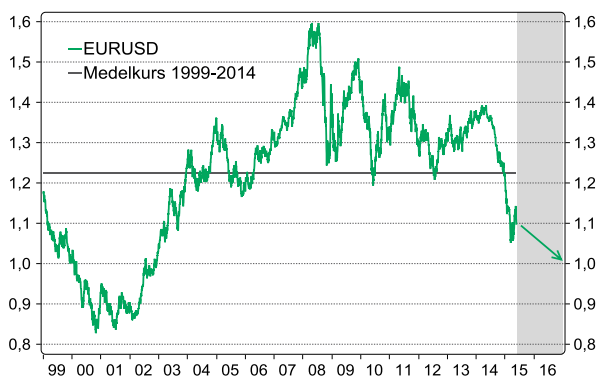


risk. Ränteomgivningen kommer således att vara exceptionell också de närmaste åren.

**I USA har räntorna** varit låga i vår, då marknadens förväntningar på tidpunkten för FEDs första räntehöjning har skjutits upp. Trots bättre arbetsmarknadsläge har inflationstrycket varit litet. Till detta har såväl dollarns stärkning under början av våren som det fortsatt låga oljepriset bidragit. Vid sidan av det mindre pristrycket har osäkerheten om ekonomins tillväxtdynamik ökat och skjutit upp räntehöjningsförväntningarna.

**Euron försvagades** i mitten av mars till sin lägsta nivå på över tio år mot US-dollar. ECB:s nya köpprogram var en betydande orsak till försvagningen. På senare tid har euron igen stärkts något mot dollarn. De aningen starkare ekonomiska siffrorna i euroområdet och det att FEDs räntehöjningar skjutits upp har vänt trenden. Euron är för närvarande 19 % svagare i förhållande till dollarn än för ett år sedan. Den handelsvägda eurokursen är 14 % svagare.

EURUSD-valutakurs



Trots att skillnaden i tillväxttakten mellan euroområdet och USA minskar talar ekonomiska fundamenta på längre sikt fortfarande för en svagare euro. Den kraftiga differentieringen av penningpolitiken och den därtill anknyttande ökningen i ränteskillnaden upprätthåller ett tryck på euron att försvagas de närmaste åren.

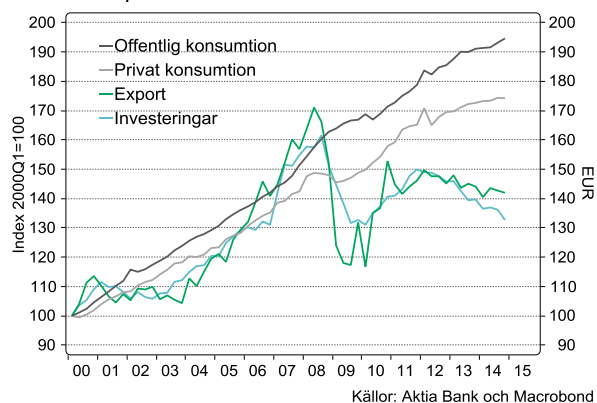
Räntor och valutakurser				
	25.5.15	31.12.15	30.6.16	31.12.16
<b>Euroområdet</b>				
Styrränta	0,05	0,05	0,05	0,05
3 mån. euribor	-0,01	0,00	0,05	0,10
Tysk 10 års ränta	0,61	0,60	0,75	1,00
<b>USA</b>				
Styrränta	0,25	0,50	1,00	1,50
3 mån. libor	0,28	0,70	1,20	1,70
10 års ränta	2,23	2,40	2,60	2,75
<b>Japan</b>				
Styrränta	0,00	0,00	0,00	0,00
3 mån. tibor	0,17	0,20	0,20	0,20
10 års ränta	0,42	0,40	0,40	0,40
EUR/USD	1,097	1,05	1,02	1,00
EUR/YEN	133,4	133	133	130
USD/YEN	121,5	127	130	130

## Finland: Trög tillväxt i sikte

### Ekonomi stampar på stället

Den finska ekonomin har under knappt tio år gått igenom en stor omstrukturering. Då den industriella basen har minskat har den privata sektorn försvagats och såväl exporten som företagens investeringar har krympt. Tillväxten i hushållens och den offentliga sektorns konsumtionsutgifter har upprätthållits genom en kraftig ökning av skuldsättningen. Det har lett till att hela efterfrågestrukturen i samhällsekonomin har förvrängts. En kursändring i den offentliga ekonomin, som stoppar den offentliga skuldsättningen, är nödvändig för att stabilisera den finska ekonomin.

