

Tapiolan suhdannekatsaus 2/2009

9.12.2009 www.sijoitustalous.fi/raportit_ja_katsaukset

Sisältö

Maailmantalouden näkymät	4	Asunto- ja kiinteistömarkkinat	19
Suomen talouden näkymät	12	Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit	22
Rahoitusmarkkinat	14		

Joulukuu 2009

	2010	2011
USA	2,5	1,5
Euroalue	1,0	0,5
Japani	1,5	1,0
Maailma	3,6	3,0

Lähde: Tapiola-ryhmä

Kansainvälisen talouden taantuma päättyi kesällä ja suuret taloudet kääntyivät nousuun vuoden kolmannella neljänneksellä. Elpymistä tukevat valtioiden mittavat finanssipolitiikan elvytystoimet ja teollisuusmaiden keskuspankkien nollakoron politiikka ja sitä täydentävät epätavanomaiset toimenpiteet. Kasvun kestävyys on kuitenkin epävarmaa. Jatkuuko kasvu, kun talouspolitiikan elvytyksestä aikanaan luovutaan. Elvytystä tarvitaan edelleen, koska kriisi ei ole vielä kokonaan ohi, vaikka pahin on jo takana.

Suomi ajautui maailmantalouden imussa syvään taantumaan. Ennustejaksoilla talous palaa uudelleen kasvu-uralle, deflaatio muuttuu hitaaksi inflaatioksi ja työttömyys saavuttaa huippunsa. Näkymien elpymisestä huolimatta hallituksen tulisi jatkaa elvyttävää finanssipolitiikkaa ja palkkamallit on ensiarvoisen tärkeitä. Veronkorotusten aika ei ole vielä 2010 ja julkisten menojen lisäysten tulisi olla luonteeltaan tilapäisiä. Verotuksen painopistettä tulisi siirtää lähivuosina asteittain palkkaverotuksesta kulutusveroihin. Suomen talouden pitkän aikavälin haasteita ovat väestön ikääntyminen, julkisen talouden velkaantuminen ja teollisen rakennemuutoksen jatkuminen.

Maailmantalous palaa ensi vuonna hitaalle kasvu-uralle ja edessä lienee useiden vuosien hitaan kasvun jakso, jonka aikana velkojen poismaksu ja sääntelyn lisääntyminen rajoittavat kasvumahdollisuuksia. Keskeisten teollisuusmaiden keskuspankit jatkavat nollakoron politiikkaa. Euroalueen pitkät korot pysyvät edelleen alhaisina. Riski dollarin romahduksesta on vähäinen, koska käytännössä muita uskottavia vaihtoehtoja ei ole näköpiirissä. Kiina ei kykene irrottautumaan dollarivarannostaan ilman, että sen omistamien dollarilainojen arvo merkittävästi laskee. Dollarin merkitys reservivaluuttana vähenee kuitenkin lähivuosina. Öljyn hinta pysyy alhaisena, mutta pitkällä aikavälillä öljyn hintaan kohdistuu nousupaineita.

Suurin yksittäinen riski liittyy deflaatioon. Inflaation mahdollisesta kiihtymisestä puhutaan julkisuudessa paljon, mutta lähivuosina deflaatio on paljon suurempi riski. Teollisuusmaiden resurssien (työvoima ja kapasiteetti) vajaakäyttö, varallisuuskohteiden (asunto- ja pörssivarallisuus) hintojen lasku yhdessä yksityisen sektorin velkaantumisen kanssa muodostavat vakavan deflaatoriskin, jota tulisi torjua kaikin keinoin. Yhdysvalloissa, euroalueella, Kiinassa, Japanissa, Englannissa ja Suomessa yleinen hintataso on edelleen laskussa, mutta alkuvuodesta hintojen odotetaan jälleen palaavan nousu-uralle. Mikäli tämä kehitys pitkittyy, riskinä on deflaation siirtyminen odotuksiin ja sitä kautta taloudelliseen päätöksentekoon.

Näkemykset:

Maailmantalous: Maailmantalouden taantuma päättyi kesällä ja suuret taloudet ovat elpymässä

Suomen talous: Suomen talous kääntyy kasvuun viimeisten joukossa ja työttömyys jatkaa nousuaan

Rahapolitiikka: EKP jatkaa elvyttävää rahapolitiikkaa

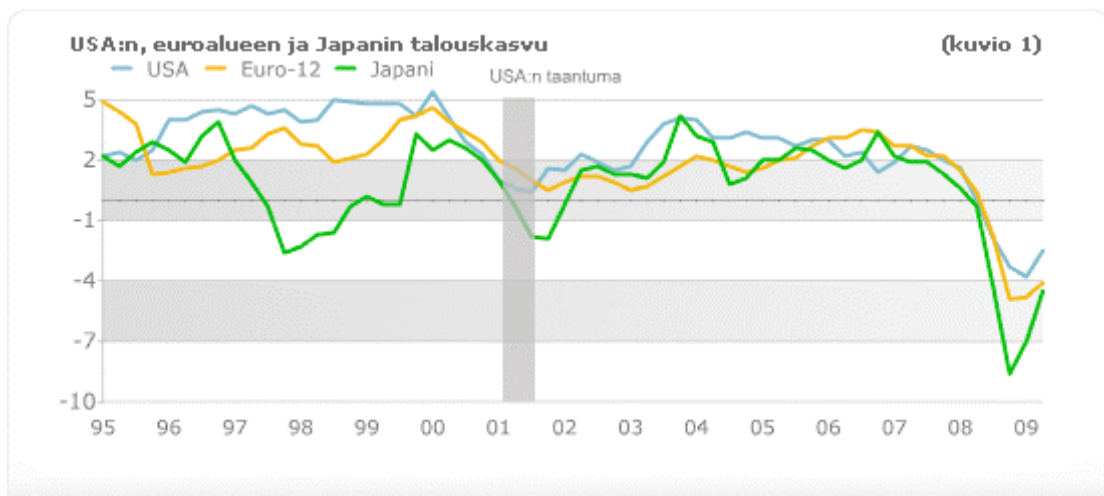
EUR/USD: Dollari on merkittävästi aliarvostettu euroa vastaan

Lisätiedot: Tapiola-ryhmä / pääekonomisti ja apulaisjohtaja Jari Järvinen / 09-453 2049

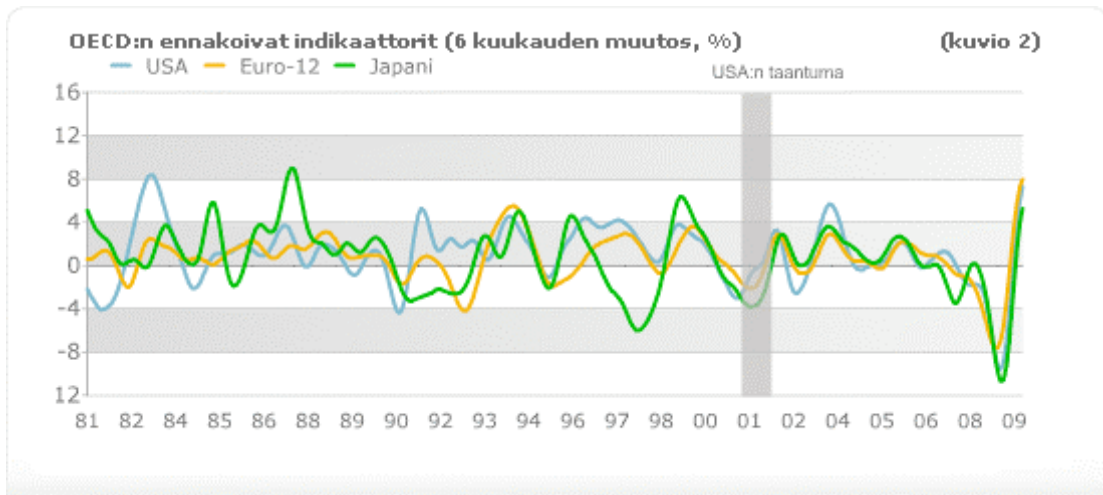
1. Maailmantalouden näkymät

Maailmantalouden taantuma päättyi kesällä

Maailmantalouden taantuma päättyi kesällä ja vuoden kolmannella neljänneksellä teollisuusmaiden taloudet kasvoivat edelliseen neljännekseen verrattuna. Sen sijaan vuoden takaiseen verrattuna kokonaistuotanto oli Yhdysvalloissa -2,5 prosenttia, euroalueella -4,1 prosenttia ja Japanissa -4,5 prosenttia alhaisemmalla tasolla. Kiinassa tuotanto sen sijaan kasvoi +8,9 prosenttia vuodentakaisesta. Euroalueen, Yhdysvaltojen ja Japanin samanaikainen elpyminen kertoo siitä, kuinka tiiviisti suuret taloudet ovat nykyisin kytkeytyneet toisiinsa erilaisten raha- ja reaalityaloudellisten kytkösten kautta. Yhdysvalloista liikkeelle lähtenyt kansainvälinen luottokriisi on leikannut kasvua joka puolella. Tässä ympäristössä myös talouspolitiikan koordinaation täytyy toimia.



OECD:n ennakoivien indikaattoreiden mukaan teollisuusmaiden suhdanneodotukset ovat vahvistuneet alkuvuoden jyrkän pudotuksen jälkeen (kuvio 2). Viimekuukausien hyvä uutisvirta kertoo siitä, että talouksien taantuma on päätynyt ja elpyminen on alkanut. Suhdanneosoittimet ennakoivat käännepisteitä ja reaalityalouden suuntaa noin 6 - 9 kuukautta eteenpäin. Ennakoivien indikaattoreiden mukaan käännepiste ajoittui viime touko-kesäkuulle. Maittain kuvaajat ennakoivat suhdanteiden vahvistumisen jatkuvan suurissa teollisuusmaissa vuoden 2010 alkupuoliskolla, mutta kasvun kestävyys on epävarmaa vuoden jälkimmäisellä puoliskolla. Keskeisten kehittyvien talouksien (Brasilia, Venäjä, Intia ja Kiina) näkymät ovat myös parantuneet jyrkän laskun jälkeen. Teollisuusmaiden ongelmat välittyvät kehittyviin talouksiin ulkomaankaupan, rahoitus- ja hyödykemarkkinoiden sekä erilaisten luottamusindikaattoreiden heikkenemisen kautta.



