



## Tapiolan suhdannekatsaus 2/2008

10.12.2008 [www.tapiola.fi/suhdannekatsaus](http://www.tapiola.fi/suhdannekatsaus)

## Sisältö

Maailmantalouden näkymät	4	Asunto- ja kiinteistömarkkinat	21
Suomen talouden näkymät	13	Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit	23
Rahoitusmarkkinat	16		

## Joulukuu 2008

	2009	2010
USA	-1,5	-0,5
Euroalue	-1,0	-0,2
Japani	-0,4	0,5
Maailma	1,5	2,4

Lähde: Tapiola-ryhmä

Maailmantalouden kasvu hidastui loppuvuonna ja kasvun odotetaan hidastuvan myös alkuvuonna. Näkymiä heikentävät kansainvälinen luottokriisi ja Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden heikkous. Myös kehittyvien talouksien näkymät ovat heikentyneet nopeasti ja kasvun eriytyminen teollisuusmaiden ja kehittyvien talouksien välillä on osoittautumassa toiveajatteluksi. Kasvun hidastumisen myötä maailmantalous ajautuu teollisuusmaiden johdolla taantumaan.

Suomessa suhdannehuippu on jo takana ja tarkastelujaksolla talous liukuu asteittain korkeasuhdanteesta matalasuhdanteeseen. Ennustejaksolla talous supistuu, inflaatio hidastuu ja työttömyys kääntyy nousuun. Kasvunäkymien nopea heikkeneminen edellyttää hallitukselta veronkevennyksiä ja julkisia investointeja. Julkisten menojen lisäysten tulisi olla tilapäisiä. Verotuksen painopistettä tulisi myös muuttaa palkkaverotuksesta kulutusveroihin. Pitkän aikavälin näkymät säilyvät edelleen haasteellisina, jonka vuoksi rakenteellisia uudistuksia on jatkettava.

Maailmantalouden kasvu painuu tarkastelujaksolla alle potentiaalisen kasvu-uransa ja edessä on usean vuoden hitaan kasvun jakso. Yhdysvaltain keskuspankki FED ja EKP joutuvat laskemaan ohjauskorkonsa lähelle nolaa. Euroalueen pitkiin korkoihin kohdistuu edelleen sykliä laskupaineita. Dollarin suunta on lyhyellä aikavälillä ylös, mutta pidemmällä aikavälillä dollariin kohdistuu edelleen heikkenemispaineita vaihtotaseen vajeen, velkaantumisen ja kehittyvien talouksien dollarivarantojen mahdollisen uudelleen kohdentamisen vuoksi. Öljyn hinta pysyy tarkastelujaksolla alhaisena, mutta pitkällä aikavälillä öljyn hinta nousee.

Suurin yksittäinen riski liittyy Yhdysvaltain talouteen ja talouden ajautumisesta deflaatioon. Kiinasta ja muista kehittyvistä talouksista puhutaan paljon, mutta Yhdysvaltain talous on edelleen maailman suurin talous. Yhdysvaltain yksityinen kulutus ja investoinnit ovat viime vuosina tuoneet noin kolmanneksen maailmantalouden kasvusta. Yhdysvaltain talouskasvun hidastumista olisi vaikea kompensoida muilta mantereilta käsin. Mikäli Yhdysvaltain talous ajautuisi kuluttajavetoiseen lamaan, vaikutukset näkyisivät ulkomaankaupan, rahoitus- ja hyödykemarkkinoiden sekä erilaisten luottamusindikaattoreiden heikkenemisen kautta.

### Näkemys:

**Maailmantalous:** Maailmantalous ajautuu taantumaan teollisuusmaiden johdolla

**Suomen talous:** Suomen talous supistuu

**Rahapolitiikka:** EKP painaa ohjauskoron lähelle nolaa

**EUR/USD:** Dollarin vahvistuu lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä dollariin kohdistuu heikkenemispaineita

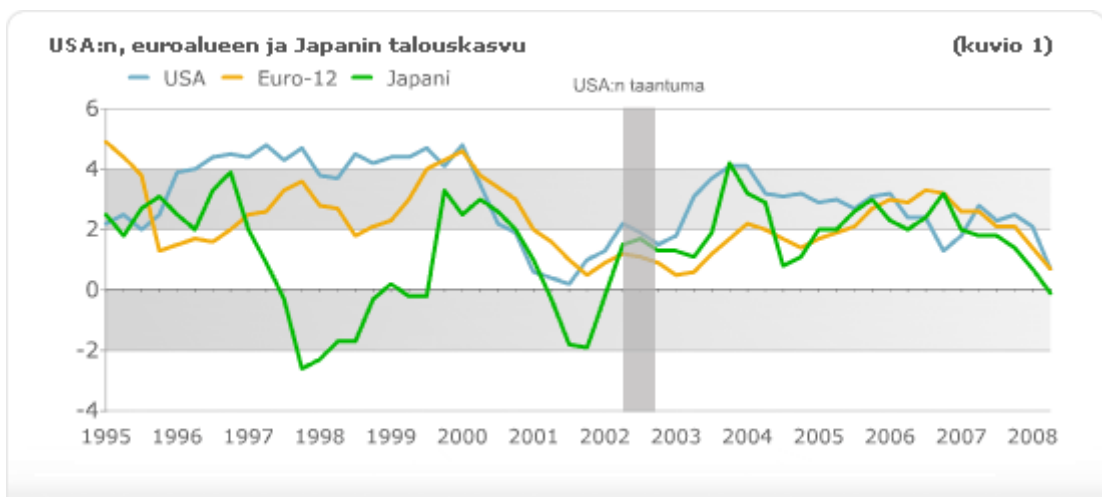
**Asuntomarkkinat:** Asuntojen hintamuutokset toistaiseksi maltillisia

Lisätiedot: Tapiola-ryhmä | Pääekonomisti Jari Järvinen | 09-453 2049 |

# 1. Maailmantalouden näkymät

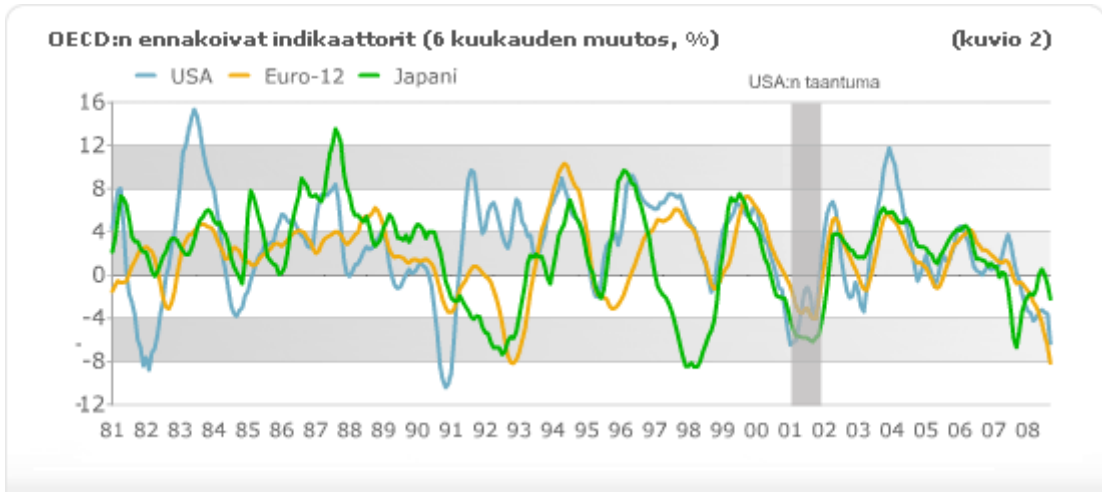
Maailmantalous ajautuu taantumaan teollisuusmaiden johdolla

Maailmantalouden kasvun hidastuminen on jatkunut syksyllä (kuvio 1). Edelliseen katsaukseen verrattuna kasvu hidastui Yhdysvalloissa 0,7 (2,5) ja euroalueella 0,7 (2,2) prosenttia vuodentakaisesta. Japanissa talous supistui -0,1 (1,0) prosenttia vuodentakaisesta. Myös Kiinassa kasvu hidastui 9,0 (10,5) prosenttiin vuodentakaisesta. Euroalueen, Yhdysvaltojen ja Japanin samanaikainen taantuma tarkoittaa sitä, että kehittyvien talouksien vetoapua tarvitaan entistä enemmän. Kehittyvät taloudet vastaavat ostovoimakorjattuna likimäärin teollisuusmaiden painoa maailmantaloudessa, joten teollisuusmaiden kasvun hidastuminen edellyttäisi samansuuruisia vahvistumista kehittyvissä talouksissa, jotta maailmantalouden kasvu säilyisi ennallaan. Kasvun eriytyminen on kuitenkin osoittautumassa toiveajatteluksi ja maailmantalous ajautunee taantumaan vuonna 2009.



Kuvio 1. Talouskasvu Yhdysvalloissa, Euroalueella ja Japanissa

OECD:n ennakoivien indikaattoreiden mukaan teollisuusmaiden suhdanneodotukset ovat jatkaneet heikkenemistään (kuvio 2). Näkymiä heikentävät Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden heikkous ja kansainvälinen luottokriisi. Suhdanneosoittimet ennakoivat reaalitalouden suuntaa ja käännepisteitä noin 6 - 9 kuukautta eteenpäin. Maittain kuvaajat ennakoivat suhdanteiden merkittävää heikkenemistä suurissa teollisuusmaissa vuoden 2009 alkupuoliskolla. Myös keskeisten kehittyvien talouksien (Brasilia, Venäjä, Intia ja Kiina) näkymät ovat kääntyneet syksyllä jyrkkään laskuun. Teollisuusmaiden ongelmat välittyvät kehittyviin talouksiin ulkomaankaupan, rahoitus- ja hyödykemarkkinoiden sekä erilaisten luottamusindikaattoreiden heikkenemisen kautta.



