



Tapiolan suhdannekatsaus 1/2009

10.6.2009 www.sijoitustalous.fi/raportit_ja_katsaukset

Sisältö

Maailmantalouden näkymät	4	Asunto- ja kiinteistömarkkinat	21
Suomen talouden näkymät	13	Ennusteisiin liittyvät keskeiset riskit	25
Rahoitusmarkkinat	16		

Kesäkuu 2009

	2009	2010
USA	-3,0	0,5
Euroalue	-4,7	-0,5
Japani	-5,8	0,7
Maailma	-2,1	1,5

Lähde: Tapiola-ryhmä

Maailmantalous on ajautunut alkuvuonna taantumaan teollisuusmaiden johdolla ja näkymät säilyvät haasteellisina myös loppuvuonna. Näkymiä heikentävät Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden heikkous ja kansainvälinen luottokriisi, joka on muuttumassa asteittain reaalityalouden ja työmarkkinoiden ongelmaksi. Myös kehittyvien talouksien näkymät ovat heikentyneet ja ajatus kasvun eriytyemisestä teollisuusmaiden ja kehittyvien talouksien välillä on osoittautunut toiveajatteluksi. Tuoreimmat eteenpäin katsovat taloustilastot kertovat

teollisuusmaiden pahimman pudotuksen olevan jo takana ja tilanne on vakautumassa.

Suomi on ajautunut kansainvälisen talouden imussa taantumaan. Ennustejaksolla talous supistuu, inflaatio muuttuu tänä vuonna deflaatioksi ja työttömyys jatkaa nousuaan. Kasvunäkymien poikkeuksellisen nopea heikkeneminen edellyttää hallitukselta poikkeuksellisen elvyttävää finanssipolitiikkaa ja työmarkkinajärjestöiltä palkkamalattia. Julkisten menojen lisäysten tulisi olla tilapäisiä ja verotuksen painopistettä tulisi siirtää palkkaverotuksesta kulutusveroihin. Suomen talouden pitkän aikavälin näkymät säilyvät edelleen väestön ikääntymisen vuoksi haasteellisina, jonka vuoksi rakenteellisia uudistuksia on jatkettava.

Maailmantalous palaa ensi vuonna hitaalle kasvu-uralle ja edessä on vuosien hitaan kasvun jakso, jonka aikana velkojen poismaksu ja sääntelyn lisääntyminen rajoittavat kasvumahdollisuuksia. Keskeisten teollisuusmaiden keskuspankit jatkavat nollakoron politiikkaa ja määrällistä elvytystä, jolla pyritään torjumaan deflaatiouhkaa. Euroalueen pitkät korot pysyvät edelleen historiallisen alhaisina. Huoli dollarin romahduksesta on turha, koska käytännössä Kiina ei kykene irrottautumaan dollarivarannostaan ilman, että sen omistamien dollarilainojen arvo merkittävästi laskee. Öljyn hinta pysyy alhaisena, mutta pitkällä aikavälillä öljyn hintaan kohdistuu nousupaineita.

Suurin yksittäinen riski liittyy deflaatioon. Inflaation mahdollisesta kiihtymisestä puhutaan julkisuudessa paljon, mutta paljon suurempi riski on lähivuosina deflaatio. Teollisuusmaiden samanaikainen syvä taantuma, varallisuuskohteiden (asunto- ja pörssivarallisuus) hintojen lasku yhdessä yksityisen sektorin velkaantumisen kanssa muodostaa vakavan deflaatoriskin, jota tulisi torjua kaikin keinoin. Suurista talouksista Yhdysvalloissa, Kiinassa, Japanissa ja Englannissa yleinen hintataso on jo laskussa ja euroalueelle hintojen nousu on alustavien tietojen mukaan pysähtynyt. Mikäli tämä kehitys pitkittyy, riskinä on deflaation siirtyminen odotuksiin ja sitä kautta taloudelliseen päätöksentekoon.

