

# Suhdannekatsaus 1/2011: Syklisestä elpymisestä rakenteelliseen heikkouteen

Joulukuu 2010

Jari Järvinen & Timo Vesala  
Tapiola Varainhoito Oy  
Tapiola-ryhmä

# Sisältö:

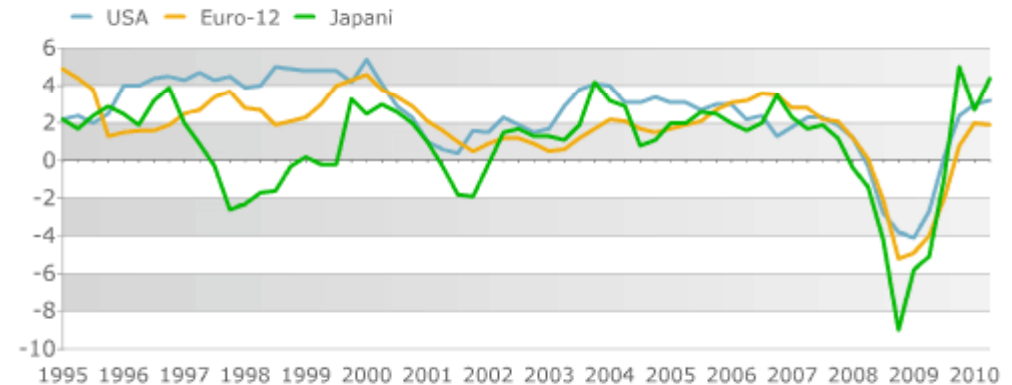


- Maailmantalouden näkymät
- Suomen talouden näkymät
- Rahoitus- ja hyödykemarkkinat
- Keskeiset ennusteet
- Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit
- Sijoitusnäkemys
- Tiivistelmä

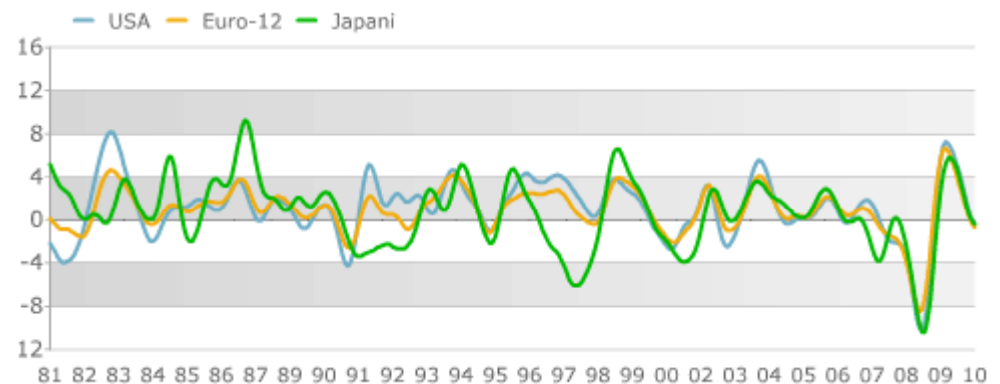
# Maailmantalouden näkymät

- Maailmantalouden kasvu on hidastumassa teollisuusmaiden johdolla
- Ennakoivat suhdanneosoittimet ennustavat kasvun hidastuvan keväällä
- Talouden kasvunäkymät ovat edelleen kaksijakoiset: teollisuusmailla on velat ja kehittyvillä talouksilla on kasvunäkymät
- Kestävää, tasapainoista ja voimakasta kasvua ei ole näköpiirissä ennen kuin rakenteelliset ongelmat on ratkaistu
- Riskinä teollisuusmaiden samanaikaiset finanssipolitiikan kiristykset, jotka voivat hidastaa kasvua odotettua enemmän

USA:n, euroalueen ja Japanin talouskasvu



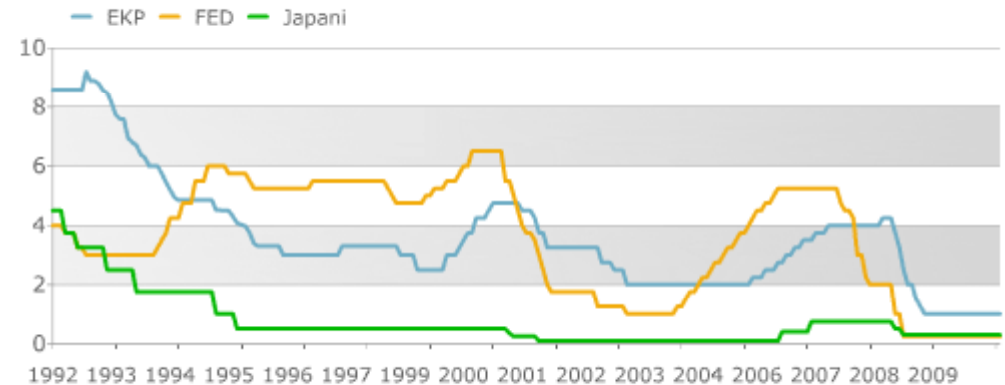
OECD:n ennakoivat indikaattorit (6 kuukauden muutos, %)



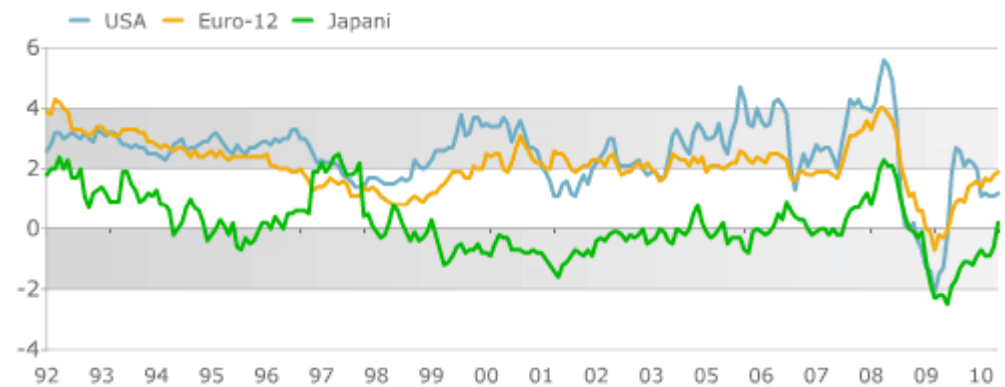
# Teollisuusmaiden näkymät

- Teollisuusmaiden rahapolitiikka on ”japanilaistunut”. Kriisien sarja jatkuu eivätkä keskuspankit pääse nostamaan korkoja
- Teollisuusmaiden kasvunäkymät ovat heikot lähivuosina
- Väestön ikääntyminen laskee G3-talouksien potentiaalisia kasvu-uria samaan aikaan, kun velkojen takaisinmaksu leikkaa kysyntää
- Resurssien vajaakäyttö (työvoima ja pääoma) ja varallisuuskohteiden (asunto ja osake) hintojen lasku kasvattavat deflaatoriskiä