Kuvio 2. Suhdannenäkymät Yhdysvalloissa, Euroalueella ja Japanissa

### Yhdysvaltain velkaantuminen on riski maailmantalouden kasvunäkymille

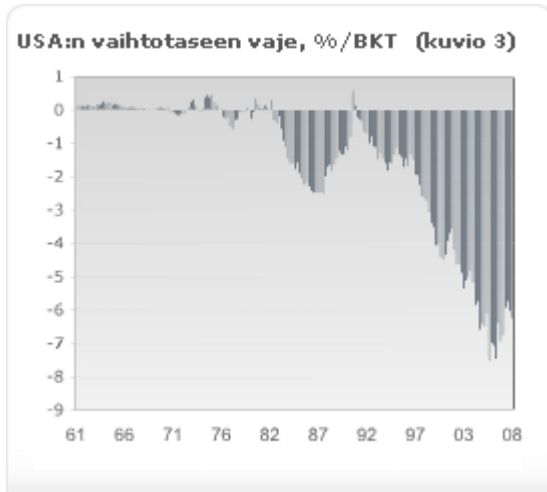
Yhdysvallat on ajautunut kuluttajavetoiseen taantumaan, jonka negatiiviset vaikutukset säteilevät ympäri maailmaa. Asunto- ja sijoitusvarallisuuden lasku yhdessä velkojen poismaksun kanssa rajoittavat kasvumahdollisuuksia vielä pitkään (taulukko 1). Yhdysvaltain talouskasvun hidastuminen on kuitenkin välttämätöntä maailmantalouden pidemmän aikavälin näkymien kannalta. Velkavetoisen kasvun mukanaan tuomat epätasapainot edellyttävät voimakasta ja pitkäkestoista korjausliikettä. Korjausliike on parhaillaan käynnissä rahoitusmarkkinoilla, jonka jälkeen vaikutukset näkyvät reaalityalouksissa.

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

	Tapiola		IMF	
	2009	2010	2009	2010
USA	-1,5	-0,5	-0,7	2,0
Euroalue	-1,0	-0,2	-0,5	1,3
Japani	-0,4	0,5	-0,2	1,3
Maailma	1,5	2,4	2,2	4,2

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

Taulukko 1. Kansainvälisen talouden ennusteet: BKT:n määrän muutos, %



Kuvio 3. Vaihtotaseen vaje, % bkt:sta

Vaihtotaseen vaje on ollut Yhdysvaltain talouden kesto-ongelma jo vuosia. Vajeen tasapainottuminen edellyttää dollarin heikkenemistä ja Yhdysvaltain talouskasvun voimakkaampaa hidastumista suhteessa muuhun maailmaan. Mikäli dollarin viimeaikainen vahvistuminen jatkuu, seurauksena on vajeen kääntyminen uudelleen kasvuun. Avainasemassa on Yhdysvaltain kasvun hidastuminen, josta on jo selviä merkkejä. Ensimmäisessä vaiheessa asuntomarkkinat jäähtyvät, jonka jälkeen teollisuustuotanto kääntyy laskuun ja lopulta yksityinen kulutus supistuu.

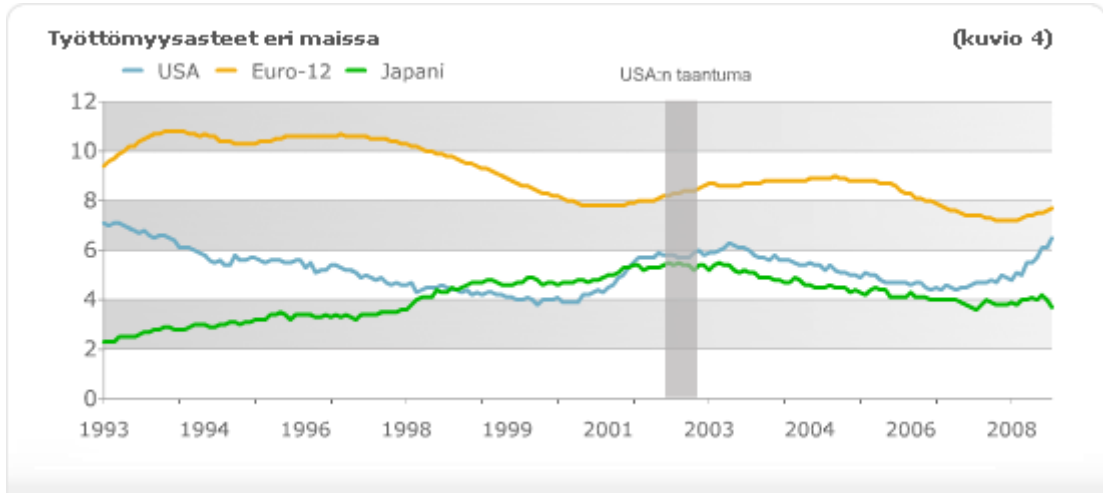
Vaihtotaseen vaje on yhä suuri ongelma. Ongelman suuruutta havainnollistaa se, että vajeen suuruus oli kesäkuun 2008 lopussa edelleen noin 730 miljardia dollaria (kuvio 3). Vajeen suuruus on lähes 2 prosenttia koko maailman tuotannosta. Vaje on absoluuttisesti suurempi kuin millään muulla maalla on koskaan aikaisemmin ollut. Käytännössä vaihtotaseen vajeen rahoittaminen syö yli kaksi kolmasosaa kaikkien muiden maiden yhteenlasketuista vaihtotaseiden ylijäämistä.

### Yhdysvaltain kasvun voimakas hidastuminen...

Raha- ja finanssipolitiikan kevennykset alkavat vaikuttaa reaalityönteeseen vasta viiveellä, mutta sitä ennen kasvu hidastuu. Parhailaan käynnissä oleva luottokriisi tekee rahapolitiikasta tehotonta: koronlaskut eivät välity koko voimallaan talouteen, koska pankit samanaikaisesti kiristävät omaa luotonantoaan. Rahan hinta ei laske samaa tahtia korkojen kanssa ja luoton saatavuus on heikentynyt, jolloin finanssipolitiikan merkitys kasvaa. Tämänhetkisten tietojen mukaan Obama aikoo käyttää 500 – 1000 miljardia dollaria talouden elvyttämiseen. Velkaelvytys on täysin perusteltua eikä nosta Yhdysvaltain pitkiä korkoja, koska samaan aikaan kotitaloudet ja yritykset maksavat pois omia velkojaan. Lisäksi olemassa olevien varantojen turvaaminen varmistaa, että Yhdysvaltain uusille lainoille löytyy kysyntää ainakin Kiinasta ja Japanista.

Rakenteellisten ongelmien korjaantuminen edellyttää heikompaa dollaria, korkeampia reaalkorkoja ja kireämpää talouspolitiikkaa. Korkeammat reaalkorot ovat välttämätön edellytys, jotta säästäminen alkaisi jälleen kiinnostaa kotitalouksia. Toisaalta, reaalkorkojen nousu tekisi dollarikohteista houkuttelevampia muidenkin kuin öljyntuottajamaiden ja Aasian keskuspankkien näkökulmasta, jotka valuuttakurssien seurauksena ovat rahoittaneet Yhdysvaltain velkavetoista kasvua. Säästämisaste on noussut syksyllä jo 2,4 prosenttiin (Euroopassa säästämisaste on noin 10 prosenttia) viime vuosien nollan tuntumasta. Säästämisasteen pitäisi nousta edelleen noin viiteen prosenttiin, jotta se vastaisi pidemmän aikavälin keskiarvoja. Tätä taustaa vasten FEDin pitäisi nostaa korkoja, mutta käytännössä asunto- ja työmarkkinoiden heikkous sekä luottokriisi pakottavat FEDin pitämään toistaiseksi nimellisen ohjauksen lähellä nollaa. Reaalkorot nousevat kuitenkin ensi vuonna inflaation kääntyessä deflaatioksi.

...on nostanut työttömyysasteen yli luonnollisen tasonsa



Kuvio 4. Työttömyysasteet eri maissa, %

Yhdysvaltain talouden nopea jäähtyminen on näkynyt myös työmarkkinoilla. Työttömyysaste oli lokakuussa 6,5 prosenttia, mikä ylittää 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 hävinneet ja tilalle on tullut deflaation uhka. Työttömyysasteen nousun ja raaka-aineiden hintojen laskun lisäksi myös luottolama, dollarin vahvistuminen ja varallisuuskohteiden (asunto- ja rahoitusvarallisuus) hintojen lasku ovat deflatorisia tekijöitä. Deflaation uhka on hyvin todellinen ja sitä tulisikin torjua kaikin keinoin.

Kansainvälisen talouden ennuste: inflaatio, %				(taulukko 2)
	Tapiola		IMF	
	2008	2009	2008	2009
USA	0,5	1,2	1,8	1,7
Euroalue	1,0	1,2	1,9	1,8
Japani	-,5	0,2	0,9	1,2
Maaailma	2,0	2,2	4,6	3,8

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

Taulukko 2. Kansainvälisen talouden ennusteet: inflaatio, %

## Euroalue ajautuu taantumaaan

Euroalueen talous on taantumassa ja pysyy tarkastelujaksolla alle potentiaalisen kasvu-uransa. Euroopan Yhteisöjen tilastoviranomaisen (Eurostat) mukaan euroalue kasvoi kolmannella neljänneksellä 0,7 prosenttia vuodentakaisesta. Euroalueen näkökulmasta Saksan kasvunäkymien voimakas heikkeneminen on huono uutinen. Luottokriisi on syksyn aikana rantautunut Eurooppaan ja synkentänyt osaltaan näkymiä entisestään. Hyvä uutinen on se, että sekä raha- että finanssipolitiikalla on reagoitu tilanteeseen nopeasti. Korkeja on laskettu ja Komissio on suositellut jäsenmailleen tukipakettia, joka on määrältään noin 1,5 prosenttia kokonaistuotannon arvosta. Paketti on selvästi pienempi kuin Yhdysvaltain tai Kiinan vastaavat, mutta hyvä alkua kuitenkin. Kyseessä on kuitenkin vain suositus, joka edellyttää jäsenmaiden hyväksyntää ja konkreettisia toimia.