Näkemys:

Maailmantalous: Maailmantalouden taantuma jatkuu teollisuusmaiden johdolla

Suomen talous: Suomen talous supistuu ja työttömyys jatkaa nousuaan

Rahapolitiikka: EKP on lähellä koronlaskusyklin loppua

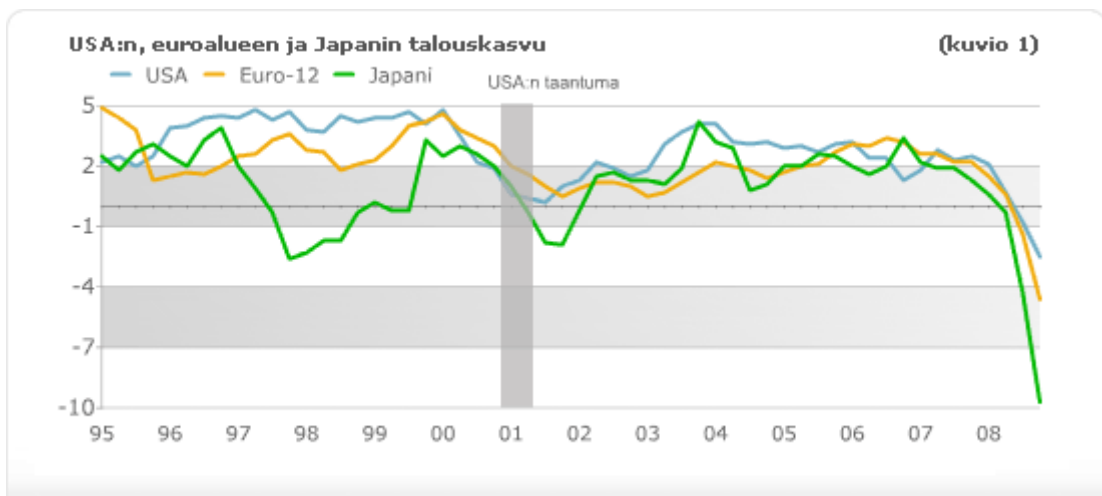
EUR/USD: Dollariin kohdistuu edelleen pitkällä aikavälillä merkittäviä heikkenemispaineita

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

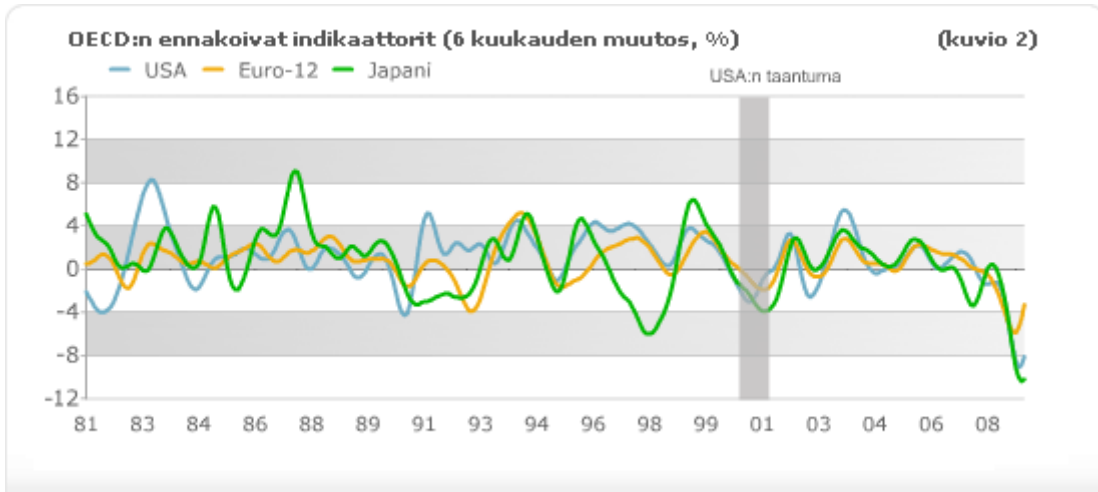
1. Maailmantalouden näkymät

Maailmantalouden taantuma jatkuu

Maailmantalouden alamäki kiihtyi alkuvuonna (kuvio 1). Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä talous supistui Yhdysvalloissa -2,5 prosenttia, euroalueella -4,6 prosenttia ja Japanissa -9,7 prosenttia vuodentakaisesta. Myös Kiinassa kasvu hidastui +6,1 prosenttiin vuodentakaisesta. Euroalueen, Yhdysvaltojen ja Japanin samanaikainen taantuma tarkoittaa sitä, ettei mikään yksittäinen maa voi devalvoida vientiään kasvuun, koska kysyntä on joka puolella vähäistä. 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 tulevaisuudessa ennallaan.