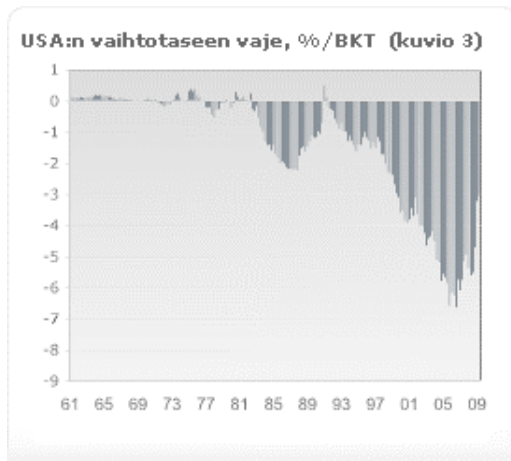
Yhdysvaltain velkaongelma rajoittaa talouden kasvumahdollisuuksia

Yhdysvallat on toipumassa taantumasta. Asunto- ja rahoitusvarallisuuden nousu yhdessä elvyttävän talouspolitiikan kanssa auttavat tilapäisesti, mutta yksityisen sektorin velkojen takaisinmaksu ja liittovaltion budjettivaje rajoittavat talouden kasvumahdollisuuksia pidemmällä aikavälillä (taulukko 1). Yhdysvaltain talouden taantumaa seuraava vuosien hitaan kasvun jakso on kuitenkin välttämätön kehityskulku maailmantalouden pidemmän aikavälin kasvunäkymien kannalta. Pitkään jatkuneen velkavetoisen kasvun mukanaan tuomat epätasapainot edellyttävät joko syvää tai pitkäkestoista ja miedompaa korjausliikettä. Korjausliike lähti liikkeelle Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta kesäkuussa 2006, jonka jälkeen vuorossa olivat pankkien väliset rahamarkkinat (elokuu 2007-), pankkijärjestelmä ja reaali taloudet (v. 2008-) ja työmarkkinat (v. 2009-).

Kansainvälisen talouden ennusteet: BKT:n määrän muutos, % (taulukko 1)

	Tapiola		IMF	
	2010	2011	2010	2011
USA	2,5	1,5	1,5	2,8
Euroalue	1,0	0,5	0,3	1,3
Japani	1,5	1,0	1,7	2,4
Maailma	3,6	3,0	3,1	4,2

Lähteet: Tapiola Pankki ja IMF, n/a=ennustetta ei saatavilla
 Ennustetta on nostettu tai laskettu edelliseen katsaukseen verrattuna



Vaihtotaseen vaje on ollut Yhdysvaltain talouden kesto-ongelma jo vuosia, mutta nyt tämä ongelma on helpottamassa dollarin heikkenemisen ja Yhdysvaltain talouden taantuman seurauksena. Vaihtotaseen vaje oli painunut kesäkuun 2009 lopussa jo noin 400 miljardiin dollariin (kuvio 3). Tämä on alhaisin lukema sitten vuoden 2001. Yhdysvaltain talouden elpymässä vaihtotaseen vaje alkaa jälleen kasvaa.

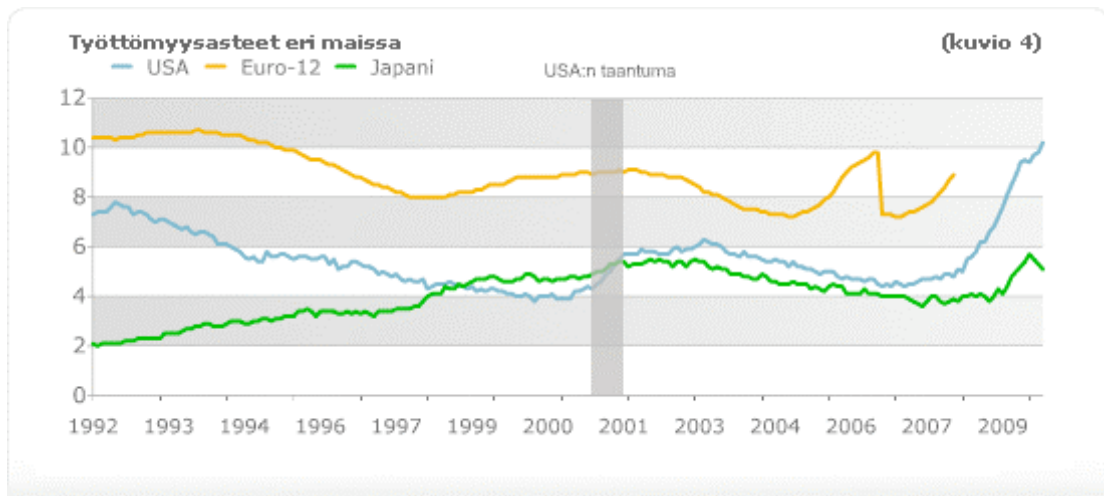
Yhdysvaltain asuntomarkkinat ovat toipumassa

Talouden elpymisen ja pankkijärjestelmän tervehtymisen näkökulmasta asuntomarkkinoiden tasapainottuminen on avainasemassa. Mikäli asuntojen hinnat jatkavat laskuaan, pankit joutuvat edelleen kirjaamaan luottotappioita, mikä syö niiden omia pääomia ja rajoittaa luotonantoa. Tällä olisi negatiivisia vaikutuksia kulutukseen ja investointeihin. Tuoreimpien tilastojen mukaan asuntojen hinnat ovat nousseet noin viisi prosenttia viime toukokuusta. Vuodentakaiseen verrattuna asuntojen hinnat laskivat syyskuussa S&P/Case-Shiller -asuntohintaindeksin mukaan -9,4 prosenttia vuodentakaisesta. Kesäkuun 2006 huipulta hinnat ovat laskeneet noin 30 prosenttia. Aikaisempien finanssikriisien jälkeiset korjausliikkeet asuntomarkkinoilla ovat kestäneet keskimäärin 5 - 6 vuotta ollen voimakkuudeltaan keskimäärin 40 prosenttia, joten asuntomarkkinoiden alamäki ei ole välttämättä vielä ohi ja saattaa jatkua vielä vuosia.

Yhdysvaltain syvä taantuma...

Raha- ja finanssipolitiikan kevennykset vaikuttavat reaalityouteen vasta viipeellä. Parhailaan käynnissä oleva luottokriisi tekee rahapolitiikasta tehotonta: koronlaskut eivät välity talouteen, koska pankit samanaikaisesti kiristävät omaa luotonantoaan ja yksityinen sektori maksaa mieluummin nykyisiä lainojaan takaisin. Finanssipolitiikan merkitys kasvaa nykyisenkaltaisessa tasetaantumassa (tasetaantumalla tarkoitetaan tilannetta, jossa kotitalouksien ja yritysten varojen arvo on laskenut suhteessa velkoihin, jolloin talousyksiköt eivät keskity maksimoimaan voittoja, vaan minimoimaan velkoja). Tästä seuraa, että rahapolitiikka on tehotonta ja finanssipolitiikka tehokasta. Velkaelvytys on nykytilanteessa perusteltua, koska vaihtoehtona olisi taantuman syveneminen ja pitkittyminen, mikä voisi johtaa suoranaiseen lamaan ja deflaatioon.

...on nostanut työttömyysasteen yli luonnollisen tasonsa



Yhdysvaltain talouden nopea jäähtyminen on näkynyt myös työmarkkinoilla. Työttömyysaste oli lokakuussa jo 10,2 prosenttia, mikä ylittää vajaan viiden prosentin luonnollisen tasonsa (kuvio 4). Globalisaatio on muuttanut inflaatiodynamiikkaa eikä työttömyyden ja inflaation välinen yhteys enää toimi suoraviivaisesti (taulukko 2). Ainoastaan hyvin voimakkaalla työttömyysasteen nousulla (n. 8 - 10 prosenttia) on hintoja laskeva vaikutus. Kustannuspuolen (ts. energia ja elintarvikkeet) inflaatiopaineet ovat poistuneet ja tilalle on tullut deflaation uhka. Työttömyyden nousu, kapasiteetin vajaakäyttö, raaka-aineiden hintakuplan puhkeaminen, varallisuuskohteiden (asunto- ja rahoitusvarallisuus) hintojen lasku ja yksityisen sektorin velkaantuminen ovat kaikki deflatorisia tekijöitä. Riski deflaatiosta on todellinen ja sitä tulisi torjua kaikin keinoin.

Kansainvälisen talouden ennusteet: Inflaatio, % (taulukko 2)

	Tapiola		IMF	
	2010	2011	2010	2011
USA	1,5	2,0	1,7	1,8
Euroalue	1,0	1,5	0,8	0,8
Japani	-1,0	-0,5	-0,8	-0,4
Maailma	1,8	2,3	2,9	2,8

Lähteet: Tapiola-ryhmä ja IMF, n/a=ennustetta ei saatavilla
 Ennustetta on nostettu tai laskettu edelliseen katsaukseen verrattuna

Euroalueen taantuma päättyi kesällä

Euroalueen talous kääntyi Saksan johdolla kasvuun vuoden kolmannella neljänneksellä supistuttuaan sitä ennen viisi peräkkäistä vuosineljännestä. Ennustejaksolla talouskasvu jäänee keskimäärin alle potentiaalisen kasvu-uransa (n. 1,7 prosenttia). Euroopan Yhteisöjen tilastoviranomaisen (Eurostat) mukaan euroalue kasvoi vuoden kolmannella neljänneksellä +0,4 prosenttia edellisestä neljänneksestä. Vuodentakaiseen verrattuna tuotanto on supistunut -4,1 prosenttia. Euroalueen näkökulmasta Saksan kasvunäkymien paraneminen on hyvä uutinen ja osoitus siitä, että kansainvälinen kysyntä on piristymässä ja talouspolitiikan elvytystoimet toimivat. Luottokriisi rantautui syksyllä 2008 Eurooppaan ja samaan aikaan sekä raha- että

finanssipolitiikalla reagoitiin tilanteeseen nopeasti. Korvoja laskettiin ja rahaliiton jäsenmaat aloittivat finanssipoliittisen elvytyksen. Euroalueen elvytyspaketit ovat keskimäärin pienempiä kuin Yhdysvaltain tai Kiinan vastaavat, mutta sinänsä oikeansuuntaisia toimenpiteitä.

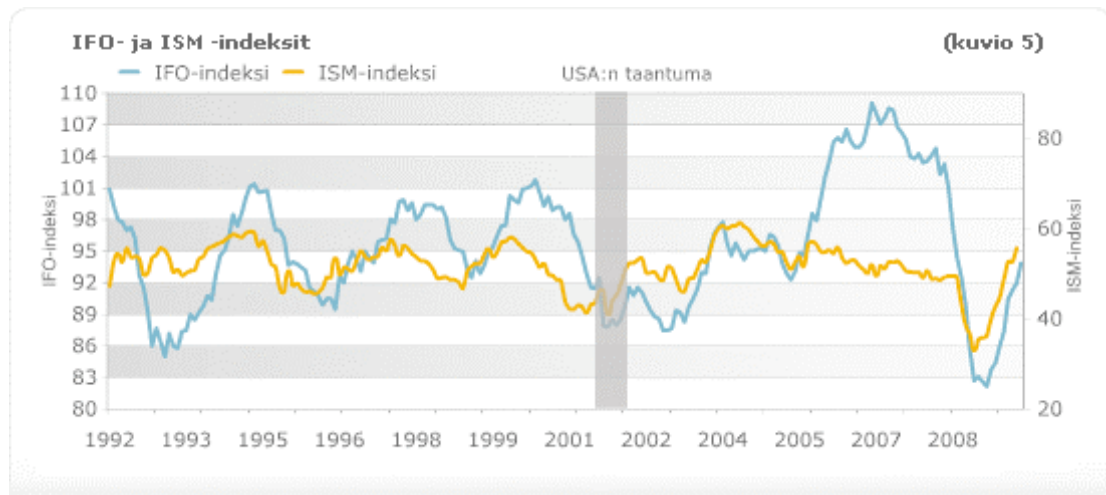
Vaikka euroalueen näkökulmasta maailmantalouden kasvun vauhdittuminen kasvattaa vientiä, euron vahvistuminen uhkaa yritysten hintakilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla. Euro on jälleen vahvistunut dollaria ja dollarikytkösten kautta myös Aasian ja Lähi-idän öljymaiden valuuttoja vastaan. Vahvempi euro heikentää euroalueen kilpailukykyä ja yritykset joutuvat siirtämään tuotantoa eri valuutta-alueille tai menettävät markkinaosuuksiaan.