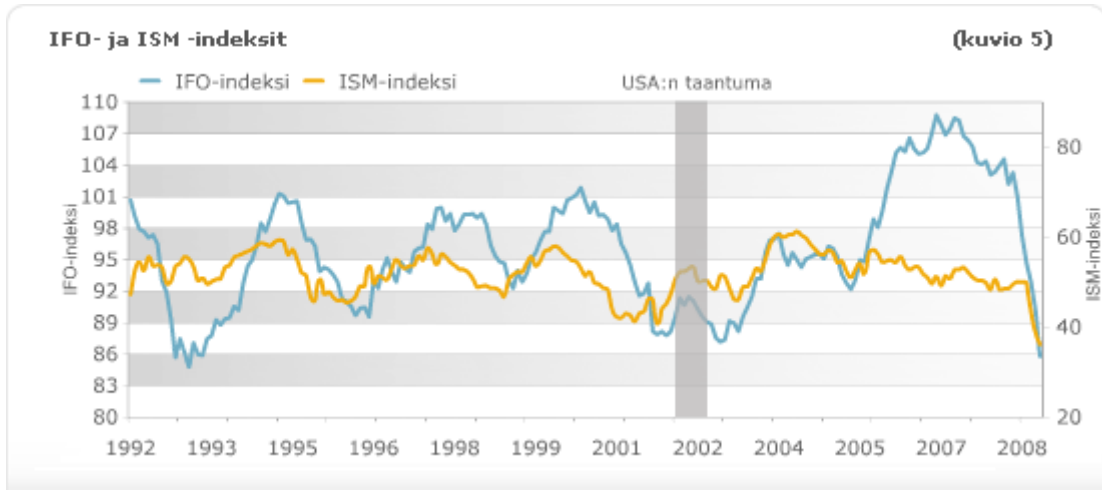
Euroalueen näkökulmasta maailmantalouden kasvun hidastuminen leikkaa vieniä ja samaan aikaan luottokriisin syveneminen leikkaa investointeja ja kulutusta, joten taantumasta on tulossa syvempi ja pitkäkestoisempi kuin vielä kesällä ajateltiin. Tästä syystä olemme laskeneet ensi ja sitä seuraavan vuoden kasvu- ja vakaussopimusta. Talouden odotetaan supistuvan ensi vuonna ja jäävän nollassa tuntumaan myös vuonna 2010.

Hyvä uutinen on euron viime kuukausien heikkeneminen dollaria ja dollarirytkösten kautta myös Aasian ja Lähi-idän öljymaiden valuuttoja vastaan. Heikompi euro parantaa euroalueen kilpailukykyä tilanteessa, jossa maailmantalouden kasvun hidastuminen uhkaa viennin kasvunäkymiä. Euroalueen todellinen ongelma on edelleen heikko kotimainen kysyntä, jota tulisi tukea elvyttävän talouspolitiikan keinoin. Euroalueen kasvu- ja vakaussopimus on rajoittanut suurten maiden finanssipolitiikan käyttöä tilanteessa, jossa sitä eniten tarvittaisiin. Nyt kasvu- ja vakaussopimuksesta ollaan valmiita joustamaan ja mikäli Komission suositus tukipaketin suuruudesta toteutuu, seurauksena on julkisen talouden alijäämän kohoaminen viiteen prosenttiin kokonaistuotannosta sallitun kolmen prosentin sijasta. Velkaelvytykselle ei kuitenkaan ole poliittisesti hyväksyttävää vaihtoehtoa.

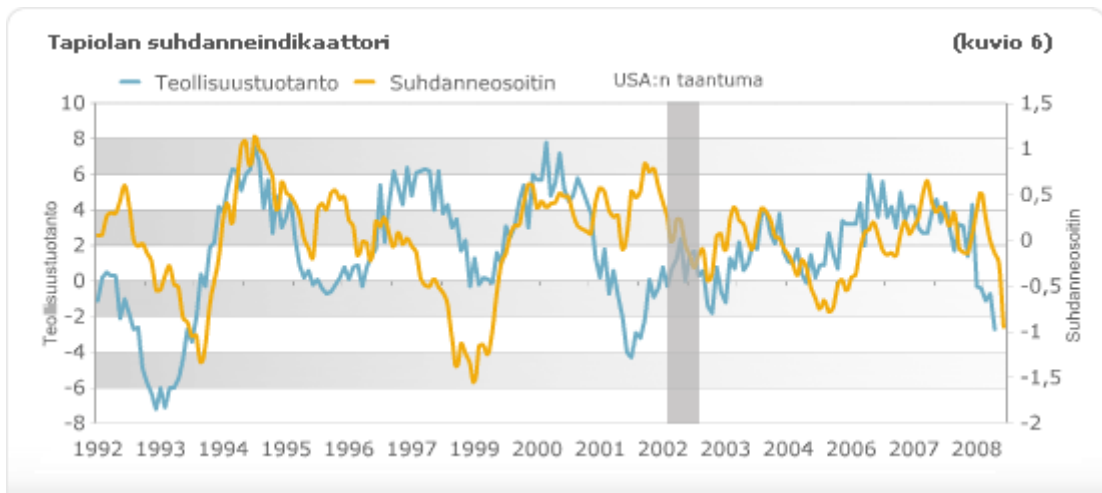
Miten euroalueen taloudet saadaan kestäväan nousuun? Helppoja vastauksia ei ole ja toimenpiteet edellyttävät sekä elvyttävää raha- ja finanssipolitiikkaa että rakenteellisia uudistuksia työ- ja hyödykemarkkinoille. Hallitusten tulisi jatkaa elvyttävää finanssipolitiikkaa ja EKP:n tulisi pitäytyä alhaisen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

## Euroalueen ennakoivat indikaattorit ovat jatkaneet laskuaan

Saksan yrityselämän luottamusta mittaava IFO-indeksi on jatkanut laskuaan huhtikuusta 2007 ennakoiden kasvun hidastumista Saksassa ja sitä kautta koko euroalueella (kuvio 5). Myös erilaisten kuluttajien ja yritysten luottamusindikaattorit ovat selvästi heikentyneet viime kuukausina. Odotusilmapiirin heikkeneminen on sopusoinnussa Yhdysvaltain vastaavien mittareiden kanssa. Oma euroalueen teollista tuotantoa ennakoiva indikaattorimme viestii myös kasvun hidastumisesta. Nykyinen lukema ennakoii neljän prosentin teollisuustuotannon supistumista euroalueelle (kuvio 6).



Kuvio 5. Ennakoivat indikaattorit Yhdysvalloissa ja Saksassa



Kuvio 6. Tapiolan suhdanneindikaattori ja euroalueen teollisuustuotanto, %

### Japanin talous on taantumassa, mutta elpyy ensimmäisten joukossa

Japanin talouskasvu jatkoi hidastumistaan syksyllä. Vuoden kolmannella neljänneksellä talous supistui -0,1 prosenttia vuotentakaisesta. Vuosikasvu alittaa edelleen Japanin talouden potentiaalisen kasvu-uran, joka on Japanissa 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 talouden näkymät ovat jatkaneet heikkenemistään. Tästä huolimatta OECD:n ennakoiva suhdanneosoitin viittaa siihen, että Japanin talouden alamäki ei ole yhtä paha kuin Yhdysvaltain ja Euroopan. Osaltaan tähän on syynä se, että Japanin pankkijärjestelmä on paremmissa kunnossa kuin Yhdysvaltain ja Euroopan järjestelmät. Toistaiseksi uutistoimisto Bloombergin mukaan Japanilaisten pankkien tappiot ovat noin viiden prosentin luokkaa kaikista raportoiduista tappioista (eurooppalaisten ja yhdysvaltalaisen pankkien osuus on noin 80 prosenttia). Riskinä on maailmantalouden kasvun hidastuminen, mikä leikkaa Japanin vientiä. Kasvu tulee jatkossa entistä enemmän kotimaisesta kysynnästä. Japanin talous on edelleen

maailmantalouden peili, joka heijastelee enemmän sitä, mitä muualla tapahtuu kuin sitä, mitä kotimaan taloudessa tapahtuu.

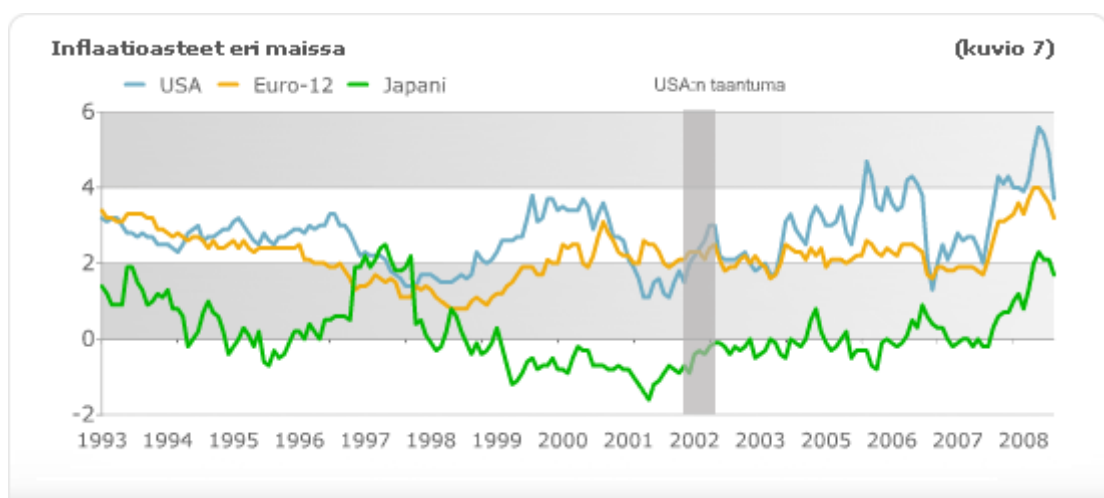
Japanin talouden kesto-ongelma on ollut deflaatio. Edes alhaiset korot eivät ole käynnistäneet kestävästä inflaatiodynamiikkaa. Alhaisten korkojen myötä Japanin talous on ollut käytännössä jo useita vuosia perinteisessä Keynesiläisessä likviditeettiloukussa (likviditeettiloukku tarkoittaa tilannetta, jossa rahapolitiikka on tehotonta, koska korot ovat nollan tuntumassa). Tilanteen tekee ongelmalliseksi se, että myös finanssipolitiikka on osoittautunut tehottomaksi. Mittavat veronalennukset eivät ole kanavoituneet kulutukseen, vaan säästämiseen ja seurauksena on ollut julkisen talouden velkaantuminen. Edes Japanin keskuspankin vuosituhaten vaihteen elvyttävä rahapolitiikka, jossa pankeille tarjottiin yli tarpeen likviditeettiä, ei ole saanut inflaatiota pysyvästi liikkeelle. Deflaation juurten täytyy olla syvällä japanilaisten kuluttajien ja yritysten käyttäytymisessä.