Keskuspankkien ohjauskorot



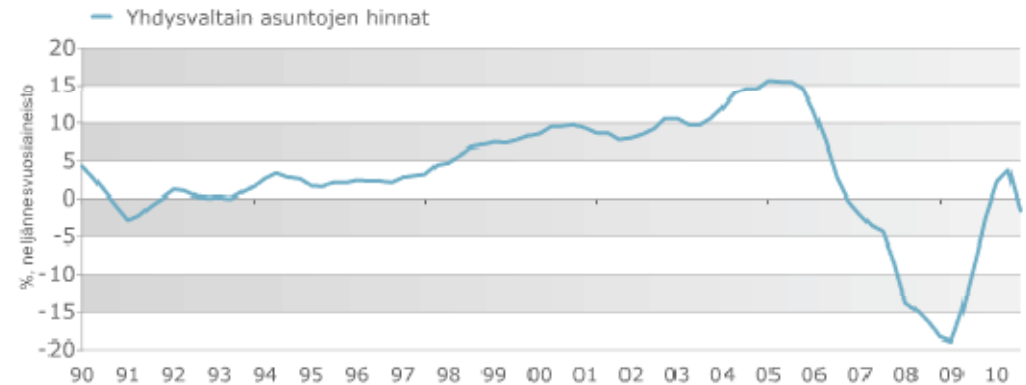
Inflaatioasteet eri maissa



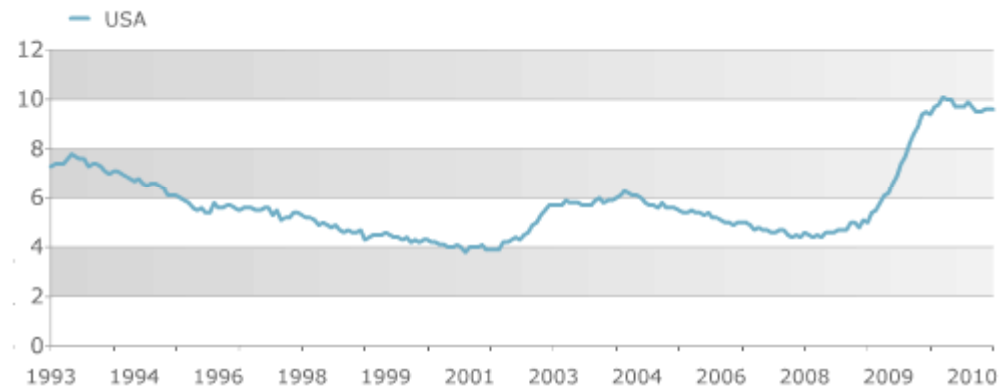
# Yhdysvaltain talouden näkymät

- Yhdysvallat on hitaasti toipumassa luottokriisistä. Yksityisen sektorin velkojen takaisinmaksu ja liittovaltion budjettivaje rajoittavat talouden kasvumahdollisuuksia
- Elpymisen ja pankkijärjestelmän tervehtymisen näkökulmasta asuntomarkkinoiden tasapainottuminen on avainasemassa. Asuntomarkkinat ovat kuitenkin heikkenemässä uudelleen...
- Hidas kasvu pitää työttömyysasteen yli luonnollisen tasonsa vielä pitkään.
- Inflaatio on laskenut liian alas ja korkean työttömyyden oloissa kasvun hidastuminen/ uusi notkahdus tuo mukanaan deflaation

USA:n asuntohintojen muutos



USA:n työttömyysaste



# Euroalueen talouden näkymät

- Euroalueen kasvu hidastui vuoden kolmannella neljänneksellä ja kasvun odotetaan hidastuvan myös alkuvuonna
- Saksan talous jatkaa vahvaa kasvuaan ja yritysjohtajien luottamus on korkealla
- Velkakriisin leviäminen, kansainvälisen talouden hidastuminen ja yliarvostettu euro hidastavat kasvua ensi vuonna
- Riskinä on finanssipolitiikan kiristäminen, jonka seurauksena kasvu voi hidastua odotettua enemmän
- Oma euroalueen teollista tuotantoa ennustava indikaattorimme on laskussa, mikä ennakoii toimeliaisuuden hidastumista alkuvuonna

IFO- ja ISM -indeksit



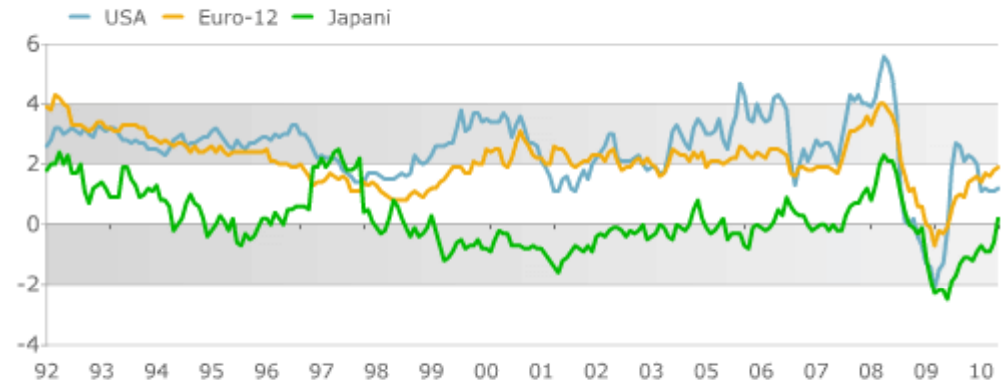
Tapiolan suhdanneindikaattori



# Japanin talouden näkymät

- Japanin talous kasvoi vuoden kolmannella neljänneksellä Yhdysvaltoja ja euroaluetta nopeammin
- Japani talous kärsii edelleen pörssi- ja asuntokuplan jälkeisestä tasetantumasta. Varallisuusarvojen laskiessa yritykset joutuvat keskittymään velkojen minimointiin voiton maksimoinnin sijasta
- Talouden vakavimpiin ongelmiin on jo pitkään kuulunut deflaatio eli yleisen hintatason lasku, jota keskuspankki yrittää torjua määrällisellä elvytyksellä
- Jenin vahvistuminen heikentää hintakilpailukykyä ja haittaa Japanin vientiä