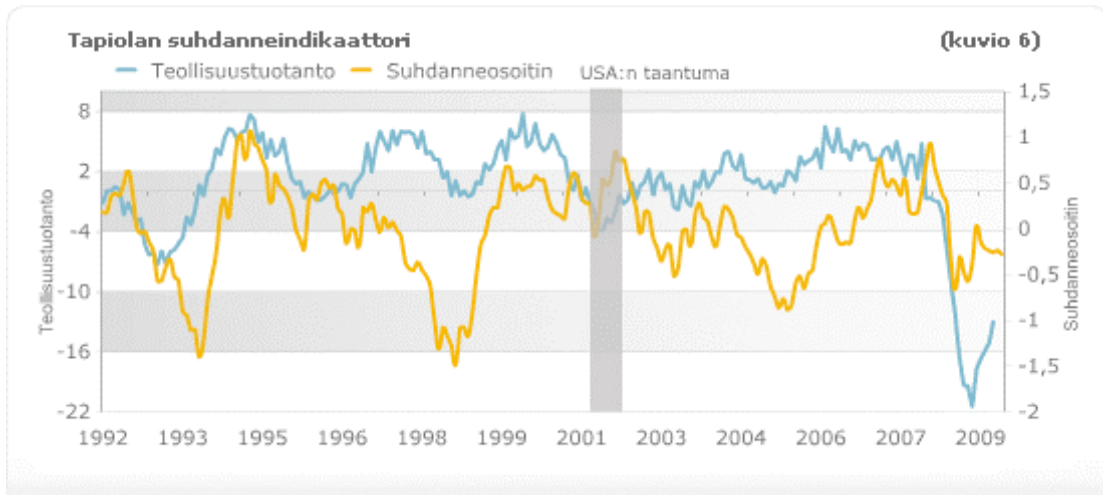
Euroalueen suuri ongelma on edelleen heikko kotimainen kysyntä, jota tulisi tukea elvyttävän talouspolitiikan keinoin. Luottokriisin oloissa kasvu- ja vakaussopimuksesta tulkitaan joustavasti ja velkaelvytyksen seurauksena julkisen talouden alijäämät kohoavat suurissa euromaissa 5-6 prosenttiin kokonaistuotannosta sallitun kolmen prosentin sijasta. Velan määrän kasvu suhteessa kokonaistuotantoon johtuu siitä, että verotulot ovat supistuneet voimakkaasti samaan aikaan kun julkisia menoja on lisätty. Velkaelvytykselle ei kuitenkaan ole vaihtoehtoa. Nykyisessä tilanteessa, jossa rahapolitiikan välittyminen pankkijärjestelmän kautta (luotonanto ja luotonkysyntä) ei toimi.

Miten euroalueen taloudet saadaan kestäväan nousuun? Helppoja vastauksia ei ole ja toimenpiteet edellyttävät sekä elvyttävää raha- ja finanssipolitiikkaa että rakenteellisia uudistuksia työ- ja hyödykemarkkinoille. Hallitusten tulisi jatkaa elvyttävää finanssipolitiikkaa ja EKP:n tulisi pitäytyä alhaisen reaalikoron politiikassa lähivuodet. Nämä toimet auttavat lyhyellä aikavälillä, mutta pitkän aikavälin näkökulmasta talouden rakenteet ovat avainasemassa.

Euroalueen ennakoivat indikaattorit ovat kääntyneet nousuun

Saksan yritysalamän luottamusta mittaava IFO-indeksi on jatkanut nousuaan ennakoiden Saksan ja sitä kautta koko euroalueen talouksien vahvistumista (kuvio 5). Myös kuluttajien ja yritysten luottamusindikaattorit ovat vahvistuneet viime kuukausina. Odotusilmapiirin paraneminen on sopusoinnussa Yhdysvaltain vastaavien mittareiden kanssa. Oma euroalueen teollista tuotantoa ennakoiva indikaattorimme on kuitenkin jo kääntynyt uudelleen laskuun ennakoiden taloudellisen toimeliaisuuden hidastumista ensi keväänä (kuvio 6).





Japanin talous kasvoi Yhdysvaltoja ja Eurooppaa voimakkaammin

Japanin talous kääntyi vahvaan nousuun vuoden toisella neljänneksellä Yhdysvaltoja ja Eurooppaa aikaisemmin. Vuoden kolmannella neljänneksellä talous kasvoi +1,2 prosenttia edellisestä neljänneksestä. Vuodentakaiseen verrattuna miinus (-4,5 prosenttia) on kuitenkin suurten teollisuusmaiden pahimpia. Japanin talouden potentiaalinen kasvu-ura on ainoastaan 1 - 1,5 prosenttia. Potentiaalinen kasvu-ura kertoo, kuinka paljon talous voi kasvaa ilman inflaatiopaineita. Talouden alhainen potentiaalinen kasvu-ura on seurausta väestön ikääntymisestä ja siihen liittyvästä työvoiman tarjonnan vähenemisestä.

Japanin taloutta on jo pitkään rasittanut yritysten tasettaantuma, joka on seurausta 90-luvun alun pörssi- ja asuntokuplien puhkeamisesta. Varallisuusarvojen laskiessa yritykset joutuvat keskittymään minimoimaan velkojaan voiton maksimoinnin sijasta. Tässä tilanteessa edes nollakoron politiikka ei auta, vaikka korkotaso olisi pitkään nolla, koska luotonkysyntää ei yksinkertaisesti ole. Taseiden korjaus vie vuosia – jopa vuosikymmeniä. Tämä on syytä pitää mielessä myös Yhdysvalloissa, Englannissa ja Suomessa, jossa yksityinen sektori on velkaantunut voimakkaasti viime vuosina. Nyt korot ovat näissä maissa nollan tuntumassa ja valtiot velkaantuvat. Askelmerkit ovat samansuuntaisia kuin Japanissa 90-luvun alussa. Nyt ei pidä kiirehtiä budjetin tasapainottamisen kanssa. Sen aika tulee myöhemmin.

Japanin etu on se, että Japanin pankkijärjestelmä on paremmassa kunnossa kuin Yhdysvaltain ja Euroopan järjestelmät. Kansainvälisen valuuttarahasto IMF:n arvion mukaan nyt on kirjattu noin puolet eli 1,6 miljardia dollaria alas ja toinen vastaava summa on vielä odotettavissa ennen kuin pankkien taseet ovat kunnossa. Uutistoimisto Bloombergin mukaan Japanilaisten pankkien tappiot ovat toistaiseksi olleet alle viiden prosentin luokkaa kaikista raportoiduista tappioista.

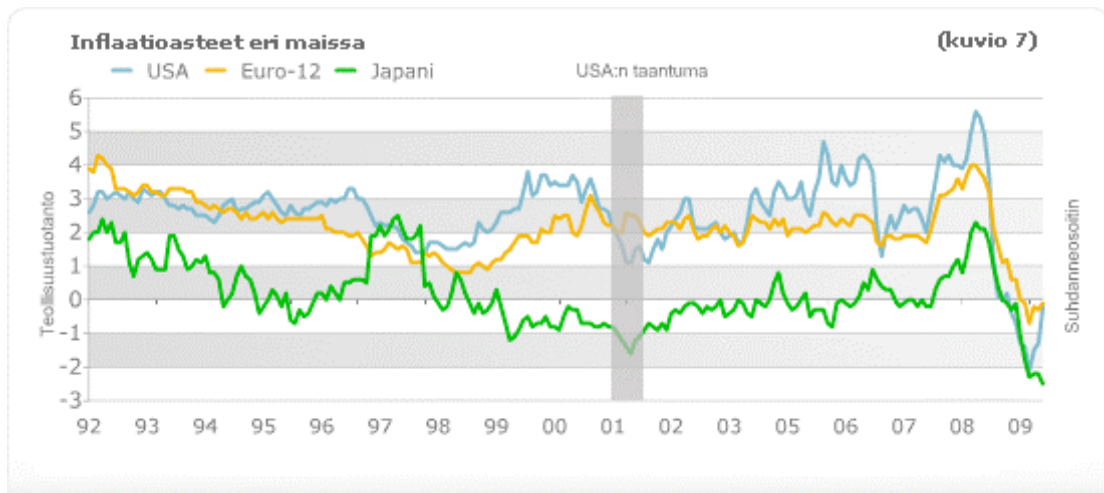
Japanin talouden kesto-ongelma viimeisen 20 vuoden ajan on ollut deflaatio. Edes alhaiset korot eivät ole käynnistäneet kestävästä inflaatiodynamiikkaa. Alhaisten korkojen myötä Japanin talous on ollut käytännössä jo useita vuosia perinteisessä Keynesiläisessä likviditeettiloukussa (likviditeettiloukku tarkoittaa tilannetta, jossa rahapolitiikka on tehotonta, koska korot ovat nollan tuntumassa eikä luotonkysyntää ole). Tilanteen tekee ongelmalliseksi se, ettei finanssipolitiikka ole myöskään saanut kasvua aikaiseksi. Mittavat veronalennukset eivät ole kanavoituneet kulutukseen, vaan säästämiseen ja seurauksena on ollut julkisen talouden velkaantuminen. Edes Japanin keskuspankin vuosituhannen vaihteen elvyttävä rahapolitiikka (nollakorot + määrällinen elvytys) ei ole saanut inflaatiota pysyvästi liikkeelle. Tästä seuraa se, ettei valtioiden velkaantuminen yhdessä nollakoron politiikan ja määrällisen elvytyksen kanssa johda automaattisesti inflaatioon.

Jenin vahvistuminen dollaria vastaan haittaa Japanin vientiä

Japanin jenin vahvistuminen dollaria ja dollarikytkösten kautta myös useiden kehittyvien talouksien valuuttoja vastaan heikentää talouden kilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla ja vaikeuttaa vientiä. Nämä kielteiset vaikutukset reaalityalouteen tulevat kuitenkin vasta viiveellä. Marraskuun loppuun mennessä jeni on vahvistunut dollaria vastaan noin 10 prosenttia vuoden takaiseen verrattuna. Todellisuudessa Japanin kilpailukyky on heikentynyt vähemmän, koska samaan aikaan Japanissa hinnat ovat laskeneet enemmän kuin Yhdysvalloissa. Tästä seuraa, että vuoden takaiseen verrattuna jeni on vahvistunut ”reaalisesti” dollaria vastaan noin 8 prosenttia. Sen sijaan euroa vastaan jeni on heikentynyt 8 prosenttia vuodentakaiseen verrattuna.