BNP:s komponenter i Finland



BNP i Finland minskade under det fjärde kvartalet 2014 med 0,2 % och under hela året krympte den finska ekonomin med 0,1 %. Enligt preliminära uppgifter fortsatte BNP att krympa i januari–mars i en takt på 0,1 %.

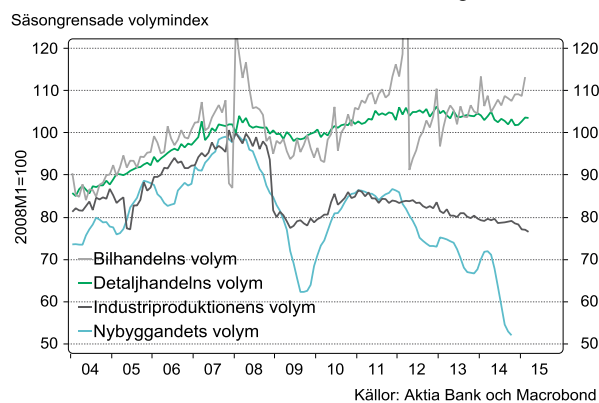
De ekonomiska indikatorerna visar att svagheten är utbredd. Tillväxten i industriproduktionen och exporten har länge stampat på stället. Industriproduktionen har utvecklats överraskande svagt; under de senaste 6 månaderna har produktionen minskat med 3 %. Exporten ansträngs speciellt av det branta fallet i exporten till Ryssland.

Minskad sysselsättning och skatthöjningar försvagar hushållens köpkraft och har redan stoppat hemmamarknaden. Försäljningen inom detaljhandeln står stilla.

På grund av problem med statistikföringen är det svårt att få uppdaterad information om byggverksamheten.

Omsättningssiffrorna i branschen visar dock att svagheten har fortsatt under början av året. Antal bygglov och byggstarter var under början av året lägre än någonsin på 2000-talet. Fallet verkar dock ha stannat upp.

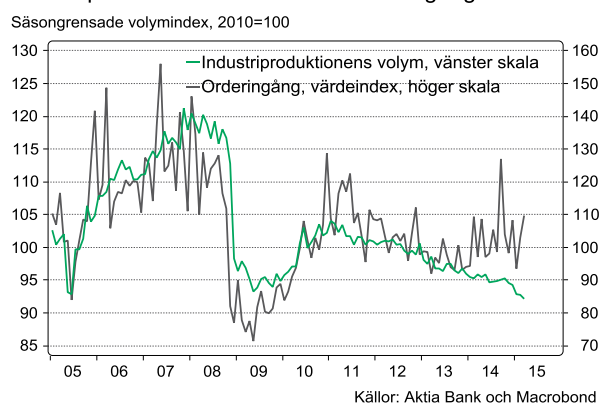
Månadsindikatorer över handel och förädling



Löneökningen har klart mattats av tack vare den återhållsamma avtalsrundan och den svaga ekonomiska tillväxten. Kostnadskonkurrenskraften har trots förväntningen inte förbättrats då produktivitetsutvecklingen varit svag och löneutvecklingen i konkurrentländerna moderat. Löneökningstrycket är obefintligt i många branscher länge till. Företagens lönsamhet har minskat och löneökningarna måste hållas mycket återhållsamma många år till.

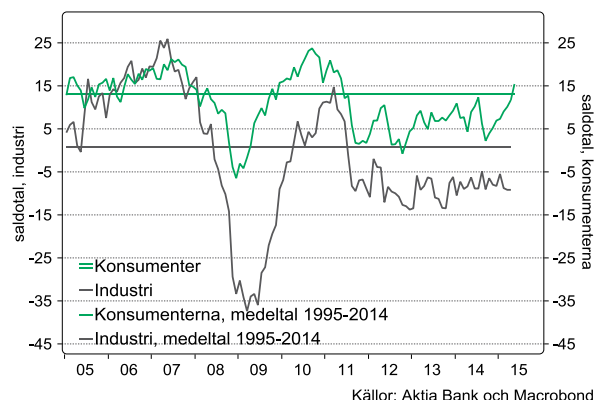
Än så länge uppvisar den finska ekonomin mycket få tecken på uppgång. Ordergången inom industrin har förstärkts undan för undan i över ett års tid redan. Om ordergången fortsätter att öka, realiseras tillväxten oundvikligen också som ökad industriproduktion.