Inflaatioasteet eri maissa



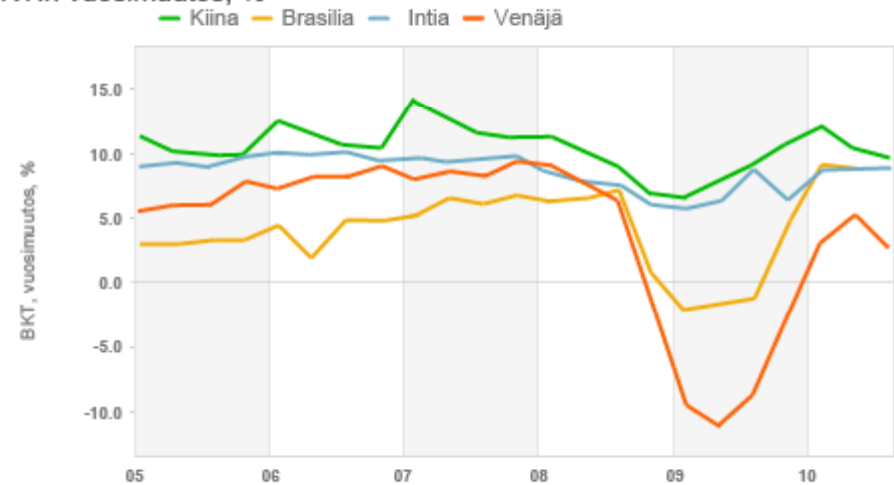
Keskeiset valuutat



# Kehittyvien talouksien näkymät

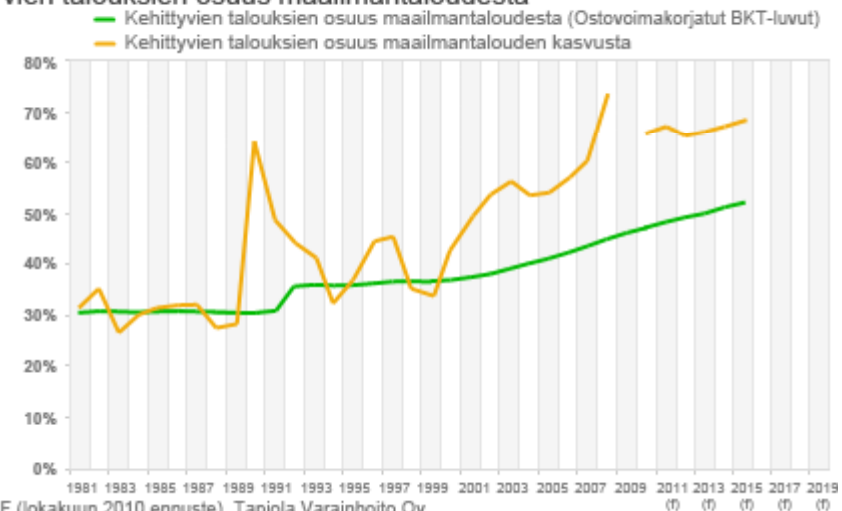
- Elvytyksen ja varastokysynnän ehtyminen heijastuvat myös kehittyviin talouksiin. Globaalin kasvun nojattessa entistä enemmän aitoon loppukysyntään kehittyvien talouksienkin kasvu hidastuu.
- Finanssikriisiä edeltäneiden n. 30 vuoden aikana kehittyvät taloudet hyötyivät teollisen tuotannon siirtymisestä alhaisen kustannustason maihin. Teollisuusmaiden ulkoinen tasapaino vastaavasti heikkeni.
- Vaihtotaseiden tasapainottuminen edellyttää jatkossa kysynnän voimakasta siirtymistä kehittyville markkinoille. Kehittyvien talouksien rooli kasvun moottorina korostuu.