### Jenin vahvistuminen dollaria vastaan hankaloittaa Japanin vientiä

Japanin jenin vahvistuminen dollaria ja dollarirytkösten kautta myös useiden kehittyvien talouksien valuuttoja vastaan heikentää talouden kilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla ja hankaloittaa vientiä. Nämä kielteiset vaikutukset reaalityönteeseen tulevat kuitenkin vasta viiveellä. Vuoden alusta marraskuun loppuun mennessä jeni on vahvistunut dollaria vastaan noin 15 prosenttia (euroa vastaan jeni on vahvistunut noin 27 prosenttia vuoden alusta). Todellisuudessa Japanin kilpailukyky on heikentynyt vähemmän, koska samaan aikaan Japanissa kustannukset ovat nousseet Yhdysvaltoja ja monia kehittyvien talouksia vähemmän. Tästä seuraa, että vuoden alusta jeni on vahvistunut ”reaalisesti” dollaria vastaan noin 13 prosenttia.

### Japanissa yleinen hintojen lasku käynnistyy pian uudelleen

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 inflaatiolukujen mukaan hinnat nousivat keskimäärin 1,7 prosenttia vuodentakaisesta, mikä on Japanin tilanteen huomioiden korkea luku. Työttömyyden viime vuosien aleneminen ja sitä kautta palkkainflaation kiihtyminen eivät ole toistaiseksi saaneet kestävästä inflaatiosta liikkeelle ja hinnat kääntyvät pian uudelleen laskuun (kuvio 7).



Kuvio 7. Inflaatioasteet eri maissa, %

## Kehittyvät markkinat

Finanssikriisi ja teollisuusmaiden taantuma on viime kuukausina alkanut merkittävästi heijastua myös kehittyvien markkinoiden talousnäkyymiin. Länsimarkkinoiden laskusuhdanne leviää kehittyviin talouksiin sekä kansainvälisen kaupan että pääomamarkkinoiden välityksellä. Ensiksi mainittu kanava vaikuttaa kaikkiin vientivetoisiin talouksiin, jälkimmäinen erityisesti maihin, joissa kasvua on rahoitettu ulkomaisilla pääomilla.

## Kehittyvä Aasia

Kehittyvän Aasian talouksissa vientisektorin merkitys on viime vuosina ollut erityisen suuri. Yhdysvaltain ja Euroopan vientimarkkinoiden jäähtyminen hidastaa väistämättä alueen talouskasvua. Toisaalta esimerkiksi Kiinan taloudessa on nähtävissä vähittäinen rakennemuutos, jossa kotimaisen kulutuskysynnän merkitys on pikku hiljaa kasvamassa. Jo nykyisin kotimainen kulutuskysyntä ja investoinnit tuovat Kiinan talouskasvusta karkeasti kolme neljänestä. Vaikka maailmantalouden taantumana vuoksi nettoviennin kasvu tyrehtyisikin kokonaan tai kääntyisi jopa hivenen negatiiviseksi, Kiina voi edelleen kasvaa 7-8 % vuosivauhtia.

Kiinan talouden iskunkestävyys maailmaa koettelevan finanssikriisin keskellä on myös verrattain hyvä. Kiinan pankkijärjestelmä ei ole ylivelkaantunut eivätkä varallisuusarvojen laskut ole siten heikentäneet rahoitusjärjestelmän vakavaraisuutta samalla tavoin kuin teollisuusmaissa. Samanaikaisesti kotitalouksien säästämisaste on korkea ja inflaation maltillistuminen parantaa kuluttajien ostovoimaa. Kiinan valtavat valuuttavarannot sekä valtiontalouden ylijäämät takaavat myös julkiselle vallalle mahdollisuuden jatkaa elvyttävää talouspolitiikkaa.

Aasian maista Intia on jo pitkään ollut voimakkaimmin kotimarkkinavetoinen talous. Intia on myös pahimmin kärsinyt kulutuskysynnän nopean kasvun lieveilmiöistä: korkeasta inflaatiosta ja talouden ulkoisen tasapainon heikentymisestä. Vaihtotaseen alijäämäisyyden vuoksi kansainvälisten pääomavirtojen tyrehtyminen aiheuttaa rahoitusvajetta ja heikentää Intian teollisuuden investointimahdollisuuksia.

## Itä-Eurooppa ja Venäjä

Finanssikriisi iskee kehittyvistä markkinoista pahiten Itä-Euroopan talouksiin, joissa vaihtotaseen alijäämät ovat säännönmukaisesti vakava ongelma. Erityisessä riskiryhmässä ovat ne maat, jotka ovat sitoutuneet ylläpitämään valuuttansa kiinteää vaihtokurssia suhteessa euroon (esim. Baltian maat, Bulgaria ja Unkari). Ulkomaisten pääomavirtojen vähentyessä näillä talouksilla on vain huonoja vaihtoehtoja: keskuspankkien on joko nostettava korkoja valuuttapakojen estämiseksi tai kiinteästä valuuttakurssista on luovuttava. Vaikka oman valuutan heikkeneminen saattaakin parantaa vientisektorin kilpailukykyä, Itä-Euroopan tapauksessa devalvaatiosta on todennäköisesti enemmän haittaa kuin hyötyä. Useissa maissa valuuttalainat ovat yleisiä ja voimakas oman valuutan devalvoituminen voisi aiheuttaa laajan konkurssiaallon. Itä-Euroopan heikot valuutat aiheuttavat merkittävän riskin myös länsi-eurooppalaisille pankeille, jotka ovat rahoittaneet alueen yrityksiä.

Venäjän talous on edelleen ylijäämäinen, mutta maan tuotantorakenteen modernisointiin tähtäävä investointiohjelma on riippuvainen ulkomaisista pääomista. Finanssikriisi on siksi alkanut nopeasti heikentää myös Venäjän kasvumahdollisuuksia. Öljyn hinnan lasku vähentää valuuttatuloja ja aiheuttaa painetta ruplalle. Ruplan nimellisen vaihtokurssin pitäminen vakaana osoittautuu liian kalliiksi. Ruplan vähittäinen devalvoituminen valuutan arvon vaihteluvälin asteittaisen leventämisen kautta on todennäköistä.

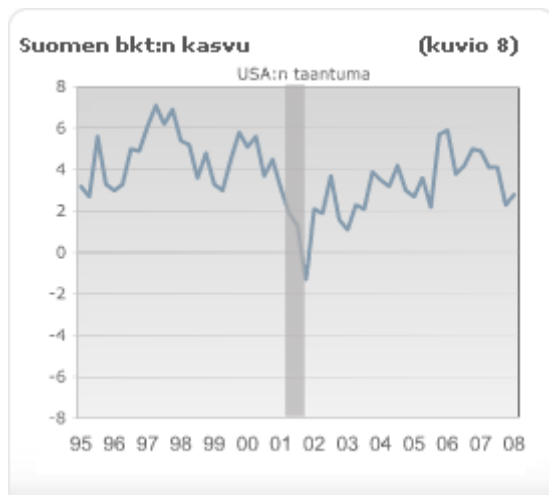
## Latinalainen-Amerikka

Kokonaisuutena latinalaisen-Amerikan näkymiä varjostavat suuri riippuvuus Yhdysvaltain markkinoista sekä raaka-aineiden hintakehityksestä. Finanssikriisi ja rahoituksen saatavuuden tiukentuminen heijastuvat talouksiin, joissa investointikysynnän kasvu on viime vuosina ollut voimakasta (esim. Brasilia). Toisaalta alueen taloudet ovat nyt selvästi paremmassa kunnossa kuin vielä vuosituhannen vaihteessa: vaihtotaseen vajeet ovat supistuneet sekä ulkomaisen velan suhde bruttokansantuotteeseen on merkittävästi alentunut.

## 2. Suomen talouden näkymät

Vuoden kolmannella neljänneksellä Suomen talouskasvu jatkoi hidastumistaan. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan Suomen kokonaistuotanto kasvoi heinä-syyskuussa 0,1 prosenttia edellisestä vuosineljänneksestä. Vuodentakaiseen verrattuna kasvua oli 1,3 prosenttia. Myös toisen vuosineljänneksen kasvulukua tarkistettiin alaspäin 2,5 (2,8) prosenttiin. Kokonaiskysynnän pääkomponenteista yksityinen kulutus kasvoi vuodentakaisesta 1,8 prosenttia ja investoinnit 4,2 prosenttia, kun taas viennin volyymi supistui 2,7 prosenttia.