Industriproduktion och industrins ordergång



Ett annat positivt tecken är konsumenternas ökade förtroende under de allra senaste månaderna. Konsumenternas förtroende för den finska ekonomin har förbättrats, och de ser sin egen ekonomi ljusare än tidigare. Fenomenet är positivt med tanke på den ekonomiska utvecklingen eftersom en starkare tro på framtiden typiskt kanaliseras till konsumtion och BNP-tillväxt.

Konsumenternas och industrins förtroende i Finland



Källor: Aktia Bank och Macrobond

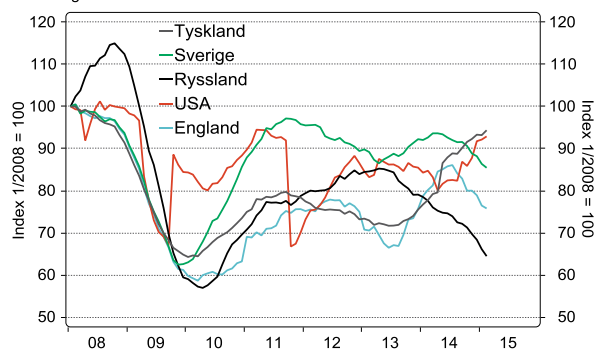
## Exporten allt starkare

Den världsekonomiska tillväxten förväntas inte ta fart i år. Med tanke på den finska ekonomin är det emellertid positivt att ekonomin förväntas gå upp i euroområdet. Av den finska exporten går 1/3 till euroområdet.

Den försvagade eurokursen, oljeprisfallet och den ytterligare lättningen av euroområdets finansieringsförhållanden utgör de viktigaste tillväxtestödande faktorerna för Finland i år.

Finland: Exportvärde

12 mån. glidande medeltal



Källor: Aktia Bank och Macrobond

Återhämtningen av exporten överskuggas emellertid av den djupa recessionen i den ryska ekonomin. En 4 % minskning i den ryska BNP:n innebär att den ryska

importen krymper med ungefär 20–25 %. Finlands export till Ryssland minskar ännu mera i och med att efterfrågan på investeringsvaror i Ryssland minskar speciellt kraftigt då företagets finansieringsproblem eskalerar.

Den finska exporten till andra länder än Ryssland förutspås dock öka under innevarande år med 4 % tack vare euroförsvagningen, återhämtningen i euroområdet och fallet i oljepriset. Det svaga Ryssland trycker ner den totala exporttillväxten till ½ %.

2016 kommer försvagningen av valutakursen inte att stöda exporten i samma utsträckning som i år, men fallet i den ryska exporten förutspås lugna ner sig till -5 %. Hela exporten prognostiseras öka med 3 %.

## Hemmamarknaden fortsatt dystert, pristrycket litet

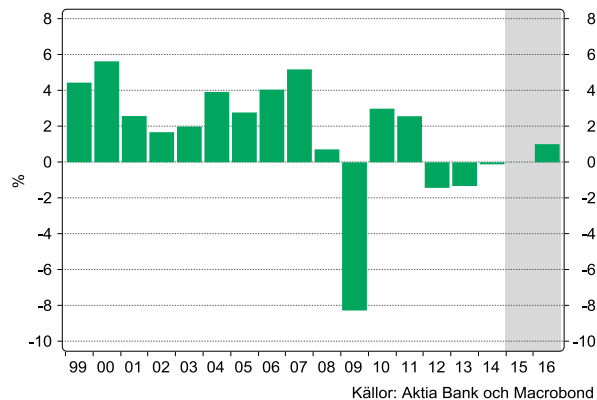
Företagens investeringar har minskat i flera års tid. Den långa investeringssvackan har försämrat produktionens kapitalstock och försvagar tillväxtutsikterna de närmaste åren.