Japanissa yleinen hintojen lasku jatkuu

Japanin talouden vakavimpiin ongelmiin on jo pitkään kuulunut deflaatio eli yleisen hintatason lasku. Deflaatio on ongelmallinen taloudelle, koska se antaa talousyksiköille kannustimen siirtää kulutusta tulevaisuuteen. Tuoreimpien lokakuun inflaatiolukujen mukaan hinnat laskivat keskimäärin -2,5 prosenttia vuodentakaisesta. Tänä vuonna hinnat eivät ole nousseet yhtenkään kuukautena. Työttömyyden nousu kiihdyttää palkkojen laskua ja hillitsee sitä kautta kustannusinflaation kehittymistä eikä kysyntäinflaatiosta ole pelkoa nykyisen maailmanlaajuisen taantuman oloissa (kuvio 7).



Kehittyvät markkinat

Globaali finanssikriisi hidastaa kehittyvien markkinoiden talouskasvun tänä vuonna selvästi alle 2 prosentin. Vaikka elpyminen on monilla alueilla jo käynnistynyt, maailmanmarkkinoiden kysyntätekijöiden hauraus viivästyttää paluuta kestäväälle kasvu-uralle. Kehittyvien talouksien sisällä talouskehityksessä nähtäneen huomattavia eroja, riippuen talouksien rahoitusasemasta sekä kyvystä uudistaa tuotantorakennetta.

Kehittyvä Aasia

Kehittyvä Aasia Kiinan johdolla on kestänyt finanssikriisin ja sitä seuranneen maailmantalouden taantuman muita talusalueita paremmin. Alkuvuoden notkahduksesta huolimatta alueen odotetaan yltävän kuluvana vuonna yli 6 prosentin talouskasvuun. Kehittyvän Aasian suhteelliselle menestykselle on kaksi keskeistä selittäjää. Ensimmäinen on alueen huomattava rahoitusylijämäisyys. Vaikka kansantalouksien investointiasteet ovat Kehittyvässä Aasiassa aivan omaa luokkaansa, alueen talouksien säästämisasteet ovat vieläkin korkeammat. Kokonaissäästöjen noustessa lähes 50 prosenttiin kansantulosta

globaali finanssikriisi ei ole asettanut muihin talousalueisiin verrattavia rajoitteita yksityiselle kulutukselle ja investoinneille.

Toinen keskeinen selitys on Kiinan poikkeuksellisen massiivinen ja nopea elvytyspolitiikka. Kiinan valtiolla oli ”reservissä” paljon julkisia investointiprojekteja, jotka kyettiin käynnistämään hyvin nopeasti finanssikriisin puhjettua syksyllä 2008. Kiinan lähes 600 miljardin dollarin elvytyspaketti on myös volyymiltaan talouden kokoon nähden yksi mittavimmista.

Kiina ei kuitenkaan voi loputtomasti kasvaa investoimalla infrastruktuuriin ja tuotantokapasiteettiin. Jatkossa Kiinan talouskasvu määrittyy entistä enemmän kotimaisen kysynnän ehdoilla. Kiinan on jatkettava taloutensa rakennemuutosta, jossa länsivientiin viritetty tuotantorakenne suuntautuu palvelemaan enemmän kotimarkkinoiden tarpeita. Kotimarkkinoiden kehityksen tukeminen edellyttää Kiinan keskusjohtoisen talouden jäykkyyksien purkamista; ennen kaikkea joustavampia hintoja niin hyödyke-, korko- kuin valuuttamarkkinoillakin.

Itä-Eurooppa ja Venäjä

Vaikeimman reaalityalouden taantumana finanssikriisi on aiheuttanut Itä-Euroopan sekä Venäjän ja IVY-maiden talouksiin. Itä-Euroopan alueen kokonaistuotannon odotetaan supistuvan tänä vuonna noin 5 prosenttia ja Venäjän sekä IVY-maiden yhteensä jopa 6-7 prosenttia. Myös elpymisestä ennustetaan hidasta. Monet alueen talouksista saavuttavat kokonaistuotannossa edellisen huipputasoa vasta 2012 - 2013 – Baltian maat vielä huomattavasti myöhemmin. Venäjä on vaihtotaseeltaan vahvasti ylijäämäinen talous ja ali-investoituna markkinana sillä pitäisi olla parhaat edellytykset palauttaa talous tukevalle kasvu-uralle vuoden 2010 aikana. Venäjän riskitekijöitä ovat kuitenkin korkea energia- ja luonnonvarariippuvuus, valtiontalouden kapea tulopohja sekä kansalaisyhteiskunnan ja omaisuuden suojan puutteet, jotka voivat karkottaa kansainvälisiä sijoittajia.

Itä-Euroopan maissa erityinen ongelma on ulkomaisen velan kasvavat korkomenot, joiden bkt-osuus on noussut jo selvästi yli 20 prosenttiin ja ovat nimellisen kokonaistuotannon kasvuun nähden kestävämmällä tasolla. Venäjän ja IVY-maiden tilanne on tässä suhteessa merkittävästi parempi.

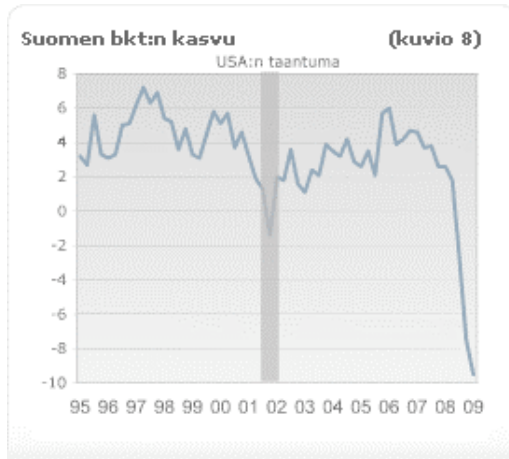
Latinalainen-Amerikka

Latinalaisen Amerikan bruttokansantuotteen ennustetaan supistuvan tänä vuonna noin 2,5 prosenttia mutta näkymä ensi vuodelle on syksyn mittaan selvästi parantunut. Esimerkiksi Brasilian talouteen on alkanut virrata runsaasti ulkomaista pääomaa, mikä onkin tervetullutta, sillä Brasilia kärsii kehittyväksi taloudeksi erittäin alhaisesta investointiasteesta. Hyötyjen lisäksi ulkomaisten pääomavirtojen voimistuminen luo kuitenkin myös riskejä: Reaalisen valuuttakurssin vahvistuminen saattaa heikentää vientisektorin kilpailukykyä ja rahan tarjonnan kasvaminen voi kiihdyttää inflaatiota sekä kulutustavaroissa että varallisuusarvoissa.

2. Suomen talouden näkymät

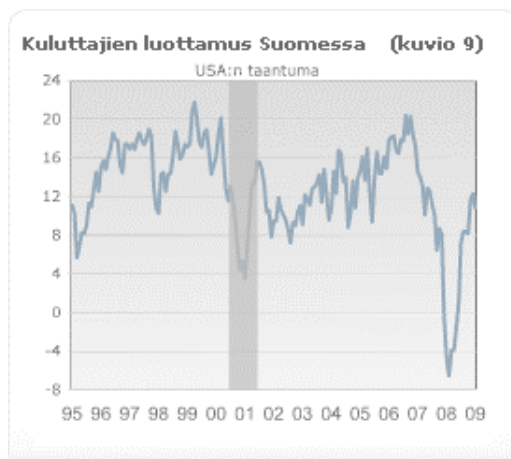
Vuoden kolmannella neljänneksellä Suomen bruttokansantuote kääntyi lievään nousuun. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan Suomen kokonaistuotanto kasvoi heinä-syyskuussa 0,3 (-0,3) prosenttia edellisestä vuosineljänneksestä. Vuodentakaiseen verrattuna BKT:n muutos oli - 9,1 (-9,1) prosenttia. Kokonaiskysynnän pääkomponenteista yksityinen kulutus supistui vuodentakaisesta 1,1 prosenttia, vienti 26,6 prosenttia ja investoinnit 20,0 prosenttia.

Talous kääntymässä hitaaseen nousuun



Suomen teollisuus on finanssikriisin ja maailmanlaajuisen taantuman seurauksena läpikäymässä jopa rajumpaa murrosvaihetta kuin 1990-luvun lamakautena. Suomen tärkeimmillä vientimarkkinoilla kokonaistuotanto supistuu tänä vuonna huomattavasti enemmän kuin maailmantaloudessa keskimäärin. Velkavetoisen kasvumallin purkautuminen ja yksityisten kysyntäerien voimakas hidastuminen ovat synnyttäneet maailmantalouteen huomattavaa ylikapasiteettia. Suomen viennissä keskeisellä sijalla olevien investointitavaroiden kysyntä voi siksi pysyä heikkona odotettua pidempään.

Kysynnän heikkous maailmanmarkkinoilla ei kuitenkaan yksin selitä elpymisen hitautta Suomen taloudessa; kyse on myös kilpailukyvyn puutteesta. Suomalaiset vientiyritykset eivät toistaiseksi ole saaneet osaansa orastavasta maailmankaupan piristymisestä. Vahva euro selittää heikkoa kehitystä euroalueen ulkopuolisiin kilpailijamaihin verrattuna mutta ei huomattavaa viivettä uusien tilauksien saannissa esimerkiksi suhteessa Saksan teollisuuteen.



kysynnän palautuminen kansainvälisillä markkinoilla jatkuu häiriöittä, mahdollisuudet huomattavasti ripempäänkin kasvuun vuonna 2011 ovat kuitenkin olemassa.

Vaikka viestit suomalaisen teollisuuden näkymien vakautumisesta ovat vasta heikkoja, uskomme vientiteollisuuden vähittäisen elpymisen kääntävän myös koko talouden kasvuun. Kansainvälisen talouden suhdannenäkymien paranemisen vuoksi olemme nostaneet vuoden 2010 kasvuennustemme 1,0 (-0,3) prosenttiin. Kasvu jää siis vuositasolla edelleen varsin vaatimattomaksi, koska vuoden 2009 jyrkkä bruttokansantuotteen pudotus painaa vuoden 2010 kokonaistuotannon lähtötason huomattavasti vuoden 2009 lähtötasoa alemmaksi. Hitaan elpymisen vuoksi ennustamme bruttokansantuotteen kasvun jäävän vuonna 2011 1,5 (-) prosenttiin. Mikäli

Työttömyys nousee, inflaatio pysyy alhaisena

Teollisuuden rakennemuutoksen vuoksi työttömyys nousee ensi vuonna selvästi. Lisäksi riskinä on, että vientiteollisuuden voimakkaat sopeuttamistoimet alkavat jatkossa heijastua entistä laajemmin myös kotimaisiin palvelusektorin yrityksiin. Maailmankaupan kestävä elpyminen hidastaisi työpaikkojen menetysvauhtia mutta ennakoitua heikompi kehitys voisi laukaista irtisanomispaineiden leviämisen myös kotimarkkinayrityksiin.