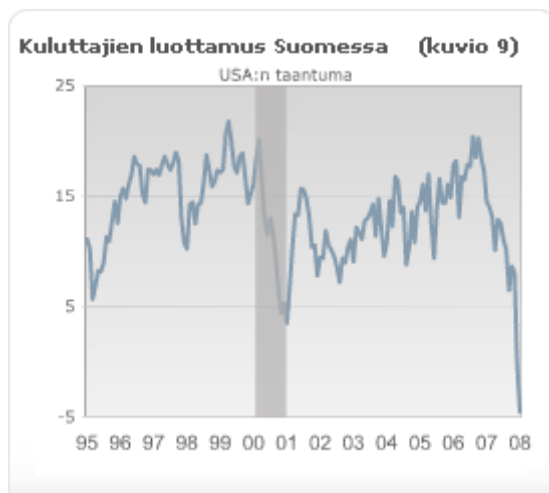
Talouskasvu painuu vuonna 2009 negatiiviseksi, työttömyys nousee



Kansainvälisen rahoituskriisin kärjistyminen on syksyn aikana alkanut nopeasti välittyä myös Suomen reaalitalouteen. Rahoituksen saatavuuden vaikeutuminen ja yritysluottojen kohonnut riskilisät ovat pakottaneet yrityksiä lykkäämään tai perumaan kokonaan jo tehtyjä investointipäätöksiä. Luottokriisi näkyy suoraan myös Suomen vientiteollisuuden tilauskannan heikentymisenä, koska pääomahyödykkeiden kysyntä hidastuu globaalisti.

Finanssimarkkinoiden turbulenssi ja asuntomarkkinoiden kääntymisen laskusuhdanteeseen ovat vaikuttaneet voimakkaasti myös kuluttajien luottamukseen.

Tilastokeskuksen luottamusindikaattorin mukaan kuluttajien odotukset Suomen talouskehityksestä ovat nyt pessimistisempiä kuin kertaakaan 1990-luvun laman jälkeen. Toisaalta kotitalouksien luottamus omaan talouteen on säilynyt vielä kohtalaisena. Inflaation hidastuminen, korkotason lasku sekä veronkevennykset tukevatkin merkittävästi kotitalouksien ostovoimaa. Kulutuskysynnän kannalta suurin riski liittyy työmarkkinoiden heikentyneisiin näkymiin.



Suomen talous on ajautumassa muiden teollisuusmaiden vanavedessä taantumaan. Kotimaisen kulutuksen ja julkisen kysynnän kasvu eivät riitä kompensoimaan investointien ja viennin supistumista. Talouskasvu painuu ensi vuonna negatiiviseksi ja alkaa vähitellen elpyä vasta vuonna 2010. Arvioimme Suomen reaalisuuden kokonaistuotannon supistuvan ennustejaksolla lievästi. Vuonna 2009 bruttokansantuotteen kasvuvauhti on -0,5 (1,7) prosenttia ja vuonna 2010 0,3 prosenttia.

Suomen talouden ennuste		(taulukko 3)	
	2009	2010	
BKT, määrän muutos, %	-0,5	0,3	
Yksityinen kulutus	1,2	1,7	
Vienti	-2,2	-0,5	
Investoinnit	-2,5	0,0	
Työttömyysaste, %	8,0	8,4	
Inflaatio, %	1,2	1,5	
Lähde: Tapiola-ryhmä			

Talouden taantuma pysäyttää yli vuosikymmenen jatkuneen hyvän työllisyyskehityksen ja työttömyys kääntyy ensi vuonna nousuun. Paluuta 1990-luvun suurtyöttömyyteen ei ole näköpiirissä, sillä vielä vastikään monilla aloilla on ollut suorastaan työvoimapulaa. Myös työvoiman ikääntyminen pehmentää luonnollisen poistuman kautta irtisanomispaineita. Taloudesta kuitenkin häviää nettomääräisesti jopa 60 000-80 000 työpaikkaa vuosien 2009-2010 aikana. Työpaikkoja menetetään erityisesti vientiteollisuudessa sekä rakennusalalla. Työttömyysaste nousee vuonna 2009 keskimäärin 8,0 (6,5) prosenttiin. Talouden hitaan elpymisen vuoksi työttömyys nousee vielä vuonna 2010 ja on keskimäärin 8,4 prosenttia.

### Inflaatio hidastuu selvästi mutta riski deflaatiosta pieni

Kansallisella kuluttajahintaindeksillä mitattuna Suomen inflaatiovauhti on vuonna 2008 ollut keskimäärin yli neljä prosenttia. Euroalueen yhdenmukaistettu hintaindeksi, jossa ei ole huomioitu asuntojen hintoja eikä korkoja, on noussut lähes vastaavalla vauhdilla. Inflaatiovauhdin piikinomainen tasohyppäys kuluva vuoden alkupuoliskolla oli seurausta energian, raaka-aineiden ja ruuan hintojen erittäin korkeista vuositasomuutoksista. Kysyntäperäisestä, talouden ylikuumenemisestä johtuvasta laaja-alaisesta hintojennoususta ei ole missään vaiheessa ollut kyse.

Öljyn ja raaka-aineiden hintojen voimakas lasku purkaa jatkossa talouden ulkopuolelta tulevia ylimääräisiä kustannuspaineita. Vastaavasti talouskasvun hidastuminen alentaa merkittävästi kotikutoista inflaatiota. Deflaatiokierteen riski on Suomen taloudessa kuitenkin selvästi pienempi kuin velkakuolan puhkeamisesta pahiten kärsivissä maissa. Ylivelkaantumisesta johtuvat talouden epätasapainot eivät ole Suomessa lähellekään yhtä vakavia kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Voimassaolevat palkkaratkaisut sekä korkotason merkittävä aleneminen myös vähentävät kotitalouksien tarvetta leikata menoja. Suomessakin kulutuskysynnän kasvu toki hidastuu ja säästämisaste nousee, mutta tämä tapahtuu hallitusti eikä johda yksityisen kysynnän voimakkaaseen supistumiseen.

Öljyn ja raaka-aineiden hinnoissa odotettavissa olevat negatiiviset vuositasomuutokset hidastavat ensi vuonna oleellisesti kuluttajahintojen nousua – erityisesti vuoden alkupuoliskolla. Ennustamme Suomen kuluttajahintainflaation jäävän vuonna 2009 keskimäärin 1,2 (2,3) prosenttiin. Työllisyyskehityksen pysyessä heikkona vielä 2010 yksityinen kulutuskysyntä elpyy hitaasti, mikä pitää inflaatiovauhdin edelleen hyvin maltillisena. Vuonna 2010 inflaatio on keskimäärin 1,5 prosenttia.

## Elvyttävää finanssipolitiikka tarvitaan

Rahoituskriisi ja maailmantalouden taantuma luovat vakavan uhan yksityisen sektorin kysyntätekijöille. Huomattavalle finanssipoliittiselle elvytykselle on nyt vahvat perusteet ja julkista velanottoa tarvitaan korvaamaan yksityisen velanoton voimakasta supistumista. Finanssipolitiikan rooli taantumien lievittämisessä on tässä laskusuhdanteessa erityisen korostunut, koska rahapolitiikan vaikuttavuus on pankkikriisin vuoksi merkittävästi alentunut.

Veronkevennykset tukevat kotitalouksien ostovoimaa ja ovat myös pitkällä aikavälillä rakenteellisesti perusteltuja. Valtion tulisi myös pitää huolta, ettei kunnissa verotus samanaikaisesti kiristy. Investointikysyntää on syytä elvyttää julkisilla rakennushankkeilla ja yritysten rahoituksen saanti on kyettävä turvaamaan.

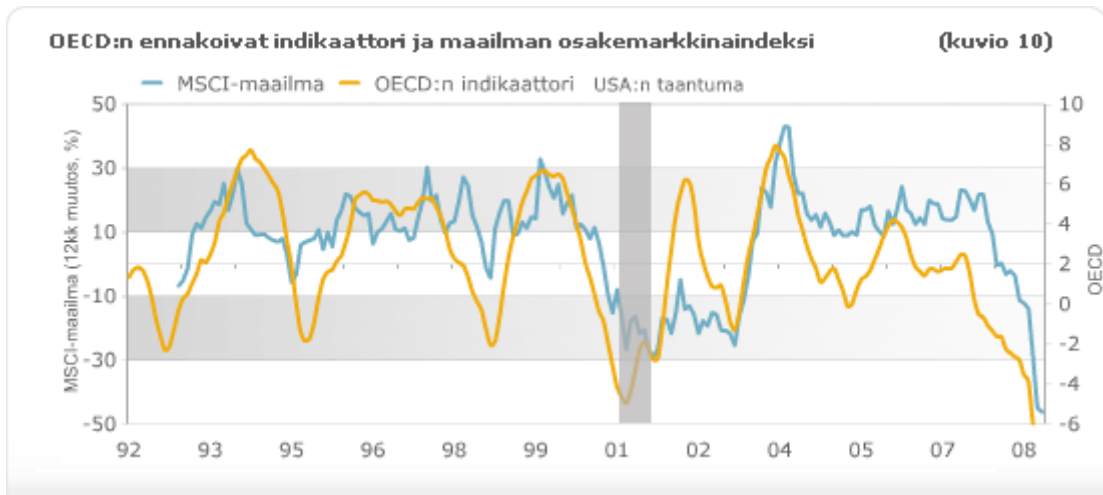
### 3. Rahoitusmarkkinat

Erilaiset rahoitusmarkkinamuuttujat, kuten pörssikurssit, korot ja niiden yhdistelmät, 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 ja OECD:n ennakoiva indikaattori ennakoivat kasvun hidastumista

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 se, että ne saadaan reaaliaikaisena, kun taas OECD:n mittarit julkaistaan kahden kuukauden viipeellä. Pörssikurssien lasku ja OECD:n suhdanneosoittimen heikkeneminen ennakoivat teollisuusmaiden kasvun hidastuvan edelleen alkuvuonna. Teollisuusmaiden osoitin oli edellisen kerran yhtä voimakkaassa laskussa 1990-luvun alussa.