För att få i gång företagets investeringsverksamhet krävs utöver förstärkt exportefterfrågan även bättre lönsamhet. Den successiva förstärkningen av exportmarknaden stöder nya investeringsprojekt, men investeringsaktiviteten kommer att förbli svagare i år än i fjol. Först 2016 finns det förutsättningar för ökade investeringar.

Hushållens inkomstutveckling blir svag i år. Antalet arbetsplatser minskar och lönerna ökar långsamt. Den snabba nedgången i inflationen på grund av oljeprisfallet stöder emellertid köpkraften.

Hushållens konsumtion förutspås i år stanna på samma nivå som i fjol. Tillväxten i hushållens inkomster och konsumtion förväntas öka något när sysselsättningen stabiliseras.

Finland: BNP-volym, årlig förändring, %



För BNP:s del förutspås nolltillväxt 2015, då den inhemska efterfrågan är dämpad och problemen i Ryssland anstränger exportökningen. 2016 förutspås BNP i Finland stiga med 1,0 %, då tillväxtförutsättningarna för exporten förbättras och den inhemska efterfrågan stabiliseras.

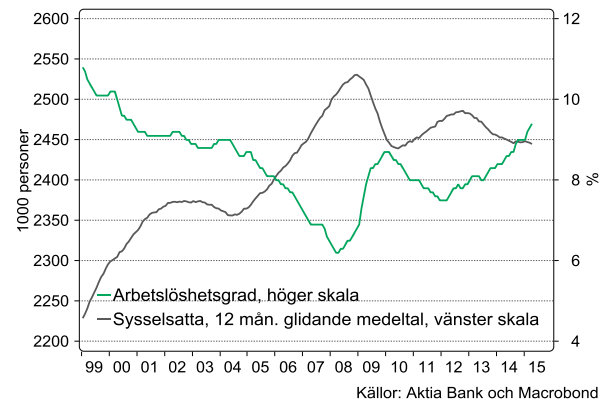
**Den finländska ekonomin: efterfrågan och utbud**

	2013 md €	2013	2014e	2015e	2016e
<b>BNP</b>	<b>202,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>
Privat konsumtion	111,2	-0,6	-0,2	0,0	0,6
Offentlig konsumtion	50,2	0,6	0,2	0,5	-0,5
Investeringar	42,7	-5,3	-5,1	-3,0	1,5
Export	77,6	-0,7	-0,4	0,5	3,0
Import	79,4	-1,6	-1,4	-0,4	1,6

Tillväxtprognosen för i år har reviderats ner med 0,3 procentenheter från marsprognosen på grund av den svagare utvecklingen och preciserad statistik. Likaså har tillväxtprognosen för 2016 sänkts med 0,4 procentenheter på grund av offentliga anpassningsåtgärder som bromsar hushållens konsumtion och den offentliga konsumtionen och på grund av det investeringar följer ett moderatere tillväxtspår.

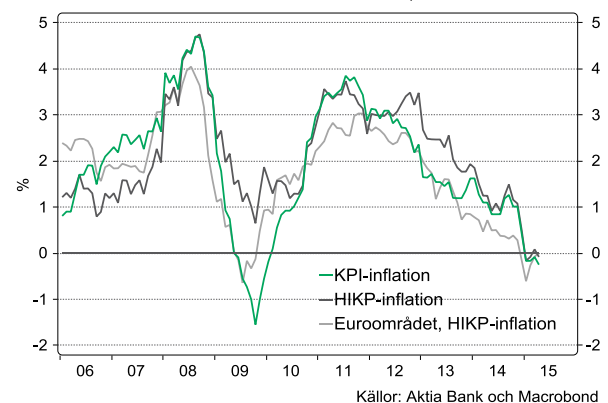
Svagheten på arbetsmarknaden kommer att fortsätta länge. Sysselsättningen minskar i år och arbetslösheten stiger till 9,4 %. Den prognostiserade långsamma ekonomiska tillväxten skapar inte tillräckligt många nya arbetsplatser, och den höga arbetslösheten kommer att fortsätta länge till.

Arbetslöshetsgraden och antalet sysselsatta i Finland



Oljeprisfallet och den svaga efterfrågan bromsar prisuppgången i år. Inflationen har mattats av nära noll under början av året. Bränslepriserna har sjunkit, och lägre transportkostnader förmedlas stegvis till många produkters och tjänsters priser under året.