BKT:n vuosimuutos, %



Lähde: Bloomberg, Tapiola Varainhoito Oy

Kehittyvien talouksien osuus maailmantaloudesta

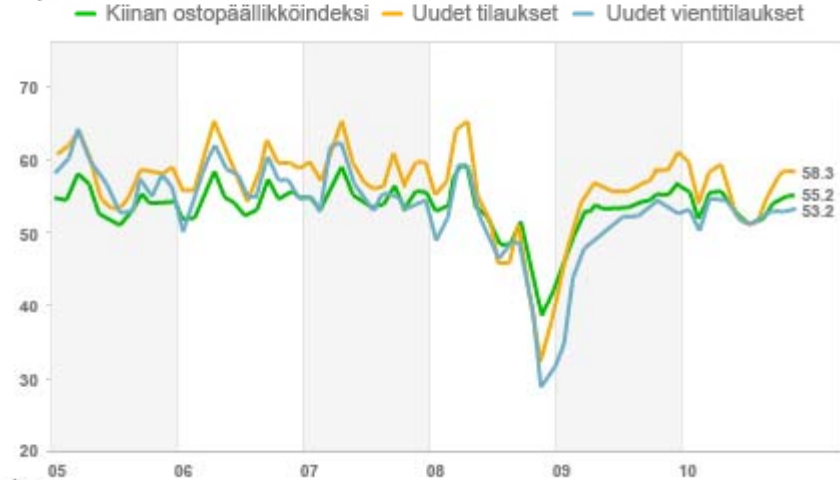


Lähde: IMF (lokakuun 2010 ennuste), Tapiola Varainhoito Oy

# Kiinan talouden näkymät

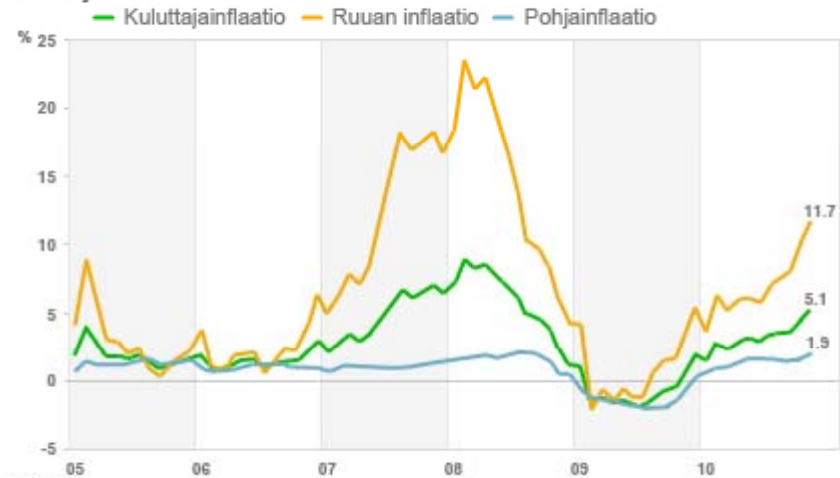
- Kiinan talouskasvu on viimeisen kahden neljänneksen aikana selvästi maltillistunut.
- Teollisuuden ostopäällikköindeksit, erityisesti uudet tilaukset, ennakoivat kuitenkin näkymien paranemista. Kasvu on entistä enemmän kotimarkkinoiden varassa; vientitilaukset ovat kehittyneet heikommin.
- Kiinan keskuspankki jatkaa rahapolitiikan kiristämistä inflaation hillitsemiseksi. Talouden ylikuumentumisesta ei ole kyse, sillä inflaation voimistuminen johtuu ruuan hintojen noususta.
- Tehokkaimmin kustannusinflaatiota vastaan voitaisiin taistella antamalla valuutan vahvistua entistä ripeämmin.

Kiinan ostopäällikköindeksit



Lähde: Bloomberg

Kiinan kuluttajahintainflaatio

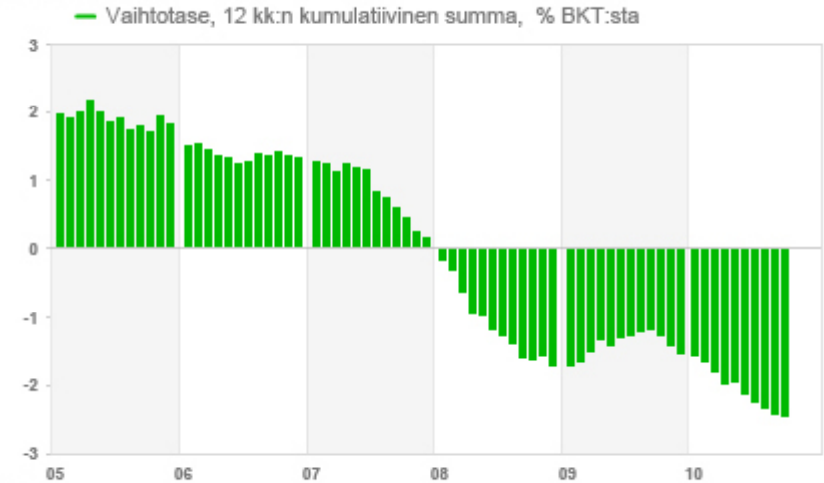


Lähde: Bloomberg

# Brasilian talouden näkymät

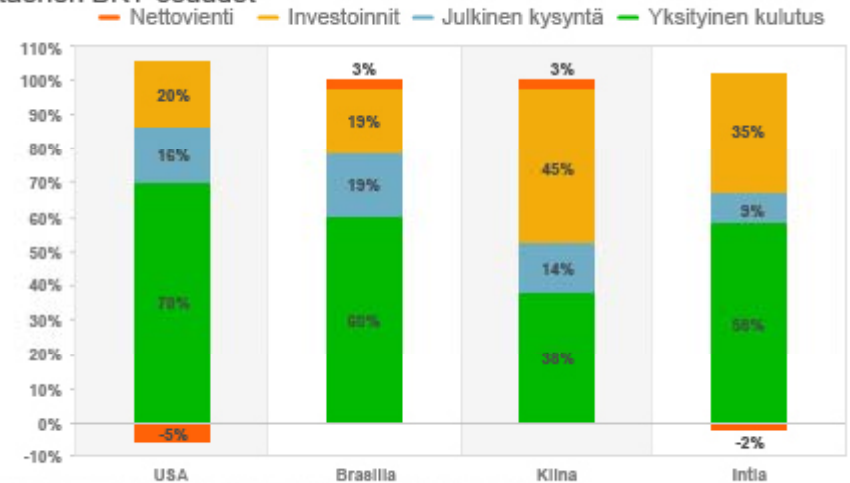
- BRIC-maista Brasilian suhdannenäkymä on rapautunut kuluvan vuoden aikana selvästi eniten.
- Erityisen huolestuttavaa on Brasilian ulkoisen tasapainon heikentyminen: kotimainen kulutus ja inflaatio voimistuvat mutta vientisektorin veto on vahvistuneen valuutan vuoksi hyytymässä. Vaihtotaseen vaje on kääntynyt jälleen kasvuun.
- Brasilian talouskasvu on tyypillisesti jäänyt jälkeen kehittyvien talouksien keskimääräisestä kasvusta. Yhtenä rakenteellisena syynä on verrokkimaita alhaisempi investointiaste.