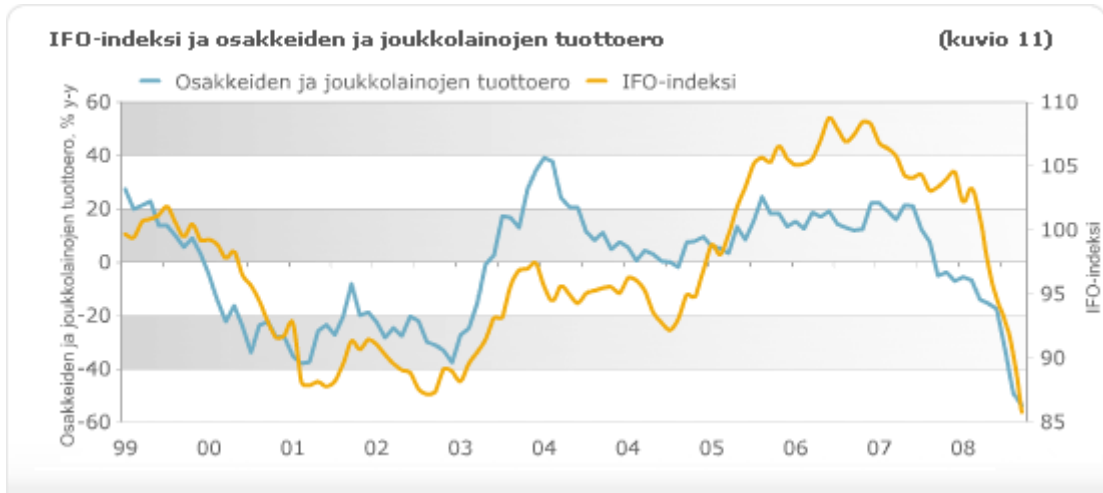
OECD:n mittarin tulkinnessa on syytä kiinnittää huomiota kolmeen asiaan: keston, voimakkuuteen ja laajuuteen. Marraskuun alussa julkaistu lukema oli jo kuudestaista laskeva kuukausi, joten talous on selvästi heikkenevällä uralla. Viimeisimmät muutokset ovat olleet voimakkuudeltaan suuria, mikä viittaa siihen, että kyseessä on vahva signaali. OECD:n viisari ei kuitenkaan kerro kasvun voimakkuudesta, vaan ainoastaan talouden suunnasta ja mahdollisista käännepeisteistä.



Kuvio 10. OECD:n ennakoivat indikaattori ja maailman osakemarkkinaindeksi

## Osakkeiden ja joukkolainojen tuottoeron ennakoi kasvun hidastumista

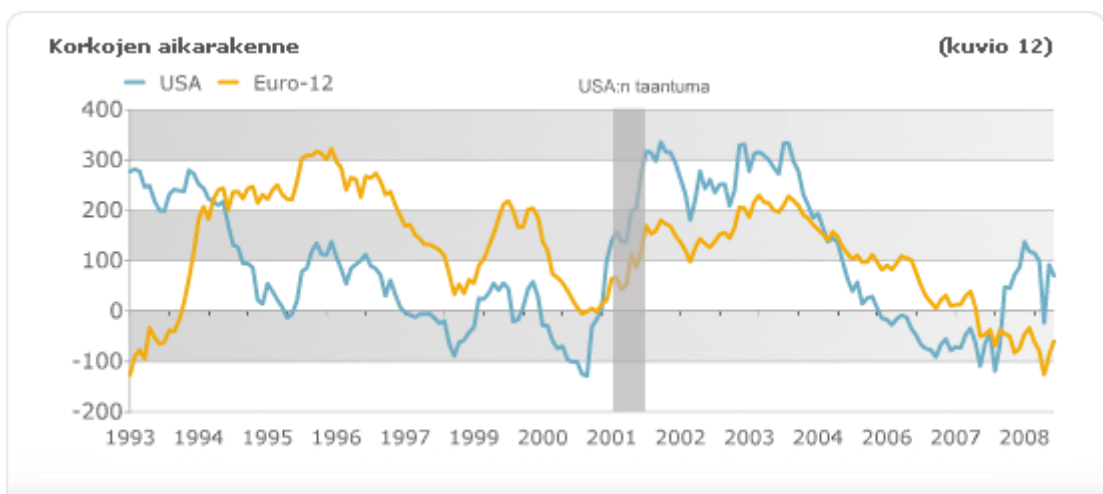
Osakkeiden ja joukkolainojen välinen tuottoero kertoo myös talouden kasvuodotuksista. Kuvioon 11 on piirretty Saksan IFO-indeksi sekä osakkeiden ja joukkolainojen tuottoero. Kuviosta nähdään, että IFO-indeksi kääntyi laskuun huhtikuussa 2007. Samaan aikaan myös tuottoero alkoi supistua joukkolainojen hyväksi ja tuottoero lähestyi jo edellisen syklin pohjia. Tuottoero joukkolainojen hyväksi on sopusuunnassa näkymien heikkenemisen kanssa.



Kuvio 11. Saksan IFO-indeksi ja omaisuusluokkien tuottoero

## Tuottokäyrä ennakoi hidastuvaa kasvua euroalueella, mutta kiihtyvää kasvua Yhdysvalloissa

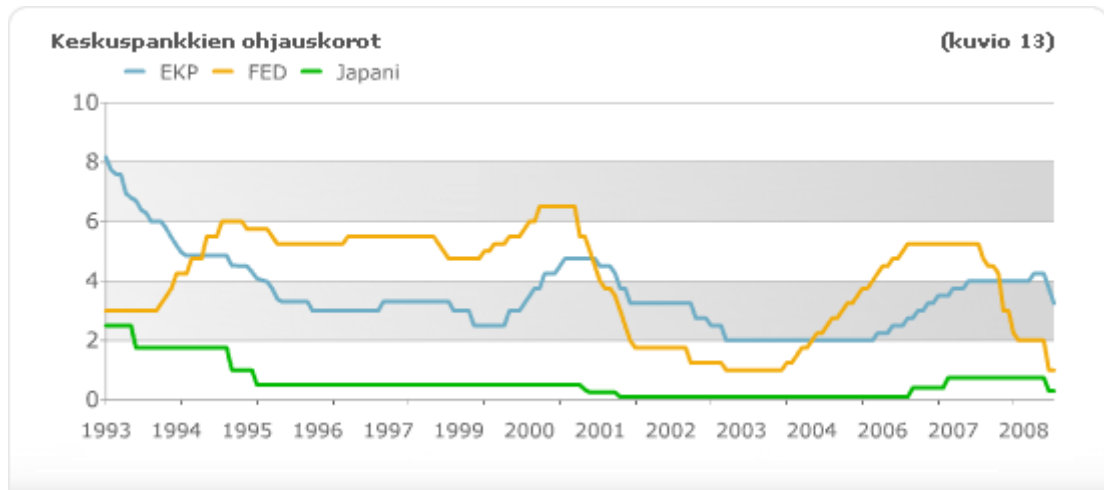
Korkojen aikarakenteen eli tuottokäyrän invertoituminen (ts. lyhyet korot ovat pitkiä korkoja korkeammalla) ennakoi kasvun hidastumista euroalueella. (kuvio 12). Yhdysvalloissa tuottokäyrä on sen sijaan jyrkentynyt voimakkaasti rahapolitiikan kevennysten myötä. Tuottokäyrä on historiassa ollut eräs parhaimpia ns. ennakoivia indikaattoreita. Nykyisellä korkojen aikarakenteella Yhdysvaltain taantuman odotetaan jäävän lyhytaikaiseksi.



Kuvio 12. Korkojen aikarakenne

## FED joutuu painamaan korot nolnaan

Yhdysvaltain keskuspankki FED aloitti koronlaskut syyskuussa 2007 ja ohjauskorko on tätä kirjoitettaessa yksi prosentti (kuvio 13). Viimeaikaisen talouskehityksen perusteella FED joutuu edelleen laskemaan korkoa, ja pitäytymään siinä koko ensi vuoden. Nimelliskoron lähestyessä nolaa heräävät myös pelot deflaatiosta ja Japanin tiestä. Koronlaskun vaikutukset tästä eteenpäin ovat kuitenkin marginaalisia. FED joutuu punnitsemaan päätöksenteossaan lyhyen aikavälin deflaatoriskin ja pitkän aikavälin inflaatoriskin välillä.



Kuvio 13. Keskuspankkien ohjauskorot

FED joutuu turvautumaan mahdollisesti myös epätavallisiin toimenpiteisiin, mikäli pitkät korot eivät laske nykytasoiltaan merkittävästi. Käytännössä FED voi vaikuttaa pitkien korkojen tasoihin verbaali-interventioilla, kvantitatiivisella elvytyksellä tai suorilla joukkolainojen ostoilla. Verbaali-interventioilla pyritään vaikuttamaan markkinaosapuolten ja yleisön odotuksiin viestimällä esimerkiksi, että korot pysyvät pitkään alhaalla. Toiseksi, FED voi tarjota pankeille riittävästi likviditeettiä ja vielä vähän päälle. 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 joukkolainoja halutuissa maturiteeteissa. Tällä toimenpiteellä vaikutetaan suoraan joukkolainojen tarjontaan. Näistä ensimmäinen ja kolmas keino ovat tehokkaita toimenpiteitä ja näitä keinoja käytetään parhaillaan. Nykyisessä tilanteessa Yhdysvaltain pitkien korkojen pitäisi olla kahden prosentin tuntumassa, joten matkaa alas on vielä nykytasoilta.