OECD:n ennakoivien indikaattoreiden mukaan teollisuusmaiden suhdanneodotukset ovat tasaantumassa alkuvuoden jyrkän pudotuksen jälkeen (kuvio 2). Viimeviikkojen hyvä uutisvirta kertoo siitä, että talouksien vapaapudotus on ohi. Taloudet supistuvat edelleen, mutta hidastuvalla vauhdilla. Suhdanneosoittimet ennakoivat käännepesteitä ja reaalityalouden suuntaa noin 6 - 9 kuukautta eteenpäin. Maittain kuvaajat ennakoivat edelleen suhdanteiden heikkenemistä suurissa teollisuusmaissa vuoden 2009 jälkipuoliskolla, mutta parhaassa tapauksessa käänne voisi olla käsillä kesällä ja loppuvuodesta taloudet kääntyisivät lievään kasvuun. Keskeisten kehittyvien talouksien (Brasilia, Venäjä, Intia ja Kiina) näkymät ovat myös tasaantumassa jyrkän laskun jälkeen. Teollisuusmaiden ongelmat välittyvät kehittyviin talouksiin ulkomaankaupan, rahoitus- ja hyödykemarkkinoiden sekä erilaisten luottamusindikaattoreiden heikkenemisen kautta.



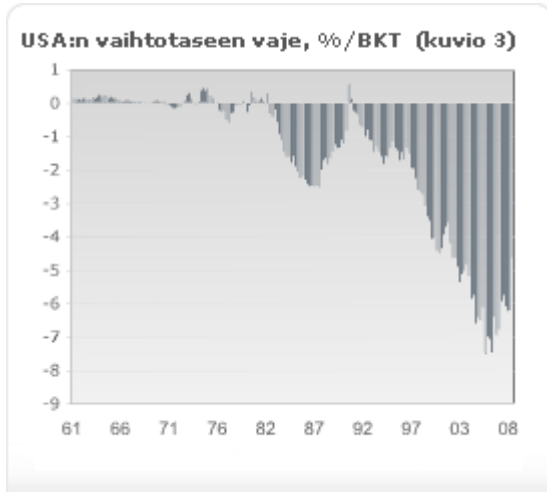
Yhdysvaltain ylivelkaantuminen on riski maailmantalouden kasvunäkymille

Yhdysvallat on ajautunut syvään taantumaan, jonka negatiiviset vaikutukset säteilevät joka puolelle. Asunto- ja sijoitusvarallisuuden lasku yhdessä velkojen poismaksun kanssa rajoittavat kasvumahdollisuuksia vielä pitkään (taulukko 1). Yhdysvaltain talouden taantuma ja sitä seuraava 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, %

	Tapiola		IMF	
	2009	2010	2009	2010
USA	-3,0	0,5	-2,8	-0,1
Euroalue	-4,7	-0,5	-4,2	-0,4
Japani	-5,8	0,7	-6,2	0,5
Maailma	-2,1	1,5	-2,5	1,1

Lähteet: Tapiola-ryhmä 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 vajeen suuruus oli joulukuun 2008 lopussa noin 530 miljardia dollaria (kuvio 3). Vajeen suuruus on painunut jo alle prosenttiin koko maailman tuotannosta. Vaje on kuitenkin edelleen absoluuttisesti suurempi kuin millään muulla maalla on koskaan aikaisemmin ollut.