Ennustejakson (2010-2011) loppuun mennessä taloudesta häviää pysyvästi jopa 150 000 työpaikkaa. Ennen kuin tuotannontekijöiden ”kierrättäminen” uusille aloille toteutuu, työttömien määrä nousee pahimmillaan yli 400 000. Työttömyysasteen huippu asettunee siten 13-14 prosenttiin vaiheille ja ajoittuu talveen 2010-2011. Ensi vuoden keskimääräiseksi työttömyysasteeksi ennustamme edelleen 11,2 (11,2) prosenttia. Työllisyys tuskin alkaa merkittävästi parantua vielä vuonna 2011 mutta tarjolla olevan työvoiman supistuminen kääntää työttömyysasteen laskuun ennustejakson lopulla. Ennustemme vuoden 2011 keskimääräiseksi työttömyysasteeksi on 11,0 (-) prosenttia.

Talouden elpyminen palauttaa kuluttajahintojen muutoksen jälleen positiiviseksi. Vuoden 2010 alussa kuluttajahintojen lähtötaso on kuitenkin vuodeen 2009 nähden selvästi alhaisempi, minkä vuoksi hintatason vuosimuutos pysyy matalana koko ensi vuoden. Vuoden 2010 keskimääräisen inflaatiovauhdin osalta pitäydymme aiemmassa ennusteessamme 0,7 (0,7) prosenttia. Vuonna 2011 odotamme inflaation kiihtyvän keskimäärin 1,5 (-) prosenttiin.

Talouspolitiikka herkässä vaiheessa

Suhdanneherkkänä kansantaloutena Suomi tarvitsee vahvaa julkista taloutta, joka pystyy aidosti pehmentämään suhdannekuoppien vaikutusta talouteen ja estämään suurtyöttömyyden. Eurooppalaisessa viitekehyksessä Suomella on edelleen hyvä mahdollisuus vahvistaa kilpailukykyään pitämällä huolta valtiontalouden toimintaedellytyksistä. Tällä hetkellä talouspolitiikassa eletään herkkää vaihetta, jossa yhtäältä suurtyöttömyyden torjunta puoltaa elvytyspolitiikan jatkamista mutta valtiontalouden pitkän aikavälin vakaus edellyttää vähittäistä valmistautumista politiikan kiristykseen. Julkisen talouden tasapainottamiseen tarvitaan sekä menojen priorisointia että verojen korotuksia, varsinkin kun Suomen talouden potentiaalinen kasvu-ura uhkaa laskea jopa alle 1,5 prosenttiin. Yksityisen kysyntäympäristön heikkouden vuoksi kiristävät toimet tulisi kuitenkin lykätä vuoteen 2011.

Suomen talouden ennuste		(taulukko 3)
	2010	2011
BKT, määrän muutos, %	1,0	1,5
Yksityinen kulutus	-0,5	1,0
Vienti	2,0	3,5
Tuonti	0,0	3,5
Investoinnit	-5,0	3,5
Työttömyysaste, %	11,2	11,0
Inflaatio, %	0,7	1,5

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

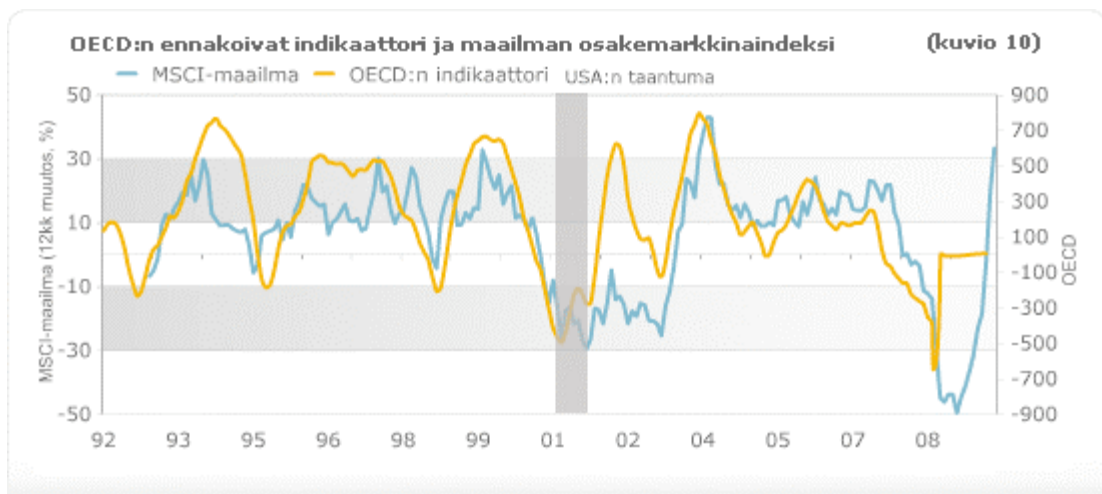
3. Rahoitusmarkkinat

Erilaiset rahoitusmarkkinamuuttujat, kuten pörssikurssit, korot ja niiden eri kombinaatiot, ovat historiallisesti olleet hyviä reaalityalouden ennustajia. Pörssikurssit ennakoivat reaalityalouden käännteitä esimerkiksi kuluttajien luottamusindikaattoreita aikaisemmin, jonka vuoksi ne ovat hyödyllisiä muuttujia talouden suuntaa arvioitaessa. Rahoitusmarkkinoita analysoidaan tässä katsauksessa reaalityalouden näkymien kannalta osana laajempaa informaatiojoukkoa.

Pörssikurssit ennakoivat mahdollisen käännepesteen olevan lähellä

Osakemarkkinoiden vuosimuutosten tarkastelu yhdessä muiden ennakoivien indikaattoreiden kanssa kertoo odotusilmapiirin muutoksista. Kuvioon 10 on piirretty maailman osakemarkkinoiden vuosimuutos ja OECD:n ennakoivan indikaattorin kuuden kuukauden muutos. Viime vuosina sarjat ovat liikkuneet hyvin samansuuntaisesti. Näin pitää ollakin, koska molemmat sarjat mittaavat talouden kasvuodotuksia. Pörssikurssien etuna on kuitenkin niiden reaaliaikaisuus, kun taas OECD:n mittarit julkaistaan kahden kuukauden viipeellä. Pörssikurssien nousu ja OECD:n suhdanneosoittimen vahvistuminen ennakoivat elpymisen olevan käynnissä.

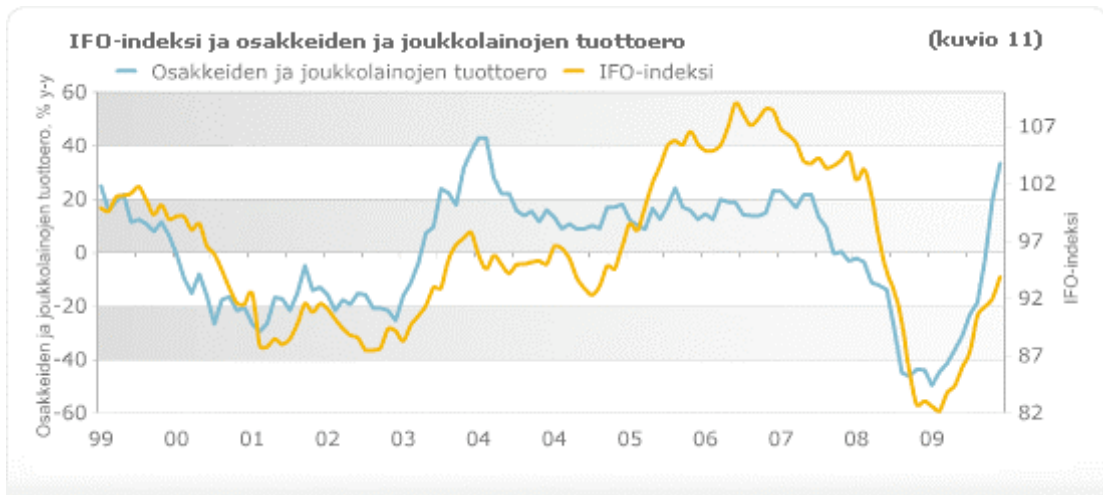
OECD:n mittarin tulkinnessa on syytä kiinnittää huomiota kolmeen asiaan: keston, voimakkuuteen ja laajuuteen. Syyskuun lopussa julkaistu lukema oli jo seitsemäs peräkkäinen parempi kuukausi, joten käänne voidaan ajoittaa touko-kesäkuulle. Viimeisimmät muutokset ovat olleet voimakkuudeltaan suuria, mikä viittaa siihen, että kyseessä on vahva signaali. OECD:n viisari ei kuitenkaan kerro kasvun voimakkuudesta, vaan ainoastaan talouden suunnasta ja mahdollisista käännepesteistä. Ennakoivien indikaattoreiden osakomponentit ovat myös olleet laajasti nousussa, mikä vahvistaa käänne tapahtuneeksi.



Kuvio 10. OECD:n ennakoivat indikaattori ja maailman osakemarkkinaindeksi

Osakkeiden ja joukkolainojen tuottoero ennakoi mahdollisen käännepesteen olevan lähellä

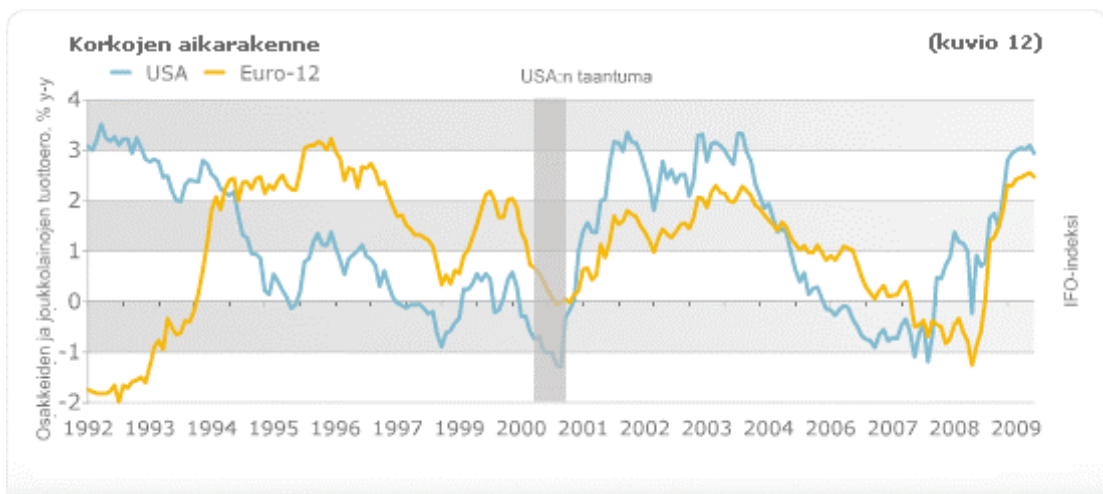
Osakkeiden ja joukkolainojen välinen tuottoero kertoo myös talouden kasvuodotuksista. Kuvioon 11 on piirretty OECD:n ennakoiva indikaattori sekä osakkeiden ja joukkolainojen tuottoero. Kuvioista nähdään, että OECD:n indikaattori kääntyi laskuun huhtikuussa 2007. Samaan aikaan myös tuottoero alkoi kasvaa joukkolainojen hyväksi. Maaliskuussa 2009 nähtiin kuitenkin käänne ja samanaikainen pörssikurssien ja pitkien korkojen nousu ennakoivat suhdannenäkymien vahvistumista. Tuottoero on edelleen kasvanut osakkeiden hyväksi, mikä vahvistaa elpymisen olevan käynnissä.