Brasilian vaihtotase



Lähde: Bloomberg

Kysyntäerien BKT-osuudet

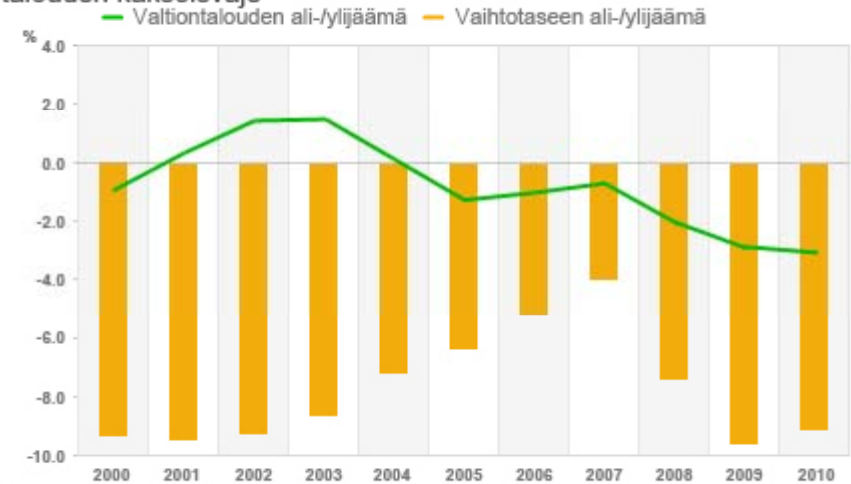


Lähde: OECD, National Bureau of Statistics of China, Tapiola Varainhoito Oy

# Intian talouden näkymät

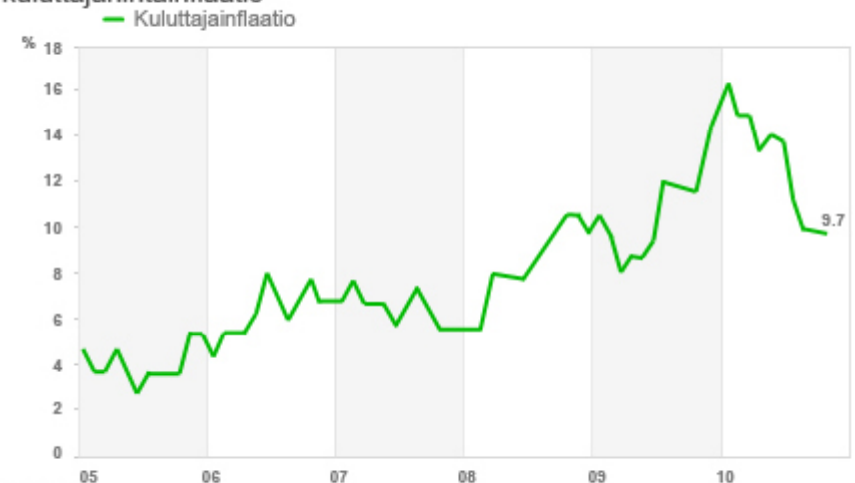
- Intialla on kehittyväksi taloudeksi poikkeuksellinen kysyntärakenne: kotimaisen loppukäynnän (kulutus + investoinnit) BKT-osuus on yli 90%.
- Intian kotimarkkinavetoisuus vaimentaa talouden alttiutta maailmantalouden sokeille, minkä ansiosta BKT-kehitys on verrattain tasaista. IMF odottaa BKT-kasvuksi 2010-2015 keskimäärin 8,4%
- Kaksoisvajeet ovat riskitekijä, mutta vahvan talouskasvun avulla Intia kykenee uskottavasti rahoittamaan vajeensa.
- Inflaatio on ollut laskusuunnassa, mutta on edelleen korkea. Kuluttajahintojen nousu lisää paineita kiristävään rahapolitiikkaan.

Intian talouden kaksoisvaje



Lähde: IMF

Intian kuluttajahintainflaatio

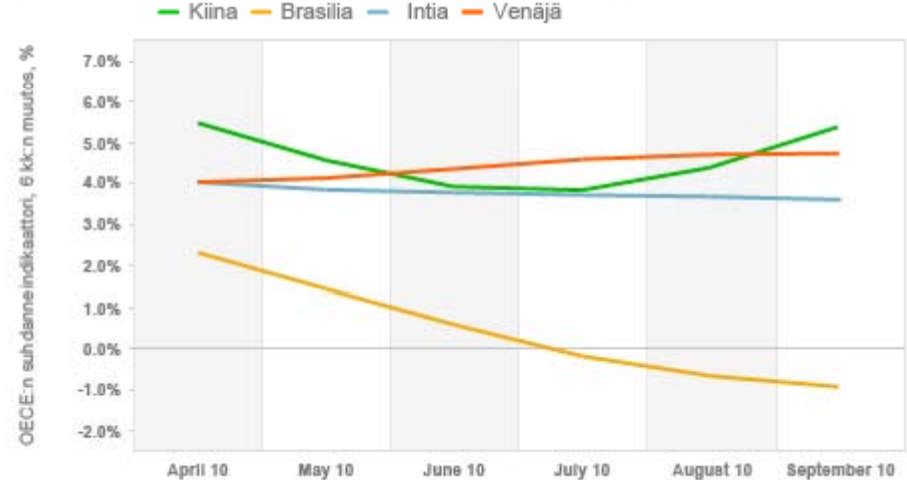


Lähde: Bloomberg

# Venäjän talouden näkymät

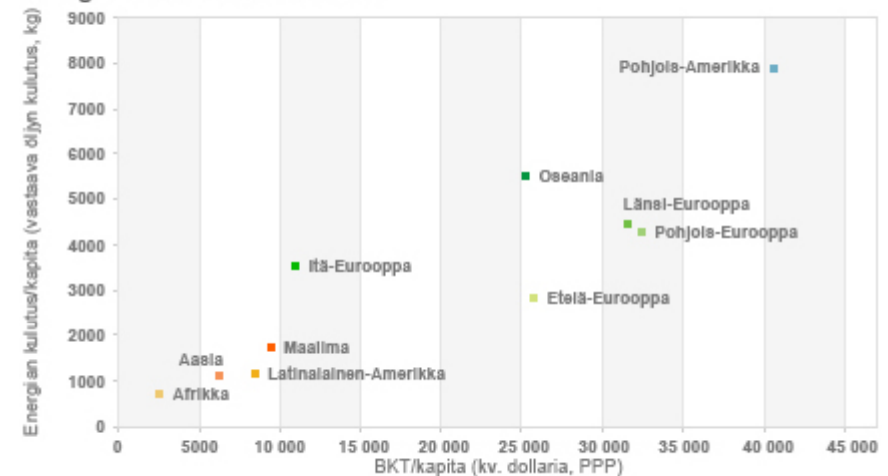
- Venäjän suhdannenäkymä on säilynyt Kiinan ohella BRIC-maista vahvimpana. Kasvun hidastumisesta on toistaiseksi vähän merkkejä.
- Erityisesti Venäjän kotimarkkinakysynnän uskotaan kehittyvän suotuisasti. Kotimaisten kysyntätekijöiden vahvistumisen myötä myös inflaatiovauhti on kääntynyt jälleen nousuun ja on tällä hetkellä 7,5%.
- Venäjän yksipuolinen tuotantorakenne (voimakas riippuvuus energiasektorista) on syklinen riskitekijä mutta pitkällä aikavälillä edelleen uskottava vaurauden lähde.