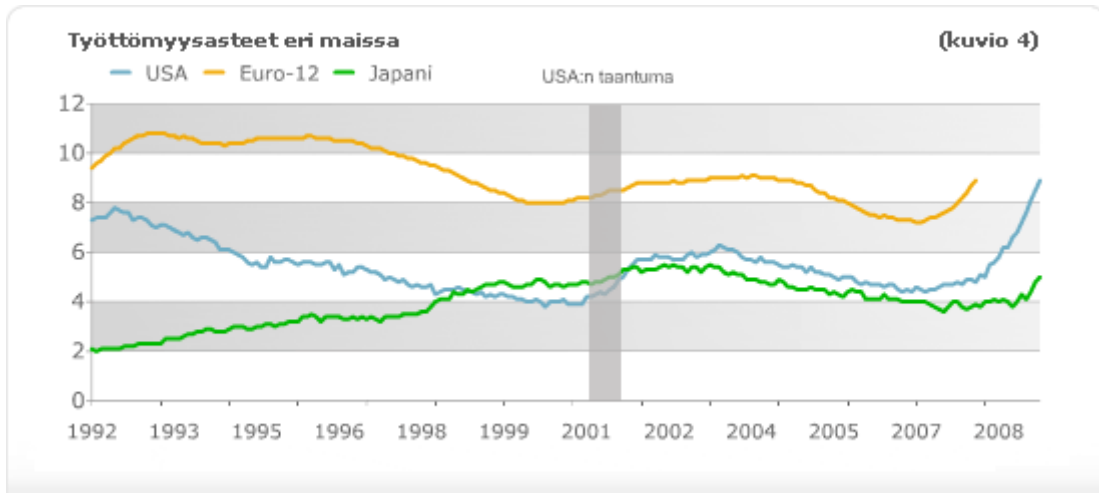
Yhdysvaltain asuntomarkkinat edelleen avainasemassa

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 hintojen lasku jatkuu edelleen, mutta aikaisempaa hitaampana. Asuntojen hinnat laskivat maaliskuussa S&P/Case-Shiller -asuntohintaindeksin mukaan -18,7 prosenttia vuodentakaisesta. Kesäkuun 2006 huipulta hinnat ovat laskeneet noin kolmanneksen. Aikaisempien finanssikriisien jälkeiset korjausliikkeet asuntomarkkinoilla ovat kestäneet keskimäärin 5 - 6 vuotta ollen voimakkuudeltaan keskimäärin 40 prosenttia, joten asuntomarkkinoiden alamäki jatkunee vielä mahdollisesti useita vuosia.

Yhdysvaltain syvä taantuma...

Raha- ja finanssipolitiikan kevennykset vaikuttavat reaalityouteen vasta viipeellä. Parhailaan käynnissä oleva luottokriisi tekee rahapolitiikasta tehotonta: koronlaskut eivät välity koko voimallaan talouteen, koska pankit samanaikaisesti kiristävät omaa luotonantoaan tai tallettavat rahat takaisin keskuspankkiin. Finanssipolitiikan merkitys kasvaa tilanteessa, jossa rahan hinta ei laske samaa tahtia korkojen kanssa ja luoton saatavuus on heikentynyt. Tämänhetkisten tietojen mukaan Obama aikoo käyttää noin 800 miljardia dollaria talouden elvyttämiseen seuraavan 2-3 vuoden aikana. Velkaelvytys on nykytilanteessa perusteltua, koska vaihtoehtona olisi taantuman syveneminen ja pitkittyminen, mikä voisi johtaa suoranaiseen lamaan ja deflaatioon. Dollarilainojen lisääntyneelle tarjonnalle löytyy kysyntää ainakin Kiinasta ja Japanista Yhdysvaltain keskuspankki FEDin lisäksi.

...on nostanut työttömyysasteen yli luonnollisen tasonsa



Yhdysvaltain talouden nopea jäähtyminen on näkynyt myös työmarkkinoilla. Työttömyysaste oli huhtikuussa 8,9 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 toistaiseksi poistuneet ja tilalle on tullut deflaation uhka. Työttömyysasteen nousu, raaka-aineiden hintakuplan puhkeaminen, luottolama, varallisuuskohteiden (asunto- ja rahoitusvarallisuus) hintojen lasku ja yksityisen sektorin velkaantuminen ovat kaikki deflatorisia tekijöitä. Riski deflaatiosta on todellinen ja sitä tulisikin torjua kaikin keinoin.