Kuvio 11. OECD:n ennakoiva indikaattori ja omaisuusluokkien tuottoero

Tuottokäyrä ennakoi vahvistuvaa kasvua Yhdysvalloissa ja euroalueella

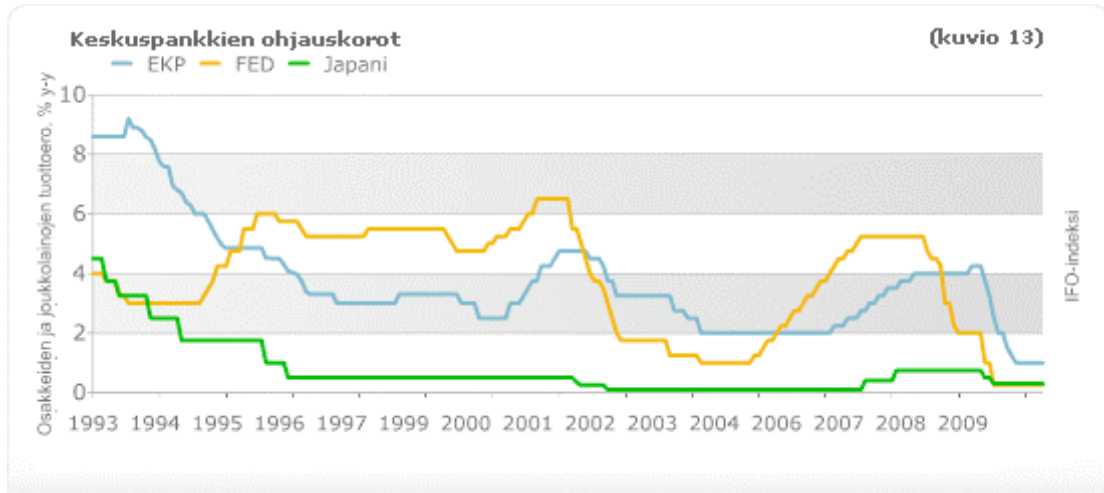
Korkojen aikarakenteen eli tuottokäyrän jyrkentyminen ennakoi kasvun kiihtymistä Yhdysvalloissa ja euroalueella. (kuvio 12). Yleensä rahapolitiikkaa kevennettäessä tuottokäyrät jyrkkenevät, koska lyhyet korot laskevat pitkiä korkoja enemmän. Vastaavasti elpymisen käynnistyessä pitkät korot kääntyvät nousuun ennen lyhyitä korkoja. Yhdysvalloissa tuottokäyrä on myös jyrkentynyt voimakkaasti rahapolitiikan kevennysten myötä ja odotusilmapiirin paranemisen myötä. Tuottokäyrä on historiassa ollut eräs parhaimpia ns. ennakoivia indikaattoreita. Nykyinen tuottokäyrän muoto antaa alle prosentin todennäköisyyden sille, että Yhdysvaltain talous on vuoden päästä taantumassa. Marraskuussa 2007 taantumun todennäköisyys oli vielä yli 60 prosenttia. Taantumun todennäköisyys nousi yli 50 prosentin ensimmäistä kertaa tämän syklin aikana elokuussa 2007, jolloin kansainvälinen luottokriisi käytännössä alkoi.



Kuvio 12. Korkojen aikarakenne

FED jatkaa voimakasta elvytystä

Yhdysvaltain keskuspankki FED aloitti koronlaskut syyskuussa 2007 ja ohjauskorko on tätä kirjoitettaessa edelleen 0 - 0,25 prosenttia (kuvio 13). Toteutuneen ja odotetun talouskehityksen perusteella FED joutuu pitäytymään nolllakoron politiikassa vielä pitkään. Politiikka riippuu resurssien vajaakäytöstä, toteutuneesta inflaatiosta ja inflaatio-odotuksista.



Kuvio 13. Keskuspankkien ohjauskorot

FED on joutunut turvautumaan myös epätavallisiin toimenpiteisiin, jotta rahoituskustannukset laskisivat ja rahoituksen saatavuus paranisi. Käytännössä FED voi vaikuttaa pitkien korkojen tasoon verbaali-interventioilla, tarjoamalla likviditeettiä pankeille tai suorilla valtion ja yritysten joukkolainojen ostoilla. Verbaali-interventioilla pyritään vaikuttamaan markkinaosapuolten ja yleisön odotuksiin viestimällä, että korot pysyvät pitkään alhaalla. Toiseksi, FED voi tarjota pankeille riittävästi likviditeettiä. Tämä toimenpide ei välttämättä toimi nykyisen luottokriisin olosuhteissa, jossa pankit ovat haluttomia lainaamaan ja kuluttajat maksavat mieluummin pois vanhoja lainojaan. Kolmas mahdollisuus on ostaa suoraan valtion ja yritysten joukkolainoja halutuissa maturiteeteissa. Tällä toimenpiteellä vaikutetaan suoraan joukkolainojen tarjontaan. Näistä ensimmäinen ja kolmas keino ovat tehokkaita toimenpiteitä.

FEDin määrällisen elvytyksen politiikkaa ja setelirahoitusta on kritisoitu siitä, että se johtaa automaattisesti inflaatioon. Se johtaa inflaatioon ainoastaan, mikäli FED epäonnistuu aikanaan rahapolitiikan kiristämässä, mutta ei välttämättä silloinkaan. Nykytilanteeseen nolllakoron politiikka ja määrällinen elvytys ovat täysin perusteltuja, koska optimaalinen ohjauskorko olisi Taylorin säännön mukaan -5 prosenttia. Koska nimellinen ohjauskorko ei voi olla negatiivinen, tarvitaan lisätoimia määrällisen elvytyksen muodossa. Tilanne on tällä hetkellä haastava, koska edellisellä kerralla korkoa pidettiin alhaalla liian pitkään, jonka seurauksena oli asunto- ja luottokuplien syntyminen ja puhkeaminen. Mikäli nyt jälleen epäonnistutaan, seurauksena olisi kuplintaa rahoitusmarkkinoilla ja mahdollisesti pitkällä aikavälillä kuluttajahintainflaatio.

EKP pitäytyy nykytasolla

Teollisuusmaiden ajautuminen taantumaan, raaka-aineiden hintakuplan puhkeaminen, deflaatio, muiden keskuspankkien rahapolitiikan kevennykset ja luottokriisi ovat pakottaneet EKP:n pitämään ohjauskoron ennätysalhaisena ja ottamaan käyttöön myös epätavanomaisia keinoja. Tilanteen normalisoituessa epätavanomaisista keinoista luovutaan ensin ja vasta sitten nostetaan korkoa. Tällä hetkellä luotonanto supistuu, mikä on osoitus siitä, että on liian aikaista luopua epätavanomaisista keinoista.

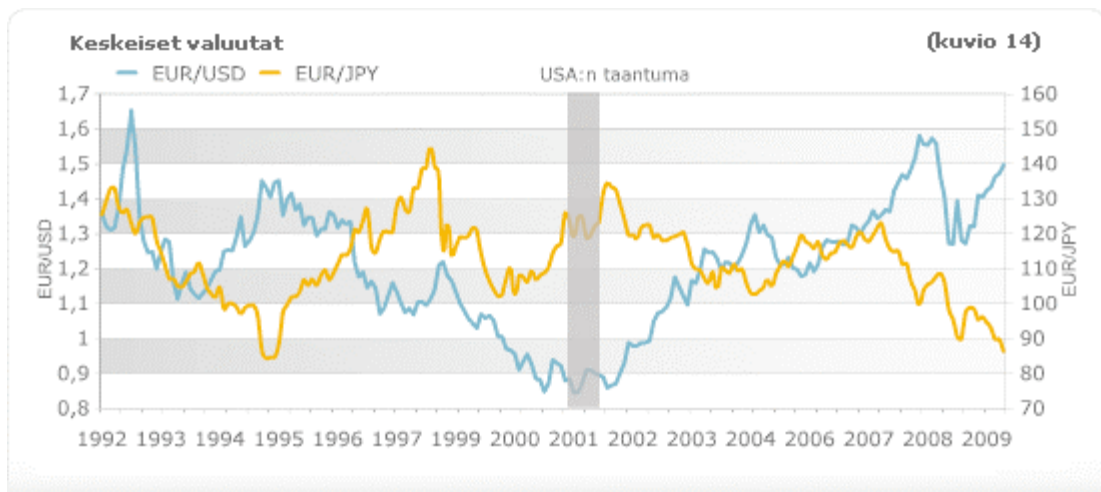
Puhtaasti sääntöihin perustuva ohjauskorko olisi nykyistä alhaisempi, mikäli tarkasteltaisiin keskuspankin rahapolitiikan pilareita (hintavakaus ja rahamäärän kasvu). EKP on kuitenkin

myöntänyt pankeille rajattomasti likviditeettiä jopa vuodeksi eteenpäin, josta on seurannut, että euroalueen rahataloudelliset olosuhteet ovat jatkuneet keveänä euron vahvistumisesta huolimatta. Euron vahvistuminen ei yksinään riitä kiristämään rahataloutta, kun samaan aikaan pitkät ja lyhyet korot ovat laskeneet keväästä lähtien. Rahatalous on kokonaisuutena edelleen kasvua tukevaa. Tämä on välttämätöntä, koska nykyinen poikkeuksellinen tilanne edellyttää keskimääräistä kevyempiä rahataloudellisia olosuhteita.

Myös voimakkaat valuuttakurssimuutokset vaikuttavat keskuspankkien rahapolitiikkaan epäsuorasti inflaatio-odotusten kautta. Euron vahvistumisen vaikutukset ovat euroalueen talouksiin deflatorisia, mutta Yhdysvaltain talouteen vaikutukset ovat inflatorisia. Marraskuun lopussa dollari on heikentynyt vuodentakaisesta 18 prosenttia euroa vastaan ja tämä on osaltaan hidastanut euroalueen inflaatiota keskimäärin 0,3 prosenttiyksikköä, joten ilman valuuttakurssivaikutusta, inflaatio olisi ollut hieman korkeampi.