OECD:n ennakoivat suhdanneindikaattorit, BRIC-maat



Lähde: Bloomberg. OECD. Tapiola Varainhoito Oy

Energian kulutus vs. Elintaso



# Sisältö:

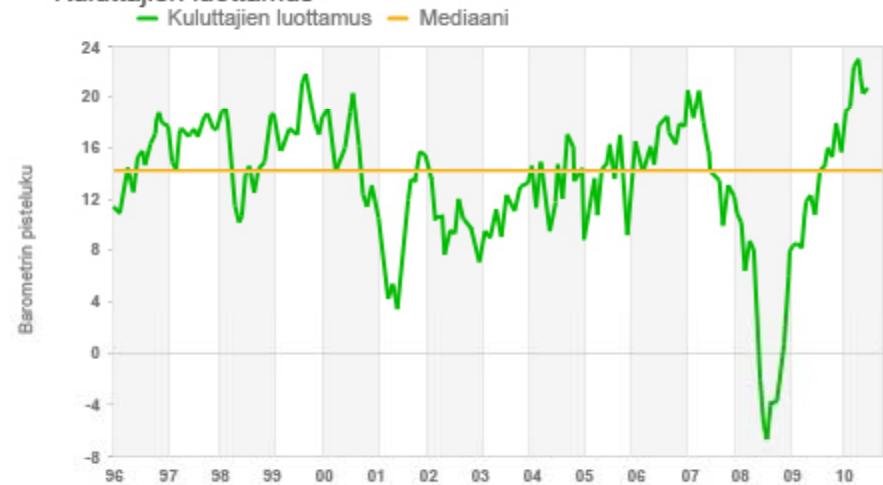


- Maailmantalouden näkymät
- Suomen talouden näkymät
- Rahoitus- ja hyödykemarkkinat
- Keskeiset ennusteet
- Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit
- Sijoitusnäkemys
- Tiivistelmä

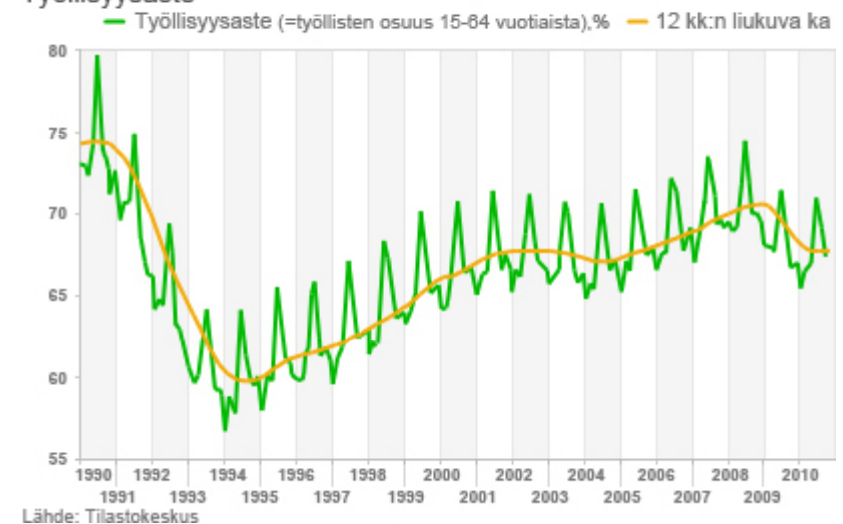
# Suomen talouden näkymät

- Talousluottamus on säilynyt vahvana. Luottamusta on tukenut hyvä ostovoiman kehitys ja alhainen korkotas.
- Reaalisen ostovoiman kehitys kuitenkin heikkenee ensi vuonna ja voi jopa kääntyä negatiiviseksi.
- Ostovoimaa leikkaavat erityisesti verotuksen kiristyminen sekä kustannusinflaation vauhdittuminen.
- Vuoden 2010 myönteisin yllätys on ollut työttömyyden kääntyminen laskuun selvästi odotettua aiemmin. Myös työllisyysaste on hiljalleen paranemassa.

Kuluttajien luottamus

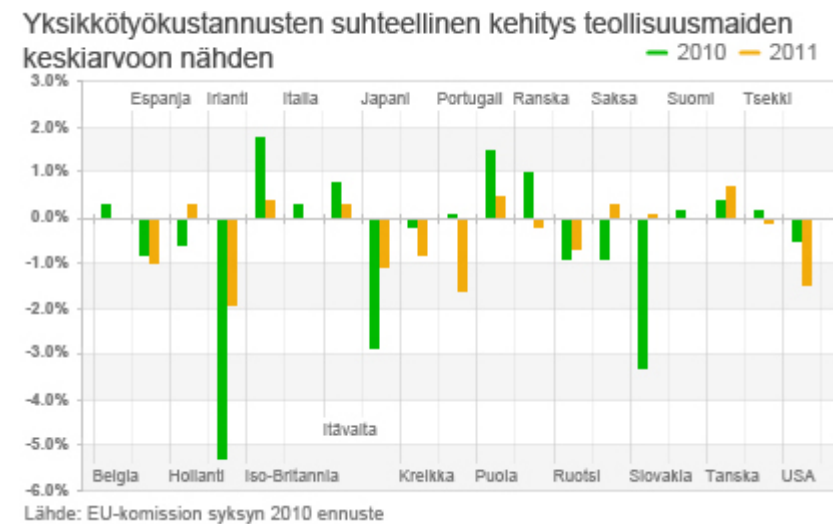
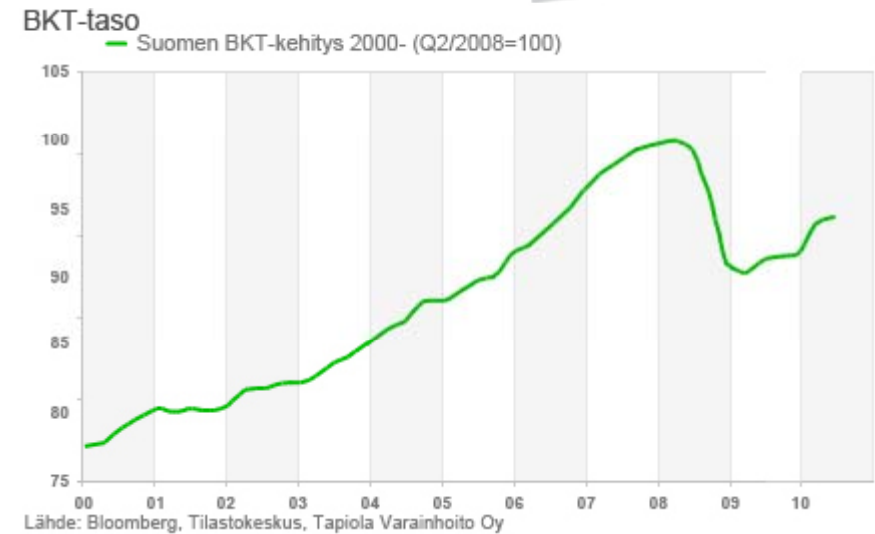


Työllisyysaste



# Suomen talouden näkymät

- Vuoden 2010 vahvasta kasvusta huolimatta kokonaistuotannon taso on edelleen yli 5% edellisen huipputason alapuolella. Edelliselle huipputasolle päästäneen vasta 2013.
- Finanssikriisin jälkeen hävinneet teolliset työpaikat on valtaosaltaan menetetty. Jatkossa kilpailukyvyistä huolehtiminen on ensiarvoisen tärkeitä.
- Yksikkötyökustannusten pitäisi suhteellisesti laskea kilpailijamaihin verrattuna (vrt. esim. Ruotsi ja Saksa).
- Verotuksen kiristyminen vaikeuttaa kilpailukyvyyn ylläpitoa. Välillisten verojen todennäköinen nousu pahentaa kustannusinflaatiota.