Kansainvälisen talouden ennuste: inflaatio, %

	Tapiola		IMF	
	2009	2010	2009	2010
USA	-0,7	0,5	-0,9	-0,1
Euroalue	0,2	0,8	0,4	0,6
Japani	-1,2	-0,5	-1,4	-0,6
Maailma	-2,1	1,5	-2,5	2,4

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

Euroalue on taantumassa

Euroalueen talous on myös ajautunut syvään taantumaan ja odotamme talouden supistuvan vielä ensi vuonnakin. Euroopan Yhteisöjen tilastoviranomaisen (Eurostat) mukaan euroalue supistui ensimmäisellä neljänneksellä -4,6 prosenttia vuodentakaisesta ja -2,5 prosenttia edellisestä neljänneksestä. Euroalueen näkökulmasta Saksan kasvunäkymien voimakas heikkeneminen on huono uutinen. Luottokriisi rantautui syksyllä 2008 Eurooppaan ja synkensi näkymiä entisestään. Hyvä uutinen on se, että sekä raha- että finanssipolitiikalla on reagoitu tilanteeseen nopeasti. Korvoja on laskettu ja rahaliiton jäsenmaat ovat aloittaneet

finanssipoliittisen elvytyksen. Euroalueen elvytyspaketit ovat keskimäärin pienempiä kuin Yhdysvaltain tai Kiinan vastaavat, mutta sinänsä oikeansuuntaisia toimenpiteitä.

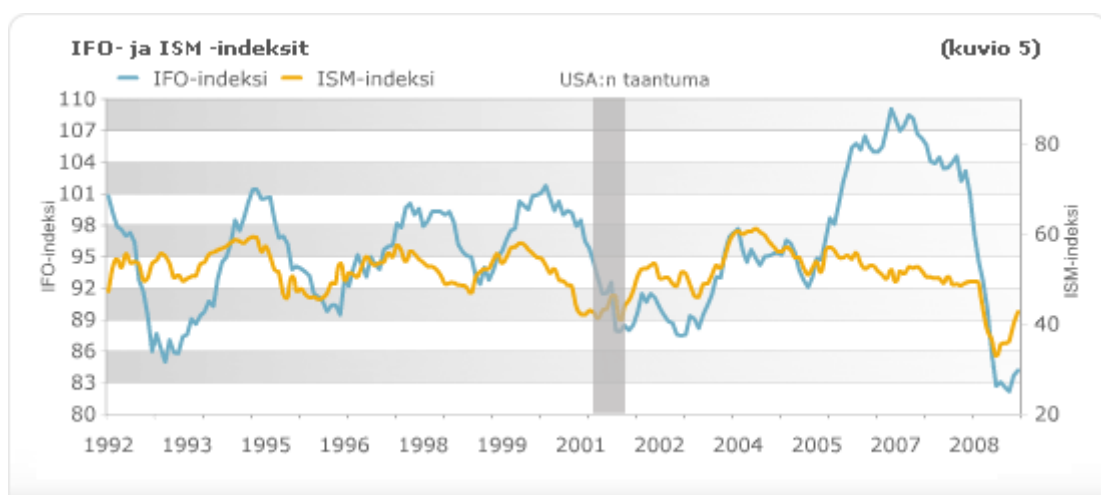
Euroalueen näkökulmasta maailmantalouden kasvun hidastuminen leikkaa vientiä ja samaan aikaan luottokriisin syveneminen leikkaa investointeja ja kulutusta, joten taantumasta on tulossa syvempi ja pitkäkestoisempi kuin vielä viime syksynä ajateltiin. Tästä syystä olemme laskeneet tämän ja ensi vuoden kasvu-arvioita. Talouden odotetaan supistuvan tänä ja ensi vuonna.