Inflationen i Finland och i euroområdet, %



Också nästa år hålls pristrycket i styr av den dämpade ekonomiska tillväxten och de återhållsamma löneökningarna. Då fallet i energipriserna inte längre påverkar kommer den årliga inflationen att återvända till ca 1 % redan mot slutet av innevarande år.

**Övriga centrala prognossiffror**

	2013	2014e	2015e	2016e
Inflation (KPI), %	1,5	1,0	0,1	1,2
Förtjänstnivå, %-förändring	2,0	1,4	1,0	0,8
Arbetslöshetsgrad, %	8,2	8,7	9,4	9,2
Bytesbalans, md €	-3,6	-3,8	-2,5	-2,0
Bytesbalans, % av BNP	-1,8	-1,9	-1,2	-1,0
<b>Offentliga samfunds</b>				
nettokreditgivning, md €	-5,1	-6,4	-6,8	-6,0
nettokreditgivning, av BNP	-2,5	-3,2	-3,3	-2,9
bruttoskuld, md €	112,7	121,1	128,8	135,6
bruttoskuld, av BNP	55,8	59,3	62,8	64,8
<b>Statligt och kommunalt</b>				
nettokreditgivning, md €	-8,9	-9,3	-8,7	-8,3
nettokreditgivning, av BNP	-4,4	-4,6	-4,3	-4,0

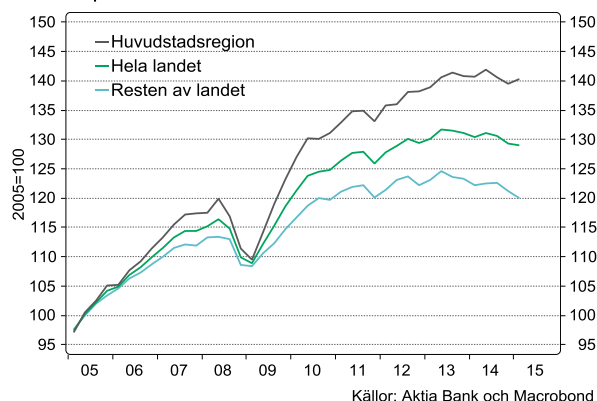
## Svaga utsikter för bostadsmarknaden

Efterfrågan på bostäder är för tillfället dämpad då hushållens inkomstutsikter är blygsamma och den ökade arbetslösheten oroar.

Utbudet av nya bostäder har minskat i takt med att byggandet avtagit, vilket har bidragit till utvecklingen av bostadspriserna. En ytterligare faktor som stabiliserar bostadsmarknaden är förväntningen på att det låga ränteläget ska fortsätta länge till. Räntorna på nya bolån har pressats mot 1 ½ %, då euriborräntorna sjunkit och lånemarginalerna minskat något.

Realpriserna på bostäder har sjunkit i ett par års tid. Denna utveckling förutspås fortsätta. Det nominella priset på bostäder förväntas sjunka med 0–2 % i årstakt både i år och nästa år. Regionala skillnader i bostadsprisutvecklingen accentueras mellan tillväxtcentra och de övriga områdena.

Bostadspriser i Finland



Att bostadsmarknaden är nedstämd är ingen överraskning. Den allmänna ekonomiska situationen i Finland har länge varit svag, och utsikterna för de närmaste åren är fortfarande disiga. Någon snabb aktivitetsökning på bostadsmarknaden är inte sannolik. Den förutsätter att den finska ekonomin vänder klart uppåt.

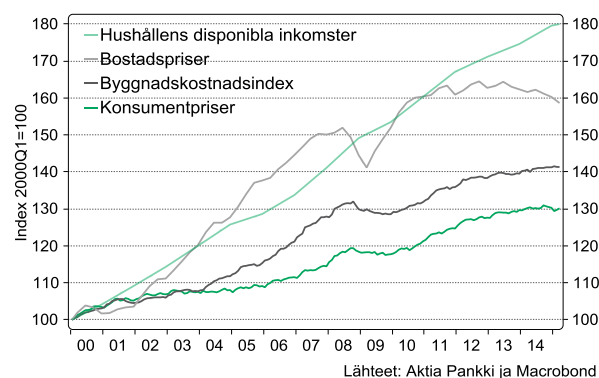
Har man då skäl att bäva för att priserna rasar? En mycket snabb försvagning av det allmänna ekonomiska läget och en därtill anknytande våldsam uppgång i arbetslöshet och betalningsanmärkningar kunde störta bostadsmarknaden i ett fall. Ett scenario där ekonomiska fundamenta snabbt förändras mot det sämre verkar inte sannolik för tillfället.