## EKP jatkaa koronlaskuja

Teollisuusmaiden ajautuminen taantumaan, raaka-aineiden hintojen lasku, muiden keskuspankkien rahapolitiikan kevennykset ja luottokriisin syveneminen pakottavat EKP:n jatkamaan koronlaskuja alle edellisen koronlaskusyklin pohjan. Kun otetaan huomioon talouden perustekijät ja niihin liittyvät riskit, ohjauskoron pitäisi olla ensi kesänä 1 – 1,5 prosenttia. Toisaalta, rahamäärän kasvaa edelleen voimakkaasti, mikä kertoo keskipitkän aikavälin hintavakauteen liittyvistä riskeistä. Rahamäärän ja perinteisen hyödykeinflaation välinen yhteys on kuitenkin katkennut. Pidemmällä aikavälillä FEDin ja EKP:n ohjauskorkojen suunta ei voi poiketa toisistaan, koska muuten euro vahvistuisi edelleen ja vaikutukset näkyisivät vientiteollisuuden hintakilpailukyvyyn menetyksenä.

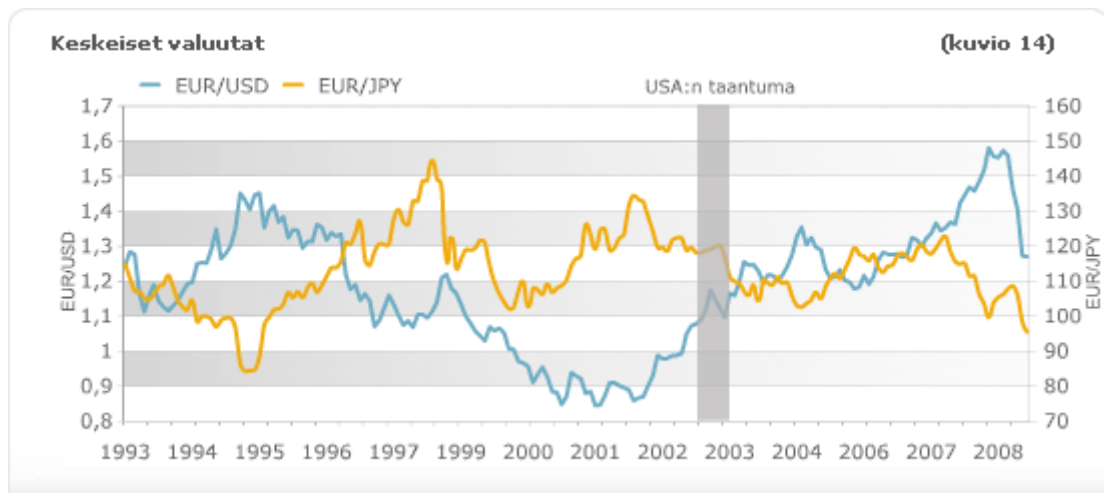
Euroalueen rahataloudelliset olosuhteet ovat edelleen liian kireät vallitseviin reaali-talouden näkyisiin suhteutettuna. Lyhyiden ja pitkien korkojen lasku sekä euron heikkeneminen ovat

keventäneet rahataloutta, mutta enemmän pitää tapahtua. Rahatalous ei ole edelleenkään kasvua tukevaa, vaan kasvua hillitsevää. Rahataloudellisia olosuhteita mittaava indeksi on laskenut voimakkaasti alle pitkän aikavälin mediaanin, mutta nykyinen tilanne edellyttää selvästi keskimääräistä kevyempiä olosuhteita. Marraskuun lopun pitkien korkojen ja euron dollarin kurssin arvoilla lyhyiden euribor-korkojen pitäisi olla alle kahdessa prosentissa.

Myös voimakkaat valuuttakurssimuutokset vaikuttavat keskuspankkien rahapolitiikkaan epäsuorasti inflaatio-odotusten kautta. Dollarin vahvistumisen vaikutukset ovat USA:n talouteen deflatorisia, mutta euroalueen talouksiin vaikutukset ovat inflatorisia. Marraskuun lopussa dollari on vahvistunut vuodentakaisesta noin 13 prosenttia euroa vastaan ja tämä on osaltaan hidastanut euroalueen inflaatiota keskimäärin 0,3 prosenttiyksikköä, joten ilman valuuttakurssivaikutusta, inflaatio olisi ollut vieläkin korkeammalla tasolla.

### Dollarin heikkenemisen hyödyt ja haitat jakaantuvat epätasaisesti

Dollarin vahvistumisen hyödyt ja haitat jakautuvat epätasaisesti (kuvio 14). Euroalueen vientiyhtiöt hyötyvät, mutta kotitaloudet kärsivät tilanteesta. Euron heikkeneminen nostaa inflaatio-odotuksia ja sitä kautta hillitsee sekä joukkolaina- että markkinakorkojen laskua. Euron heikkeneminen supistaa reaalista ostovoimaa, mikä haittaa yksityistä kulutusta. Käytännössä euron heikkeneminen tarkoittaa tulonsiirtoa kotimarkkinasektorilta vientisektorille.



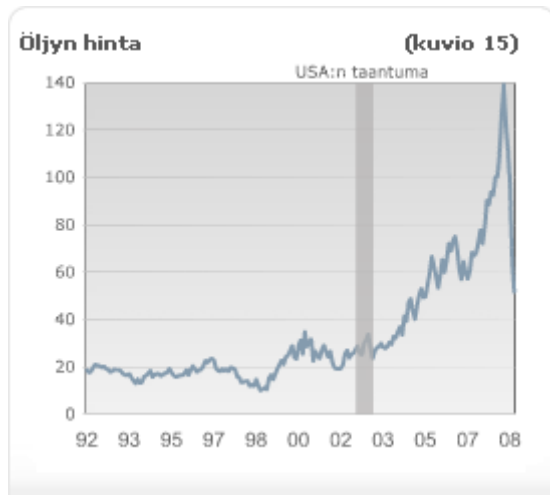
Kuvio 14. Keskeiset valuutat

Viime vuosina Yhdysvaltain ja euroalueen ohjaukorkojen ero on selittänyt hyvin euron dollarikurssin muutoksia. Marraskuun lopussa (EUR/USD 1,27) dollari oli noin kuusi prosenttia aliarvostettu euroa vastaan talouden perustekijöihin suhteutettuna. Pidemmällä aikavälillä riski dollarin merkittävästä aliarvostuksesta on yhä todellinen ja dollari heikkeneminen todennäköisesti jatkuu. Dollarilla on nyt tilaa nousta euroa vastaan, mutta vahvistuminen jäänee kuitenkin kestoaltaan lyhytaikaiseksi. Pitkän aikavälin dollarin näkymä on edelleen haasteellinen. Erityisesti dollarilla on heikkenemispaineita Aasian valuuttoja vastaan.

Euroopan talous- ja rahaliiton aikana Yhdysvaltain ja euroalueen talouksien kasvuerot ja euron dollarikurssi ovat liikkuneet hyvin samansuuntaisesti. Valuuttakurssi ennakoiki kasvuerot siten, että dollarin heikkeneminen lisää kasvuerot Yhdysvaltain hyväksi. Dollarin viimeaikainen vahvistuminen ennakoiki kasvueron kääntymistä euroalueen hyväksi seuraavan 3 – 6 kuukauden jaksolla. Käytännössä tämä toteutunee Yhdysvaltain kasvun jäädessä alle odotusten. Dollarin muutosten vaikutukset talouksien kasvueroon ovat luonteeltaan tilapäisiä, mutta tilastollisesti merkitseviä tavanomaisilla merkitsevyystasoilla.

## Öljyn hintakupla on puhjennut

Öljynhinta on laskenut voimakkaasti syksyllä. Marraskuun lopussa Pohjanmeren Brent-laadun tynnyrihinta on laskenut noin 50 dollariin tynnyriltä, jossa on laskua noin 65 prosenttia huipputasoiltaan. Vaikka öljyn hinnan laskun taustalta löytyy maailmantalouden ja erityisesti kehittyvien talouksien kasvun voimakas hidastuminen, viimeaikainen hinnanlasku on ollut liian voimakasta öljyn hinnan perustekijöihin nähden. Edellisessä katsauksessamme esittämämme arvio kuplan puhkeamisesta toteutui ja uskomme, että öljyn hinta pysyttelee tarkastelujaksolla keskimäärin 50 dollarin tynnyrihinnassa. Seuraavan nousukauden alkaessa perustellumpi öljyn hinnan nousu voi jatkua.



Kuvio 15. Öljyn hinta

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 inflaatiopaineita, mahdollistaa rahapolitiikan kevennykset, kasvattaa kotitalouksien ostovoimaa ja parantaa yritysten kannattavuutta. Mikäli öljyn hinta pysyy nykytasoiltaan, ensi vuoden kasvuennusteita ei tarvitse laskea niin paljon kuin korkeamman öljyn hinnan tapauksessa. Kärsijöitä olisivat mm. Venäjä ja Norja sekä muut öljynviejämaat. Öljynhintakuplan puhkeaminen vastaa vaikutuksiltaan tulonsiirtoa öljyntuottajilta teollisuusmaille.

Myös inflaatiokorjattuna öljyn hinta on laskenut selvästi alle ensimmäisen ja toisen öljykriisin tasojen. Öljykriisien tasot ovat kuitenkin huono vertailukohta, koska seurauksena oli vakavia ongelmia reaalitaloudessa. Huolimatta öljyn hinnan laskusta, nykyhinta on edelleen tuplasti sen mitä se oli periodilla 1992-2005 keskimäärin. Taloudet kestävät kuitenkin korkeamman öljyn hinnan paremmin kuin historiassa, koska talouksien riippuvuus öljystä on vähentynyt. Öljyn kulutus tuotettua yksikköä kohti on noin puolet siitä, mitä se oli öljykriisien aikana.

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 reaalitalouteen ovat paljon aikaisemmin arvioitua voimakkaammat. Öljyn korkean hinnan hyödyt ja haitat jakautuvat epätasaisesti: öljyntuojamaat kärsivät tilanteesta, kun taas öljynviejämaat hyötyivät tilanteesta. Toisaalta vaikutukset ovat myös epäsymmetriset: öljyn hinnan nousu hidastaa kasvua enemmän kuin öljyn hinnan lasku sitä kiihdyttää.