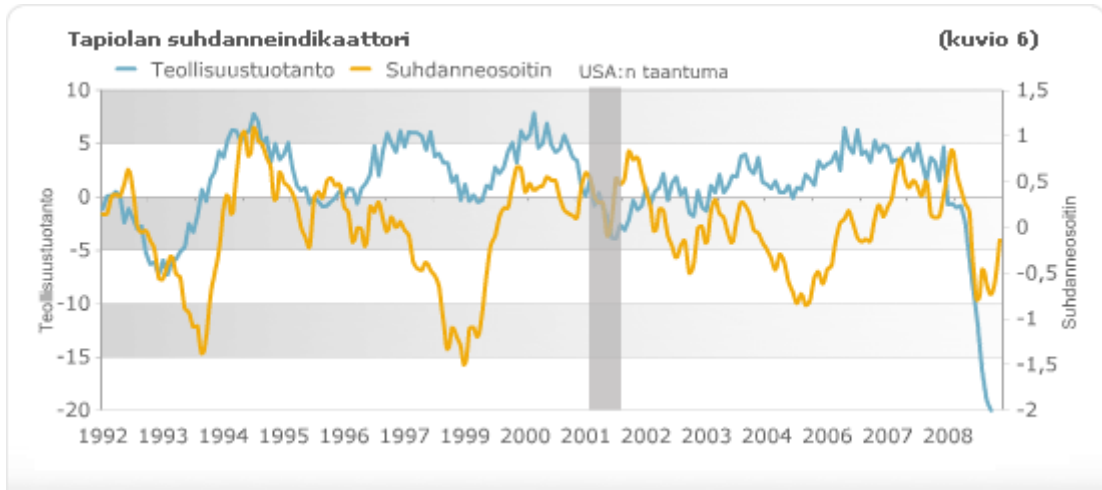
Pientä lohtua tuo euron heikkeneminen vuodentakaiseen verrattuna dollaria ja dollarirytkösten kautta myös Aasian ja Lähi-idän öljymaiden valuuttoja vastaan. Heikompi euro parantaa euroalueen kilpailukykyä tilanteessa, mutta vaikutukset jäävät vähäisiksi, koska koko maailmantalous on taantumassa. Euroalueen 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 velkaelvytyksen seurauksena julkisen talouden alijäämät kohoavat suurissa euromaissa 5-6 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 reaalkoron 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 kääntynyt nousuun ennakoiden pahimman olevan jo takana Saksan ja sitä kautta koko euroalueen talouksien osalta (kuvio 5). Myös kuluttajien ja yritysten luottamusindikaattorit ovat vahvistuneet viime kuukausina, mutta ne ovat edelleen hyvin alhaisilla tasoilla. Odotusilmapiirin paraneminen on sopusoinnussa Yhdysvaltain vastaavien mittareiden kanssa. Oma euroalueen teollista tuotantoa ennakoiva indikaattorimme on noussut myös pohjatasoilta ja viestii pahimman olevan jo takana (kuvio 6).





Japanin talous on ajautunut syvään taantumaan

Japanin talous jatkoi voimakasta supistumistaan alkuvuonna. Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä talous supistui -9,7 prosenttia vuodentakaisesta ja miinus on teollisuusmaiden pahimpia. Taantuman syvyys on erityisen ongelmallista ottaen huomioon talouden alhaisen 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 edelleen heikot, mutta tuoreimmat taloustilastot viittaavat siihen, etteivät näkymät enää heikkene kiihtyvällä vauhdilla. OECD:n ennakoivan suhdanneosoittimen mukaan Japanin talouden alamäki on tasaantumassa. Japanin etu on se, että Japanin pankkijärjestelmä on paremmassa kunnossa kuin Yhdysvaltain ja Euroopan järjestelmät. Uutistoimisto Bloombergin mukaan Japanilaisten pankkien tappiot olivat maaliskuun lopussa alle viiden prosentin luokkaa (Yhdysvaltalaispankkien osuus oli vajaat 2/3 osaa ja Eurooppalaispankkien osuus oli vajaat 1/3 osaa) kaikista raportoiduista tappioista. Riskinä on maailmantalouden käänteen viivästyminen ja kääntyminen uudelleen laskuun, mikä leikkaisi Japanin viientiä. Japanin talous on edelleen maailmantalouden peili, joka heijastelee enemmän sitä, mitä muualla tapahtuu kuin sitä, mitä kotimaan taloudessa tapahtuu.