En annan faktor som kan öka risken för prisras är att bostadsprisutvecklingen tar en annan riktning än den

övriga ekonomiska utvecklingen, dvs. en prisbubbla. Bostadspriserna har under detta årtusende stigit snabbare än den allmänna prisnivån och byggnadskostnaderna. Det är dock inte ett tecken på en prisbubbla.

Uppgången i bostadspriserna har följt ökningen i hushållens inkomster efter skatt. Detta innebär att bostadspriserna inte bestämts av kostnadsutvecklingen utan av människornas villighet att betala.

Bostadspriser, hushållens disponibla inkomster och inflation



Varför har detta hänt? En stor del av bostadsprisuppgången beror på att byggnadsmarken har blivit dyrare. Begränsat utbud av tomter minskar byggandet och höjer markens pris i tillväxtcentra.

Det är för dyrt att bo i Finland, men problemen är strukturella och således bestående. Bollen är hos kommuner som borde planlägga mark snabbare för boende i de områden där människor vill bo.

Om utbudet av tomter ökade skulle bostadsprisuppgången permanent vara lägre än inkomstökningen. Med tiden skulle boendekostnaderna i förhållande till inkomsterna sjunka och detta ge möjlighet att öka sparatet eller andra konsumtionsutgifter.

Det är mycket positivt att det nya regeringsprogrammet räknar upp många åtgärder för att försnabba planläggningen och öka utbudet av bostäder. Förnuftig bostadspolitik skulle garantera människor möjlighet att till rimligt pris bo i en ägarbostad också i tillväxtcentra, och underlätta flyttning till annan ort efter arbete. Hela den finska samhällsökonomin skulle dra nytta av en fungerande bostads- och arbetsmarknad.



## Offentlig skuldsättning stoppas inte utan ytterligare massiv anpassning

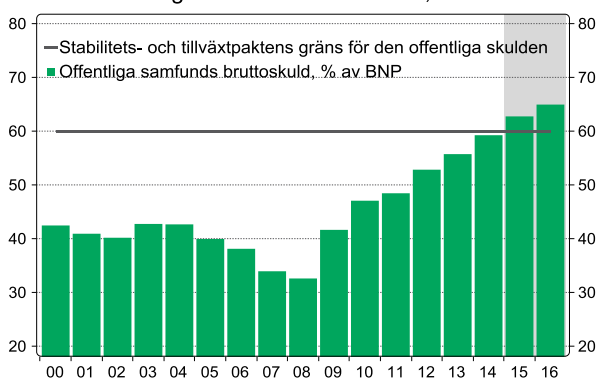
Den offentliga ekonomin uppvisar fortsatt ett djupt underskott. Statens och kommunernas hopräknade underskott steg i fjol till 9,3 miljarder euro. Statens underskott ökade trots motsatta förväntningar till 7,6 miljarder euro.

Inom de närmaste åren kommer den ekonomiska tillväxten att vara svag men det statliga och kommunala underskottet minskar något tack vare de anpassningsåtgärder inom statsekonomin som överenskommit redan under föregående valperiod.

I denna prognos antas att ca 800 miljoner euro av den nya regeringens tilläggsanpassningsåtgärder avser 2016. Utgiftsnedskärningar gör för ca 1,4 miljarder euro. I nettobelopp bedöms anpassningen uppgå till bara ca 800 miljoner euro, eftersom de överenskomna tillväxtingsåtgärderna delvis infaller redan nästa år. De statliga och kommunala underskotten förutspås dock fortfarande uppgå till drygt 8 miljarder euro 2016.

Statens och kommunernas stora underskott har lett till att den offentliga skuldsättningen ökat snabbt de senaste åren. Det tar flera år att få skuldsättningen att vända. I år minskas lånebehovet av ökad försäljning av statlig egendom och av en större överföring än tidigare från pensionsfonden till budgeten. 2016 kommer den offentliga skulden att stiga till ca 65 % av BNP.