# Sisältö:

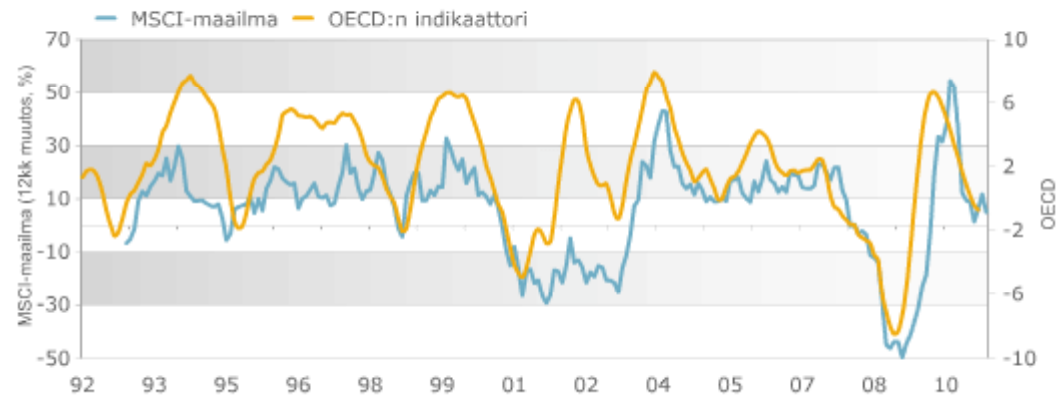


- Maailmantalouden näkymät
- Suomen talouden näkymät
- Rahoitus- ja hyödykemarkkinat
- Keskeiset ennusteet
- Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit
- Sijoitusnäkemys
- Tiivistelmä

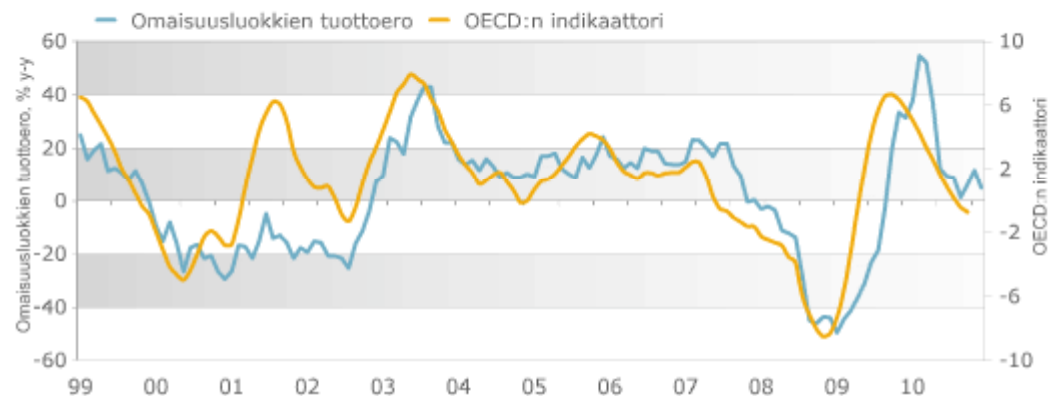
# Rahoitus- ja hyödykemarkkinat

- Erilaiset rahoitus- ja hyödykemarkkina-muuttujat ovat historiallisesti olleet hyviä reaalitalouden ennustajia
- Pörssikurssit ennakoivat suhdanteiden heikkenemistä. Vuosituotot ovat edelleen plussalla, mutta tuottojen maltillistuminen kertoo odotusten heikkenemisestä
- Omaisuusluokkien tuottoero ennakoii suhdanteiden heikkenemistä.
- Omaisuusluokkien tuottoero alkoi kutistua joukkolainojen hyväksi maaliskuussa 2010, mikä vahvistaa hidastumisen olevan käynnissä
- Viimeiset havainnot?

OECD:n ennakoivat indikaattori ja maailman osakemarkkinaindeksi



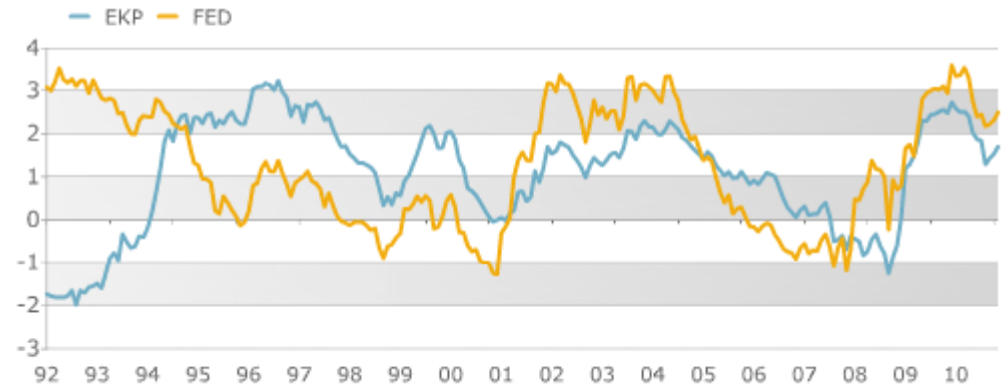
Omaisuusluokkien tuottoero ja OECD:n ennakoiva indikaattori



# Rahoitus- ja hyödykemarkkinat

- Korkeiden aikarakenteen eli tuottokäyrän loiventuminen ennakoivat kasvun hidastumista Yhdysvalloissa ja euroalueella.
- Korkeiden aikarakenteen tulkintaan liittyy nykytilanteessa ongelmia, koska keskuspankit ovat painaneet korot lähelle nolaa. Tuottokäyrän invertoituminen on mahdotonta, koska pitkät korot eivät voi painua nimellisesti negatiiviseksi.
- Raaka-aineiden hinnat ovat perinteisesti ennakoineet kysyntämuutoksia, jonka vuoksi viimeaikainen hintojen nousu voi kertoa viriävästä kasvun vauhdittumisesta

Korkojen aikarakenne



Öljyn hinta



# Sisältö:



- Maailmantalouden näkymät
- Suomen talouden näkymät
- Rahoitus- ja hyödykemarkkinat
- Keskeiset ennusteet
- Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit
- Sijoitusnäkemys
- Tiivistelmä