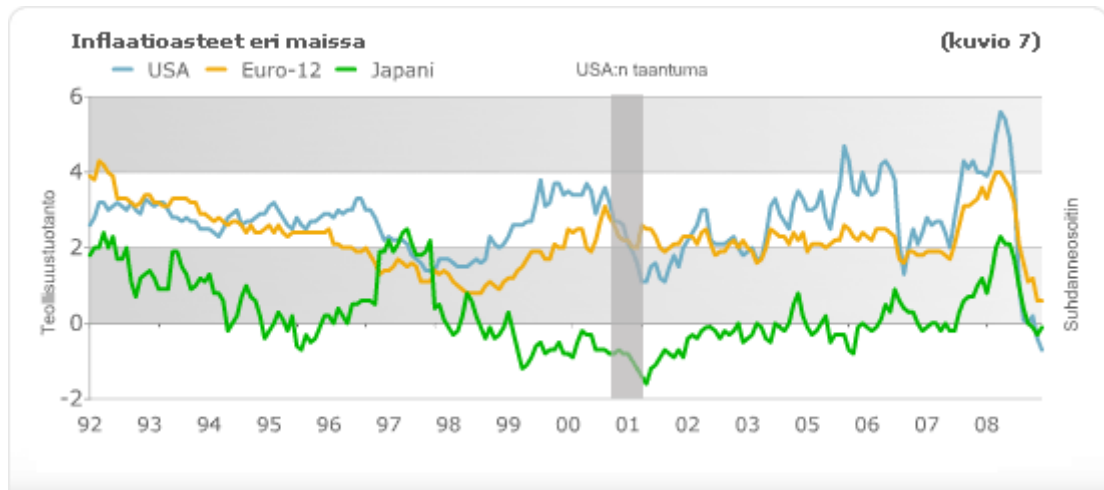
Japanin talouden kesto-ongelma on ollut deflaatio. Edes alhaiset korot eivät ole käynnistäneet kestävästi inflaatiodynamiikkaa. Alhaisten korkojen myötä Japanin talous on ollut käytännössä jo useita vuosia perinteisessä Keynesiläisessä likviditeettiloukussa (likviditeettiloukku tarkoittaa tilannetta, 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 vuosituhannen vaihteen elvyttävä rahapolitiikka (nollakorot + määrällinen elvytys) ei ole saanut inflaatiota pysyvästi liikkeelle. Deflaation syiden täytyy olla syvällä japanilaisten kuluttajien ja yritysten käyttäytymisessä.

Jenin vahvistuminen dollaria vastaan haittaa Japanin vientiä

Japanin jenin vahvistuminen dollaria ja dollarirytkösten kautta myös useiden kehittyvien talouksien valuuttoja vastaan heikentää talouden kilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla ja vaikeuttaa vientiä. Nämä kielteiset vaikutukset reaalityönteeseen tulevat kuitenkin vasta viiveellä. Toukokuun loppuun mennessä jeni on vahvistunut dollaria vastaan noin 7,5 prosenttia (euroa vastaan jeni on vahvistunut noin 18 prosenttia vuoden takaiseen verrattuna). Todellisuudessa Japanin kilpailukyky on heikentynyt vähemmän, koska samaan aikaan Japanissa hinnat ovat laskeneet vähemmän kuin Yhdysvalloissa. Tästä seuraa, että vuoden takaiseen verrattuna jeni on vahvistunut ”reaalisesti” dollaria vastaan noin 7 prosenttia.

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 inflaatiolukujen mukaan hinnat laskivat keskimäärin 0,3 prosenttia vuodentakaisesta. Työttömyyden nousu hillitsee edelleen kustannusinflaation kehittymistä eikä kysyntäinflaatiosta ole pelkoa nykyisen maailmanlaajuisen taantuman oloissa (kuvio 7).