Dollarin heikkenemisen hyödyt ja haitat jakaantuvat epätasaisesti

Dollarin heikkenemisen hyödyt ja haitat jakautuvat epätasaisesti (kuvio 14). Euroalueen vientiyhtiöt kärsivät, mutta kotitaloudet hyötyivät tilanteesta. Euron vahvistuminen laskee inflaatio-odotuksia ja sitä kautta sekä joukkolaina- että markkinakorkoja. Käytännössä euron 10 prosentin vahvistuminen dollaria vastaan vastaa noin 0,2 prosenttiyksikön korkojen laskua pitkissä koroissa. Euron vahvistuminen kasvattaa reaalista ostovoimaa, mikä hyödyttää yksityistä kulutusta. Käytännössä euron vahvistuminen tarkoittaa tulonsiirtoa vientisektorilta kotimarkkinasektorille.



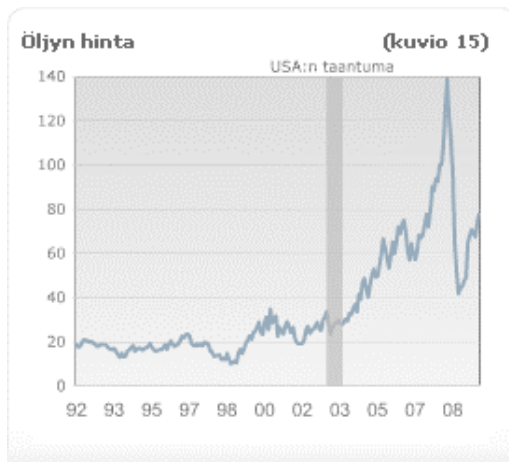
Kuvio 14. Keskeiset valuutat

Viime vuosina Yhdysvaltain ja euroalueen ohjaukorkojen ero on selittänyt hyvin euron dollarikurssin muutoksia. Marraskuun lopussa (EUR/USD 1,5) dollari oli noin 35 prosenttia aliarvostettu euroa vastaan ostovoimapariteetilla mitattu ja 30 prosenttia alle sen tason, mikä toteuttaisi euroalueen teollisuustuotannon trendikasvun. Pidemmällä aikavälillä dollariin kohdistuu merkittäviä heikkenemispaineita erityisesti Aasian valuuttoja vastaan. Euro on tässä tilanteessa sijaiskärsijänä, koska vastinpareja ei löydy esimerkiksi Kiinan renmimbistä.

Euroopan talous- ja rahaliiton aikana Yhdysvaltain ja euroalueen talouksien kasvuero ja euron dollarikurssi ovat liikkuneet hyvin samansuuntaisesti. Valuuttakurssi ennakoiki kasvueroa siten, että dollarin heikkeneminen lisää kasvueroa Yhdysvaltain hyväksi. Dollarin viimeisen vuoden heikkeneminen ennakoiki kasvueroa suurenemista seuraavan 3 – 6 kuukauden jaksolla. Käytännössä tämä toteutuu euroalueen kasvun jäädessä alle odotusten. Dollarin muutosten vaikutukset talouksien kasvueroon ovat luonteeltaan tilapäisiä, mutta tilastollisesti merkitseviä tavanomaisilla merkitsevyytasoilla.

Öljyn hintakupla on puhjennut

Huolimatta öljynhinnan viimeaikaisesta noususta, Pohjanmeren Brent-laadun tynnyrihinta oli edelleen marraskuun lopussa noin puolet huipputasojensa. Raaka-aineiden hinnat ovat perinteisesti ennakoineet kysyntämuutoksia, jonka vuoksi viimeaikainen raaka-aineiden hintojen nousu on herättänyt toiveita maailmantalouden ja erityisesti kehittyvien talouksien kasvun vauhdittumisesta. Raaka-aineiden hintamuutosten tulkintaa hankaloittaa kuitenkin se, että sijoittajat ovat ottaneet raaka-aineet omaksi omaisuusluokakseen. Tämän vuoksi spekulatiivinen kysyntä heiluttelee hintoja ilman, että muutoksilla on mitään tekemistä talouden perustekijöiden kanssa. Viimeaikainen hintojen nousu ei välttämättä kuvasta paranevaa suhdannekuvaa, vaan pikemminkin parantunut riskinottohalukkuutta. Lisäksi prosentuaaliset muutokset ovat suuria kun lähdetään liikkeelle alhaisilta lähtötasoilta. Kuplan puhkeamisen myötä öljyn hinta pysyttelee tarkastelujaksolla keskimäärin 60–70 dollarin tynnyrihinnassa ja seuraavan nousukauden alkaessa perustellumpi nousu voi jatkua.



Öljyn hintakehitys on tärkeä tekijä maailmantalouden kasvunäkymien kannalta ja hinnan laskulla on monia myönteisiä vaikutuksia kansainväliseen talouteen. Öljyn ja raaka-aineiden hintojen lasku poistaa taloudesta kustannusinflaatiopaineita, mahdollistavat rahapolitiikan kevennykset, kasvattavat kotitalouksien ostovoimaa ja parantavat yritysten kannattavuutta. Mikäli öljyn hinta pysyy nykytasolla, ensi vuoden kasvuennusteita ei tarvitse tehdä muutoksia. Kärsijöitä olisivat mm. Venäjä ja Norja sekä muut öljynviejämaat. Öljynhintakuplan puhkeaminen vastaa vaikutuksiltaan tulonsiirtoa öljyntuottajilta teollisuusmaille.

Tutkimustulokset (ks. Jimenez-Rodriguez & Sanchez 2004, Oil Price Shocks and Real GDP Growth: Empirical Evidence for Some OECD Countries, European Central Bank Working Paper NO. 362/ May 2004) viittaavat siihen, että öljyn hinnan vaikutukset reaalityömarkkinoille ovat paljon aikaisemmin arvioitua voimakkaammat. Öljyn korkean hinnan hyödyt ja haitat jakautuvat epätasaisesti: öljyntuottajamaat kärsivät tilanteesta, kun taas öljynviejämaat hyöttyvät tilanteesta. Toisaalta vaikutukset ovat myös epäsymmetriset: öljyn hinnan nousu hidastaa kasvua enemmän kuin öljyn hinnan lasku sitä kiihdyttää.

4. Asunto- ja kiinteistömarkkinat

Alhainen korkotaso elvyttää asuntomarkkinaa

Toimiva lainarahoitus ja matala korkotaso ovat virkistäneet asuntokauppaa. Kauppojen määrä on kasvanut ja hintataso lievästi noussut kolmannella neljänneksellä. Vuoden takaiseen tilanteeseen verrattuna ollaan palaamassa notkahduksen jälkeen samalle hintatasolle. Uusien asuntojen hinnat ovat laskeneet koko maassa viime vuoden vastaavaan ajankohtaan verrattuna, mutta pääkaupunkiseudulla myös uusien asuntojen hinnat ovat jälleen kääntyneet nousuun.

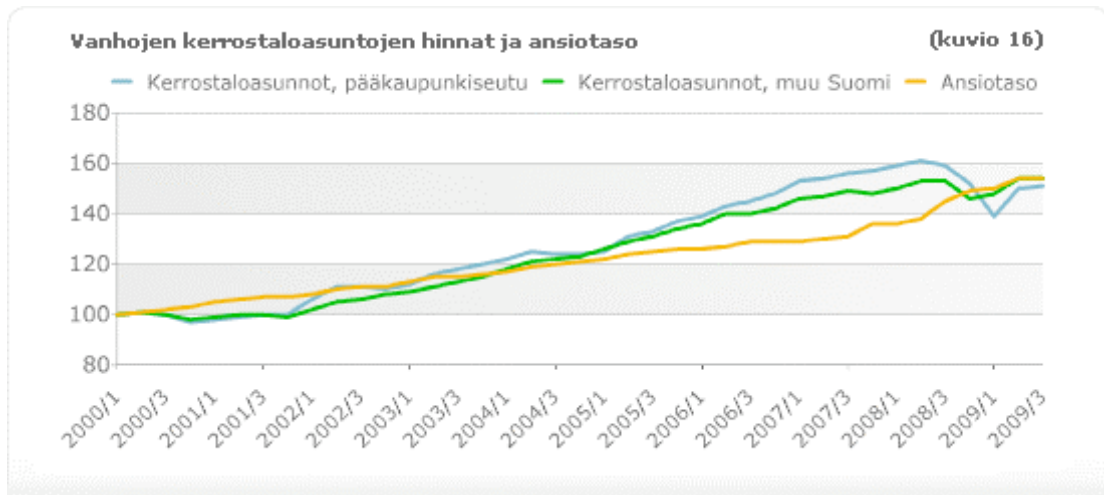
Vuoden kolmannella neljänneksellä vanhojen asuntojen hinnat nousivat 2,5 prosenttia verrattuna edelliseen neljännekseen. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan vanhojen asuntojen hinnat nousivat pääkaupunkiseudulla 3,6 prosenttia: Helsingissä nousua oli 4,0 prosenttia, Espoossa ja Kauniaisissa 3,7 prosenttia ja Vantaalla 1,6 prosenttia.

Edellisen vuoden vastaavaan ajankohtaan verrattuna ovat hinnat palanneet ennalleen. Pääkaupunkiseudulla nousua on ollut 1,1 prosenttia. Helsingissä, Espoossa ja Kauniaisissa hinnat ovat edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan nähden korkeammalla. Vantaalla, Tampereella ja Oulussa hinnat ovat yhä hieman edellisvuotta alempana.

Uusien kerros- ja rivitaloasuntojen hinnat nousivat koko maassa 3,1 prosenttia verrattuna edelliseen neljännekseen. Pääkaupunkiseudulla hinnat nousivat 2,5 prosenttia, muualla Suomessa nousua oli 3,5 prosenttia. Uusien asuntojen keskineliöhinta oli pääkaupunkiseudulla 3 589 euroa ja kokomaassa 2 802 euroa.

Pitkällä tähtäimellä asuntomarkkina sidoksissa ansiotasokehitykseen

Ansiotasoon suhteutetussa asuntojen hintakehityksessä on palattu vuodenvaihteen korjausliikkeen jälkeen ansiotasokehitystä noudattavalle uralle. Rahoitusmarkkinakriisistä johtunut notkahdus näkyi kauppavolyymien reippaana pudotuksena ja siitä johtuneena hintojen laskuna. Suomessa hintakehitys on pitkällä aikavälillä noudatellut ansiotasokehitystä ja on todennäköistä että lähitulevaisuudessa näin jatkuu. Ansiotasokehitystä ennakoimalla voi olettaa hintakehityksen olevan lähitulevaisuudessa maltillista ja työllisyyskehityksen huomioon ottaen jopa laskevaa. Rahoitusmarkkinan elpymisestä ja matalasta korkotasosta huolimatta kaikkia talouden taantumien vaikutuksia ei ole asuntomarkkinoillamme vielä nähty.