Finland: Offentliga samfunds bruttoskuld, % av BNP



Finland kommer i år att överskrida alla tre gränsvärden som den ekonomiska och monetära unionen definierat för det offentliga underskottet och skulden. Den i Stabilitets- och tillväxtpakten definierade underskottsgränsen på 3 % överskrids något, likaså

den 60 %-gräns som fastställts för den offentliga skulden i förhållande till BNP.

Den mest kritiska av de gränser vi överskrider är dock gränsen på 0,5 % av BNP för strukturellt underskott enligt EU:s nya starkare ekonomiska styrning. Denna gräns som definierades i det s.k. finanspolitiska avtalet (fiscal compact) 2012 är viktigare än de övriga: den har enligt avtalet införts i den nationella lagstiftningen i alla euomedlemsländer. Eftersom det strukturella underskottet klart överskrider gränsvärdet är regeringen enligt finsk lag förpliktad att omedelbart vidta korrigerande åtgärder.

Enligt kommissionens bedömning som publicerades i maj uppgår det strukturella underskottet inom den finska offentliga ekonomin till 2,2 % i förhållande till BNP 2016. Denna betydande överträdelse på 0,5 procentenheter av underskottsgränsen motsvarar ett anpassningsbehov på ca 3 ½ miljard euro i den offentliga ekonomin, och det kan regeringen inte låta bli att beakta.

## Regeringsprogrammet ändrar kursen för den offentliga ekonomin

En stabilisering av den offentliga ekonomin på ett hållbart sätt är ett av de viktigaste målen i den nya regeringens ekonomisk-politiska program. I det strategiska regeringsprogrammet uppges som mål att "sluta leva på kredit" 2021, vilket torde betyda att det råder balans mellan inkomster och utgifter inom staten och kommunerna. Det här är ett viktigt budskap. Utan en kursändring i den offentliga ekonomin fortsätter skuldsättningen, och bördan för de kommande generationerna växer.

Med tanke på ekonomisk tillväxt och sysselsättning är regeringsprogrammets linjedragning att stoppa uppgången i skattesatsen också mycket viktig. Under föregående valperiod höjdes skattesatsen medvetet till en rekordhög nivå. Nu efterlyses i stället för skattehöjningar ett ambitiöst tyglade av de offentliga utgifterna.

Regeringspartierna kom redan i början av maj överens om att som mål för regeringen ställa Finansministeriets uppskattning av en anpassning på 4 miljarder euro inom den statliga ekonomin och en anpassning på 2 miljarder euro inom den kommunala ekonomin. Med sitt spar- och omstruktureringsprogram eftersträvar regeringen

anpassningar för 4–5 miljarder euro under denna valperiod, och fram till 2021 anpassningsåtgärder för totalt 6 miljarder euro.

Sammanlagt uppgår utgiftsnedskärningar denna valperiod till 4 miljarder euro, varav 1,4 miljarder euro avser 2016.

Utöver anpassningsåtgärder och omstruktureringar (bl.a. social- och hälsovårdsreformen och arbetsmarknadsreformer) tog regeringen beslut om satsningar på tillväxt om 1,6 miljarder euro inom de tre närmaste åren. För vägprojekt har reserverats 600 miljoner euro och 1 miljard euro riktas till regeringens strategiska spetsprojekt på ett senare bestämt sätt. Dessa ökade utgifter ska finansieras genom att intäkter från statens egendom ökas.

Det innebär i praktiken att det offentliga underskottet ökas på ett sätt som inte höjer skuldbehovet. Samtidigt reducerar utgiftsökningarna de facto anpassningsåtgärdernas effekt och minskar således nedskärningarnas negativa effekt på BNP-tillväxten.

Regeringsprogrammet har riktade inkomstkattelättnader för små- och medelinkomsttagare. De är avsedda att finansieras genom högre miljöskatter. För den ekonomiska dynamiken är det positivt att lätta på beskattningen och flytta tyngdpunkten för skatterna mot konsumtionsskatter. Lättare beskattning av arbete och företagande sporrar företag att sysselsätta och investera i hemlandet. Finland är i stort behov av privata investeringar. Den nuvarande investeringsvolymen skadar den industriella grunden och tär på förutsättningarna för ekonomisk tillväxt långt framöver.

Stramare progression i inkomstbeskattningen minskar visserligen incitament att eftersträva uppgifter på högre inkomstnivå och att utbilda sig så långt som möjligt.