## 4. Asunto- ja kiinteistömarkkinat

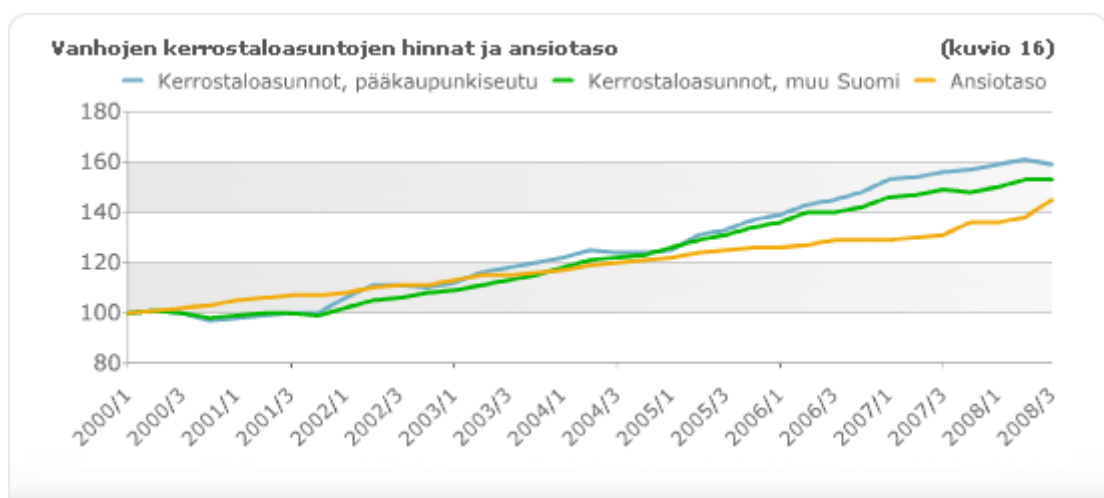
### Asuntojen hintamuutokset toistaiseksi maltillisia

Vanhojen asuntojen nimellishinnat laskivat vuoden 2008 kolmannella neljänneksellä 1,4 prosenttia koko maassa. Tilastokeskuksen tietojen mukaan vanhojen asuntojen hinnat laskivat pääkaupunkiseudulla 3,0 prosenttia. Sen sijaan asuntokauppojen määrä laski koko maassa 20 prosenttia ja pääkaupunkiseudulla jopa 30 prosenttia verrattuna vastaavaan ajankohtaan viime vuonna. Tilastokeskuksen tuoreen kuluttajien luottamusindikaattorin mukaan kuluttajien odotukset Suomen taloudesta ovat synkimmät sitten 1990 alun. Vaikka kuluttajien usko oman talouden kehitykseen onkin säilynyt korkealla tasolla, osa kotitalouksista on siirtänyt ostopäätöstään talouden yleisen epävarmuuden johdosta.

Keskimääräisten hintojen kehitys on nyt taittunut. Uusien kerros- ja rivitaloasuntojen hinnat vielä nousivat vuoden 2008 kolmannella neljänneksellä 1,2 prosenttia pääkaupunkiseudulla, mutta laskivat 1,3 prosenttia muualla Suomessa verrattuna edelliseen neljännekseen. Uusien asuntojen keskineliöhinta oli 3765 euroa pääkaupunkiseudulla ja 2889 euroa koko maassa. Uusien asuntojen myynti on hiljentynyt dramaattisesti. Neliöhinnaltaan kalleimpien uudiskohteiden aloituksia on lykätty. Asuinrakennuksille myönnettyjen rakennuslupien määrä väheni syyskuussa noin 4 prosenttia verrattuna vastaavaan ajanjaksoon edellisvuonna.

Aleneva korkotaso parantaa asuntovelkaisten kotitalouksien asemaa. Yleisesti asuntolainojen viitekorkona käytetty vuoden euribor on laskenut puoleksatoista kuukaudessa 1,5 prosenttia ja markkinakorkojen odotetaan lähiaikoina yhä laskevan merkittävästi. Viimeisin Euroopan keskuspankin 0,75 prosentin ohjaukseen alennus tulee laskemaan myös asuntolainojen kustannuksia oleellisesti. Kotitalouksien asuntoluottokannan kasvu oli 11 prosenttia vuoden toisella neljänneksellä. Kotitalouksilla oli asuntoluottoja 67 miljardia euroa.

Asuntojen yleinen hintataso ei ole Suomessa viime vuosina noussut reaalisesti yhtä paljon kuin useissa Euroopan maissa kuten Iossa Britanniassa ja Tanskassa. Suomessa asuntojen hinnat laskivat 1990-luvun laman aikana huomattavasti voimakkaammin kuin muissa maissa ja hintataso, jolta nousu alkoi, oli reaalisesti varsin alhainen. Lisäksi asuntojen hinnat ovat nousseet viime vuosina suhteellisen maltillisesti suhteutettuna yleiseen ansiotason kehitykseen (kuva).



Suomen suurimpien asuntovälittäjien odotukset ensi vuodelle ovat edelleen yllättävän positiivisia. Asuntokaupan uskotaan piristyvän keväällä korkojenlaskun myötä ja esim. ensiasunnonostajien odotetaan palaavan markkinoille. Perinteisesti kevät onkin vilkasta asuntokaupan aikaa, mutta uskomme että markkinamme taantuman syvyydestä saadaan tarkempi kuva vasta vuoden 2009 ensimmäisen neljänneksen jälkeen yritysten ilmoittaessa tarkentuneita tulosennusteitaan ja vuosinäkymiään. Tiedot vaikuttanevat suuresti asunnonostajien luottamukseen ja asunnonvaihtohalukkuuteen.

Kohoavien vuokrien ja laskevien hintojen aiheuttama tuottojen nousu sekä korkotason lasku houkuttelevat sijoittajia ennen pitkää takaisin asuntomarkkinoille. Kun talouden epävarmuus vähenee ja rahoituksen saatavuus normalisoituu, on pitkällä tähtäyksellä edessä kaupankäyntivolyymin nousu ja asuntojen hintojen kääntyminen takaisin nousuun.

Uudistuotantoa on sopeutettu jo vuoden ajan hiljenevään kysyntään ja valmiita tai pian valmistuvia asuntoja on rakentajilla kertaluokkaisesti vähemmän kuin 90-luvun alun lamaan mentäessä. Tämä yhdessä alhaisena pysyvän korkotason kanssa puoltavat näkemystä, että asuntomarkkinoillamme ei tapahdu romahdusta, vaan hintakehitys säilyy tasaisen maltillisena, joskin ainakin ensi vuoden laskevana.

## 5. Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit

Tässä katsauksessa esitetyt näkemykset ja ennusteet perustuvat oletuksiin, että maailmantalouden kasvu hidastuu hallitusti eikä valuuttamarkkinoilla koeta suuria 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 riskitekijää.

Ensimmäinen riski liittyy Yhdysvaltain talouteen. Luottokriisi yhdessä asuntojen hintojen ja rahoitusvarallisuuden laskun kanssa voi ajaa talouden syvään ja pitkäkestoiseen taantumaan, jonka vaikutukset heijastuvat ympäri maailmaa hyödyke- ja rahoitusmarkkinoiden, ulkomaankaupan sekä erilaisten luottamusindikaattoreiden heikkenemisen kautta. Tässä vaihtoehdossa kehittyvien talouksien tehtävä on toimia vastavoimana maailmantalouden kasvun hidastumista vastaan. Valitettavasti myös kehittyvien talouksien kasvunäkymät ovat heikentyneet syksyllä nopeasti ja kasvun eriytyminen on osoittautumassa toiveajatteluksi.

Toinen riski liittyy kansainväliseen luottokriisiin. Pankit ovat kärsineet huomattavia tappiota operaatioissaan ja ovat sen vuoksi joutuneet rajoittamaan luotonantoaan yrityksille ja kotitalouksille. Rahoituskustannusten nousu ja rahoituksen saatavuuden heikkeneminen leikkaavat kulutus- ja investointikysyntää maailmanlaajuisesti. Haluttomuus luotonantoon pitää edelleen riskilisiä poikkeuksellisen korkealla eivätkä koronlaskut välity eteenpäin talousyksiköille. 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 mahdollinen myös muualla. Raaka-aineiden ja varallisuuskohteiden (asunto- ja rahoitusvarallisuus) hintojen lasku, luottolama, talouden taantuma ja työttömyyden kasvu ovat kaikki deflatorisia tekijöitä. Yhdessä nämä tekijät muodostavat merkittävän deflaatorisikin. Japanin esimerkki osoittaa, että kun deflatorinen kierre käynnistyy, siitä on vaikea päästä eroon. Viimeaikaiset keskuspankkien koronlaskut ja poliittisten päättäjien elvytyspaketit auttavat osaltaan deflaatorisikin 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 vaihtuvat keväällä ja demokraatit saattavat helpommin turvautua protektionistisiin toimiin, mikäli talouden taantuma syvenee ja 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 kriisiin. Ylikansallista sääntelyä ja valvontaa on lisättävä, jotta vastaavat kriisit voidaan välttää tulevaisuudessa. Riskinä on, että sääntelyssä mennään liian pitkälle ja valtiot puuttuvat liiallisesti yritystoimintaan. Riskinotto kuuluu kapitalismiin ja ilman riskinottoa ei synny myöskään kannattavaa yritystoimintaa eikä uusia työpaikkoja. On jälleen syytä erottaa talletuspankit ja muut rahoituspalveluyritykset toisistaan. Talletuspankit toteuttaisivat perustehtävänsä eli lyhytaikaisten talletusten muuntamista pitkäaikaisiksi luotoiksi ja vain muille toimijoille sallittaisiin osakesijoitukset, johdannaispositiot ja strukturoidut tuotteet.

Seuraava suhdannekatseaus julkaistaan kesäkuussa 2009.

Tämä suhdannekatseaus 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, kopioimalla, 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.