Pitkällä tähtäimellä ansiotasokehityssidonnaisuuden lisäksi Suomen asuntomarkkinoihin merkittävänä taustatekijänä vaikuttavat ennätysellisessä vauhdissa oleva kaupungistuminen sekä yksinasujien ja pienperheiden suhteellisen määrän voimakas kasvu. Kaupungistuminen eriyttää hintakehitystä alueittain kasvukeskusten ja taantuvien paikkakuntien välillä. Sinkkotalouksien ja pienperheiden suhteellisen osuuden kasvu eriyttää kysyntää suurten ja pienten asuntojen välillä.

Kaupungistumisvauhtimme on kansainvälisessä vertailussa nopeimpien joukossa ja kaupungistumisasteemme on vielä esimerkiksi Ruotsia alhaisempi. Vuoteen 2030 mennessä selkeimmin taantuvia alueita Suomessa ovat Kainuun ja Etelä-Savon alueet. Samalla ajanjaksolla Uudenmaan, Itä-Uudenmaan sekä Ahvenanmaan väestön odotetaan kasvavan lähes 20 prosenttia nykyiseen verrattuna. Asuntojen kysyntä siis kasvaa kasvukeskuksissa ja ellei asuntojen tuotantomääriä merkittävästi kasvateta, hinnat niissä nousevat.

Toinen asuntomarkkinoihimme vaikuttava merkittävä taustatekijä on yksinasujien ja pienperheiden määrän kasvu. Uusperheiden määrä on kasvanut 2000 luvulla ja lapsiperheiden määrä on hienoisesti vähentynyt viime vuodesta. Avioliiton keskimääräinen solmimisikä on noussut 30 ikävuoden paikkeille. Myös ensisynnyttäjien keskimääräinen ikä on noussut 28 vuoteen. Kokonaisuudessaan kasvukeskuksissa yksinasuvien ja pienperheiden määrä on kasvanut kuluneiden parin vuosikymmenen aikana merkittävästi. Perherakenteiden muutos näkyy asuntomarkkinoilla yksiöiden ja pienten kaksioiden kasvavana kysyntänä. Tätä kehitystä voimistaa myös väestömme ikärakenteen muutos. Yli 65 vuotta täyttäneiden osuuden odotetaan väestöennusteiden perusteella kasvavan nykyisestä 17 prosentista jopa 27 prosenttiin vuoteen 2040 mennessä.

Havaitut muutokset eri alueiden asuntokysynnässä ja hinnoissa näyttäisivät sopivan kaupungistumisen ja perherakenteiden kehitystrendiin. Kasvukeskusten asuntojen uudistuotantomäärät ovat tällä hetkellä riittämättömät tarpeeseen nähden ja erityisesti pula pienistä asunnoista näyttäisi jatkuvan. Pitkällä tähtäimellä yksiöiden ja pienten kaksioiden hinnat nousevat ja saattavat nousukauden tullessa jopa karata, ellei niiden tuotantomääriä selvästi lisätä. Vielä tällä hetkellä kaavoituksella tuetaan suurten asuntojen rakentamista ja jos kysyntä pysyy tuotantoon nähden ennallaan, suurten asuntojen hinnoissa on laskupainetta.

Vuokrissa käänös laskuun

Matala inflaatio ja kuluttajahintojen lasku hillitsevät vuokrien nousua ja edelliseen neljännekseen verrattuna vapaarahoitteisten asuntojen vuokrat ovat laskeneet koko maassa 1,1 prosenttia. Edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta vuokrat ovat kuitenkin nousseet keskimäärin 3,4 prosenttia. Pääkaupunkiseudulla vapaarahoitteisten asuntojen vuokrat kohosivat vuodessa 4,3 prosenttia ja muualla maassa 1,5 prosenttia.

Suurin kysyntä vuokramarkkinoilla kohdistuu hyvillä paikoilla sijaitseviin pieniin asuntoihin, yksiöihin ja pieniin kaksioihin. Pienten ja suurten asuntojen yksikkövuokrien ero on kasvanut. Kysynnän lisäksi sitä säätelee voimakkaasti vuokralaisten kokonaisvuokranmaksukyky. Omistusasuntomarkkinoiden kaltaisen kehityksen oletetaan jatkuvan myös vuokrissa: pienten asuntojen vuokrat pitävät pintansa tai nousevat ja suurten asuntojen ylitarjonta aiheuttaa laskupaineita niiden vuokriin.

Valtion elvytystoimet, joista osa on kohdistettu vuokra-asuntorakentamiseen, ovat parantaneet vuokra-asuntojen sijoituksellista houkuttelevuutta. Tämä on saanut vuokra-asuntorakentamisen jälleen käyntiin. Vuokra-asuntotarjonta tulee jo ensi vuoden puolella kasvamaan, vaikkei tarjonta silloinkaan kata kuntien arvioimaa vuokra-asuntotarvetta.

Sekä yksityiset asuntosijoittajat että suuret instituutiosijoittajat ovat aktivoituneet asuntomarkkinoilla. Muihin kiinteistötyyppeihin verrattuna asunnot houkuttelevat varman kassavirtansa ansiosta. Lisäksi muihin kiinteistötyyppeihin verrattuna asuntosijoitusten pääoma-arvoihin ei oleteta kohdistuvan enää laskupaineita.

Lähteet: Kiinteistö-Tapiola Oy, Kiinteistötalouden instituutti (KTI), Asunto-, toimitila-, ja rakennuttajaliitto Rakli ry, Tilastokeskus

5. Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit

Tässä katsauksessa esitetyt näkemykset ja ennusteet perustuvat oletuksiin, että maailmantalous sopeutuu hallitusti ulkoisiin häiriöihin eikä valuuttamarkkinoilla koeta voimakkaita muutoksia. Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden heikkouden ja kansainvälisen luottokriisin mukanaan tuomat ongelmat antavat kuitenkin perustellun syyn epäillä, ettei kaikki suju hallitusti. Myös yllättävät ulkoiset häiriöt voivat nopeasti muuttaa talouksien kasvunäkymiä. Tarkastelen tässä yhteydessä viittä keskeistä riskitekijää.

Ensimmäinen riski liittyy talouspolitiikkaan. Hallitukset ja keskuspankit ovat tukeneet kasvua elvyttävällä raha- ja finanssipolitiikalla. Riskinä on, että näistä elvytystoimista luovutaan liian aikaisin tai liian myöhään. Mikäli tukitoimista luovutaan liian aikaisin, talous saattaa notkahtaa uudelleen. Mikäli tukitoimista luovutaan liian myöhään, seurauksena voi olla pidemmällä aikavälillä inflaatio-ongelma. Suurempi riski on kuitenkin se, että toimitaan liian aikaisin. Inflaatio voidaan aina hoitaa korkeilla koroilla, mutta mitä tehdään, kun talous notkahtaa uudelleen ja korot ovat jo valmiiksi alhaalla ja budjetit ovat jo valmiiksi alijäämäisiä.

Toinen riski liittyy kansainväliseen luottokriisiin. Pankit ovat kärsineet huomattavia tappiota operaatioissaan ja ovat sen vuoksi joutuneet rajoittamaan luotonantoaan yrityksille ja kotitalouksille. Luotonannon kiristyminen ja toisaalta luotonkysynnän hiipuminen leikkaavat kulutus- ja investointikysyntää maailmanlaajuisesti. Riskinä on luottolama, josta seuraa myös kannattavien yritysten kaatuminen, konkurssiaalto, työttömyyttä, poliittisia jännitteitä ja jopa sotilaallisia konflikteja maiden välille.

Kolmas riski liittyy deflaatioon. Deflaation riski on merkittävä erityisesti Yhdysvalloissa ja Britanniassa, mutta myös muualla se on mahdollinen. Raaka-aineiden hintakuplan puhkeaminen, varallisuuskohteiden arvojen lasku, resurssien vajaakäyttö, luottolama ja yksityisen sektorin velkaantuminen ovat kaikki deflatorisia tekijöitä. Yhdessä nämä tekijät muodostavat merkittävän deflaatoriskin. Japanin esimerkki osoittaa, että kun deflatorinen kierre käynnistyy, siitä on vaikea päästä eroon. Elvyttävä talouspolitiikka auttaa osaltaan deflaatoriskin torjunnassa.

Neljäs riski liittyy protektionismiin. Protektionismi nostaa päätään Yhdysvaltain ja Euroopan kauppapolitiikassa. Kiinan ylivoimainen kilpailukyky saattaa houkutella poliitikkoja turvautumaan erilaisiin kaupan esteisiin, joilla pyritään turvaamaan työpaikkoja. Yhdysvalloissa poliittiset suhdanteet vaihtuivat alkuvuodesta ja demokraatit saattavat helpommin turvautua protektionistisiin toimiin, mikäli talouden taantuma pitkittyy. Riskinä on, että protektionismi lisääntyy Yhdysvaltain ja Kiinan kauppapolitiikassa. Tämä voi pahimmassa tapauksessa johtaa kauppasotaan, jossa kaikki osapuolet lopulta häviävät.

Viides riski liittyy liialliseen sääntelyyn ja valvontaan. Nykyinen kriisi osoittaa, miten kansallisen valvonnan riittämättömyys voi johtaa globaaliin talouskriisiin. Yleinen tahtotila tuntuu olevan, että ylikansallista sääntelyä ja valvontaa on lisättävä, jotta vastaavat kriisit voidaan välttää tulevaisuudessa. Ylikansallisen sääntelyn lisääminen on välttämätöntä, mutta riskinä on, että sääntelyssä mennään liian pitkälle ja valtiot puuttuvat liian paljon yritystoimintaan. Riskinotto kuuluu kapitalismiin ja ilman riskinottoa ei synny myöskään kannattavaa yritystoimintaa, mikä puolestaan luo uusia työpaikkoja. Pankkitoiminta on merkittävä poikkeus. On syytä erottaa talletuspankit ja investointipankit toisistaan. Talletuspankit toteuttaisivat perustehtävänsä eli lyhytaikaisten talletusten muuntamista pitkäaikaisiksi luotoiksi ja vain investointipankeille sallittaisiin osakesijoitukset, johdannaispositiot ja strukturoidut tuotteet.

Seuraava suhdannekatsoaus julkaistaan kesäkuussa 2010.

Tämä suhdannekatsoaus on tarkoitettu ainoastaan yksityiseen käyttöön. Kaikki oikeudet pidätetään. Tämän julkaisun arviot, tiedot ja mielipiteet perustuvat Tapiola-ryhmän omiin laskelmiin tai lähteisiin, joita Tapiola-ryhmä pitää oikeina ja luotettavina. Tätä julkaisua tai sen osaa ei saa jäljentää tai siirtää elektronisesti, kopioiden, nauhoittamalla tai muuten tallentaa ilman Tapiola-ryhmän kirjallista lupaa. Tapiola-ryhmän tai sen palveluksessa olevat henkilöt eivät takaa julkaisussa esitettyjen näkemysten tai tietojen oikeellisuutta tai täydellisyyttä, eivätkä vastaa vahingoista, joita tämän julkaisun käytöstä mahdollisesti aiheutuu.