I regeringens program ingår 1,5 miljarder euro "villkorlig anpassning" som genomförs om det s.k. samhällsfördraget för att förbättra priskonkurrenskraften inom den finska produktionen inte nås. Regeringens tidtabell är stram, arbetsmarknadsparterna ska i augusti i år anmäla om de eftersträvar att ingå fördraget. Om regeringen våren 2017 bedömer att de genomförda reformerna minskar det offentliga underskottet tillräckligt mycket,

avstår regeringen från de villkorliga besparingar och genomför en inkomstkattelättnad på 1 miljard euro.

Finland är i behov av en snabb förbättring av den minskade konkurrenskraften. Det finns inga lätta trix att öka lönsamheten, och därför har snabba åtgärder oundvikligen att sänka arbetskraftskostnader t.ex. genom att förlänga årsarbetstiden. Trots det uppenbara behovet är det osäkert om fördraget blir till. Det är svårt att bedöma om utvecklingen av det s.k. omställningsskydd som regeringen erbjuder duger åt fackföreningsrörelsen.

Den övergripande målsättningen för regeringens spar- och strukturreformprogram är att stärka den offentliga ekonomin i Finland med sammanlagt 10 miljarder euro före 2030. Storleksklassen är riktig. Om programmet realiserar försvinner hållbarhetsgapet i den finska offentliga ekonomin. Ur tillväxtens och sysselsättningens synvinkel är det ytterst viktigt att regeringen eftersträvar en klar kursändring i den offentliga ekonomin.

## **Framtung anpassning skapar förtroende**

Anpassningsbesluten i regeringens ekonomisk-politiska program hinner inte få någon större effekt på detta och nästa års tillväxtutsikter. Om de visar sig framgångsrika är regeringens aktioner dock avgörande för utvecklingen på längre sikt.

Framtunga beslut om omfattande anpassningsåtgärder skapar ett förtroende för skötseln av den finska offentliga ekonomin såväl i hemlandet som bland internationella investerare. Företagen vågar investera i Finland och hushållen vågar fatta stora konsumtions- och investeringsbeslut om förtroendet för att den offentliga ekonomin är hållbar ökar. Budskapet om att uppgången i skattesatsen ska stoppas är mycket viktig just i detta hänseende.

Tajmningen av anpassningsåtgärderna är också framtung. Av utgiftsnedskärningarna gäller 2,5 miljarder euro åren 2016–2017 och 1,5 miljarder euro åren 2018–2019. Den snabba tidtabellen är motiverad. Finland befinner sig inte i någon konjunktursvacka, och genom sölande vinner man ingenting. En snabb tidtabell är bättre också med tanke på att det ska byggas upp ett förtroende. De framtunga anpassningsåtgärdernas skadliga effekter på tillväxten

mjukas dessutom upp med hjälp av nya tillväxstsatsningar inom de närmaste åren.

Hur mycket minskar anpassningen den ekonomiska tillväxten? Enligt realistiska konsekvensbedömningar minskar anpassningsåtgärder BNP med koefficienten 0,5–1,0 på kort sikt. De åtgärder som ska genomföras 2016, uppskattningsvis på 800 miljoner euro netto, dvs. 0,4 % av BNP, minskar enligt denna s.k. finanspolitiska koefficient BNP i förhållande till sin tillväxttrenden med 0,2–0,4 %.

När BNP-tillväxten saktar av från sin trend ökar det offentliga underskottet automatiskt. Om den ekonomiska tillväxten mattas av med 0,3 procentenheter ökar det offentliga underskottet i Finland med 0,15 procentenheter i förhållande till BNP. Enligt det här minskar den ursprungliga anpassningen på 0,4 procentenheter det offentliga underskottet med 0,25 procentenheter.

En långsammare ekonomisk tillväxt är det pris som man i varje fall måste betala för anpassningsåtgärderna. Stora utmaningar på längre sikt motiverar varför åtgärderna är nödvändiga: Trycket på utgifter på grund av befolkningens åldrande ökar betydligt genast under de första åren nästa årtionde. Därför ska den offentliga ekonomin anpassas till den försvagade privata sektorns bärkraft innan ökade vårdutgifter oundvikligen igen rubbar balansen i den offentliga ekonomin.