# Kansainvälisen talouden ennusteet: BKT:n määrän muutos, %

	Tapiola		IMF	
	2011	2012	2011	2012
USA	2,4	2,7	2,3	3,0
Euroalue	0,8	1,0	1,5	1,8
Japani	2,5	1,0	1,5	2,0
Maailma	3,8	3,9	4,2	4,5

Lähteet: Tapiola-ryhmä ja IMF

# Kansainvälisen talouden ennusteet: Inflaatio, %

	Tapiola		IMF	
	2011	2012	2011	2012
USA	1,0	0,8	1,0	1,4
Euroalue	1,0	0,8	1,5	1,5
Japani	-0,5	-0,5	-0,3	0,2
Maailma	2,3	2,3	3,1	2,9

Lähteet: Tapiola-ryhmä ja IMF

# Suomen talouden ennusteet

- Ennustejaksolla painopiste siirtyy viennistä kotimaiseen kysyntään. Nettoviennin positiivinen vaikutus vaimenee jakson loppua kohden.
- Rakentamisen elpyminen näkyy investointien vahvana kasvuna.
- Työttömyyden aleneminen, joka tosin osaltaan johtuu työikäisen väestön supistumisesta, tukee yksityistä kulutusta, vaikka reaalisen ostovoiman kehitys heikkenee.
- Ruuan ja energian hintojen nousu voimistaa inflaatiota 2011; välillisten verojen ja korkotason mahdollinen nousu puolestaan luovat kustannuspainetta 2012.

	2011	2012
BKT, määrän muutos, %	2,5	2,0
Yksityinen kulutus	2,0	2,0
Vienti	5,0	4,0
Tuonti	4,5	4,0
Investoinnit	4,0	3,0
Työttömyysaste, %	7,8	7,4
Inflaatio, %	2,2	2,0

Lähde: Tapiola-ryhmä  
Ennustetta on nostettu tai laskettu edelliseen katsaukseen verrattuna

# Sisältö:



- Maailmantalouden näkymät
- Suomen talouden näkymät
- Rahoitus- ja hyödykemarkkinat
- Keskeiset ennusteet
- Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit
- Sijoitusnäkemys
- Tiivistelmä

# Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit



- Kasvun kestävyys?
- Talouspolitiikka?
- Valtioiden velkakriisi?
- Deflaatio?
- Protektionismi?
- Valvonta ja sääntely?

# Sisältö:



- Maailmantalouden näkymät
- Suomen talouden näkymät
- Rahoitus- ja hyödykemarkkinat
- Keskeiset ennusteet
- Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit
- Sijoitusnäkemys
- Tiivistelmä

# Sijoitusnäkemys (6-12 kk)

## Joulukuu 2010

- Toimintaympäristö** Reaalitalous heikkenee ja rahatalous kevenee. Riskinä deflaatio
- Allokaatiostrategia** Joukkolainat ylipainossa, osakkeet neutraalissa ja käteinen alipainossa
- Korkostrategia** Yrityslainat ylipainossa ja valtionlainat alipainossa
- Osakestrategia** Yhdysvallat ylipainossa, Kehittyvät Markkinat ja Eurooppa neutraalissa sekä Suomi ja Japani alipainossa
- Valuuttastrategia** G3-valuuttariskit auki.

# Sisältö:



- Maailmantalouden näkymät
- Suomen talouden näkymät
- Rahoitus- ja hyödykemarkkinat
- Keskeiset ennusteet
- Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit
- Sijoitusnäkemys
- **Tiivistelmä**

## Tiivistelmä:

- Maailmantalouden kasvu on hidastumassa teollisuusmaiden johdolla. Tekninen vs. tosiasiallinen elpyminen? Kasvun kestävyys?
- Suomen talous kasvaa ja kuluttajien luottamus on noussut ennätysellisen korkealle. Jatkossa tulopolitiikan merkitys korostuu, kun finanssipolitiikan koordinaatiota kiristetään
- Euroalueen talous- ja rahaliiton (EMU) säilyminen edellyttää vahvempaa kasvua, heikompaa euroa, Core-maiden elvyttävämpää finanssipolitiikkaa, EKP:n elvyttävämpää rahapolitiikkaa ja yhtenäisempää finanssipolitiikkaa (Liittovaltio?)
- Ylivelkaantuminen, varallisuuskohteiden (asuntojen ja osakkeiden) hintojen lasku ja resurssien (työvoima ja kapasiteetti) vajaakäyttö ovat merkittäviä deflaatoriskejä
- Teollisuusmaiden rahapolitiikka on ”japanilaistunut” ja epätavanomaiset keinot on otettu uudelleen käyttöön. Tämä ei johda inflaatioon keskipitkällä aikavälillä (n. 2 - 3 v.). Finanssi-inflaatio? Japanin tie?
- Sijoittajalle ja säästäjälle näkemyksellisyys on tärkeämpää kuin aika

**Tämä esitys perustuu Tapiola Varainhoidon näkemyksiin taloudesta ja sijoitusmarkkinasta, eikä ole kehoitus käydä kauppaa sijoitustuotteilla tai -palveluilla. Esityksen sisältämät arviot, tiedot ja mielipiteet perustuvat Tapiola Varainhoidon omiin laskelmiin tai lähteisiin, joita Tapiola Varainhoito pitää oikeina ja luotettavina. Tapiola Varainhoito ei vastaa esityksen mahdollisista puutteista tai virheistä eikä sen käytöstä aiheutuneista välittömistä tai välillisistä vahingoista.**

**Tätä esitystä ei tule yksinomaan käyttää sijoituspäätöksen perustana. Asiakkaan tulee ennen sijoituspäätöksen tekemistä tutustua rahastoesitteisiin jotka ovat saatavissa Tapiola Varainhoito Oy:stä ja osoitteesta [www.tapiola.fi/rahastot](http://www.tapiola.fi/rahastot).**

**Rahastosijoituksen arvo voi nousta tai laskea, eikä rahaston historiallinen tuotto ole taatua tulevastakaan.**

**Tätä esitystä tai sen osaa ei saa jäljentää tai siirtää elektronisesti, kopioimalla, nauhoittamalla tai muuten tallentaa ilman Tapiola Varainhoito Oy:n kirjallista lupaa.**

**Tämä julkaisu on tarkoitettu ainoastaan yksityiseen käyttöön. Kaikki oikeudet pidätetään. Esitystä siteerattaessa on lähteenä mainittava Tapiola Varainhoito Oy.**