Kehittyvät markkinat

Länsimarkkinoiden laskusuhdanne on viimeisen puolen vuoden aikana levinnyt myös kehittyviin talouksiin sekä kansainvälisen kaupan että pääomamarkkinoiden välityksellä. Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n huhtikuussa julkaisemien kasvuennusteiden mukaan Kehittyvien talouksien bkt-kasvu putoaa tänä vuonna noin 1,6 prosenttiin viime vuoden noin 6,1 prosentista.

Kehittyvä Aasia

Kehittyvä Aasia Kiinan johdolla näyttäisi kestävän finanssikriisin ja sitä seuranneen maailmantalouden taantuman muita talousalueita paremmin, joskin sielläkin kasvun odotetaan hidastuvan alle viiteen prosenttiin – alhaisimmalle tasolleen sitten 1990-luvun lopun Aasian kriisin.

Kiinassa bruttokansantuotteen vuosimuutos hidastui vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä 6,1 prosenttiin, joka on alhaisin kasvuvauhti lähes kymmeneen vuoteen. Kiinan talouskasvun nopeaa hidastumista on yleisesti pidetty seurauksena maailmankaupan voimakkaasta supistumisesta. On totta, että Kiinan vienti on viime kuukausina supistunut yli kaksikymmentä prosenttia edellisvuoden vastaavan ajanjaksoon verrattuna. Samanaikaisesti tuonti on kuitenkin vähentynyt vielä nopeammin, joten nettoviennin vaikutus bkt-kasvuun on jäänyt vähäiseksi. Myös yksityinen kulutus on pikemminkin tukenut kuin heikentänyt talouskasvua. Esimerkiksi vähittäismyynnin vuosimuutos on edelleen lähes viisitoista prosenttia.

Suurin Kiinan talouskasvun hidastumista selittävä kysyntätekijä on investoinnit, joiden kasvuvauhti erityisesti vuoden 2008 olympialaisten jälkeen alentui merkittävästi. Toisaalta investoinnit ovat kysyntäerä, joka hyötyy eniten Kiinan valtion elvytystoimista. Julkisten investointihankkeiden elvyttävä vaikutus näyttäisikin olevan suurimmillaan juuri Kiinan kansantaloudessa. Kiinan talouskasvu saattaa loppuvuoden aikana yllättää positiivisesti.

Kiina ei kuitenkaan voi loputtomasti kasvaa investoimalla infrastruktuuriin ja tuotantokapasiteettiin. Maailmantaloudessa – erityisesti Yhdysvalloissa – vallinneen velkavetoisen kasvuparadigman purkautuminen on valtava pidemmän aikavälin haaste Kiinan kansantaloudelle. Amerikkalaiselle kuluttajalle on löydettävä korvaaja maailmantalouden kasvun ajurina. Kiinan on siksi 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

Voimakkaimmin maailmantalouden taantuma on vaikuttamassa Itä-Euroopan sekä Venäjän ja IVY-maiden talouksiin. Itä-Euroopan alueen kokonaistuotannon odotetaan supistuvan tänä vuonna 3,7 prosenttia ja Venäjän sekä IVY-maiden yhteensä noin viisi prosenttia. Venäjä - ja erityisesti sen valtiontalous – on kärsinyt energian ja raaka-aineiden hintojen laskusta. Jyrkimmässä syöksykierteessä ovat kuitenkin olleet Baltian maat, joiden kasvua on pitkään rahoitettu ulkomaisella pääomalla. Laskusuhdanteen edetessä riskit ovat edelleen suurimmillaan alueen talouksissa, joissa vaihtotaseen vajeet ovat suurimpia (esim. Bulgaria, Latvia, Romania ja Liettua), sekä kaikkein vientivetoisimmissa talouksissa (Slovakia, Unkari, Tsekki ja Viro).

Itä-Euroopan näkymiä varjostavat myös rahapolitiikan liikkumavaran rajallisuus. Keskuspankkien on joko pidettävä korkotaso reaalityalouden tilaan nähden korkeana tai kiinteistä valuuttakursseista on luovuttava. Vaikka oman valuutan heikkeneminen saattaisikin parantaa vientisektorin kilpailukykyä, Itä-Euroopan tapauksessa devalvaatiosta olisi luultavasti enemmän haittaa kuin hyötyä. Useissa maissa valuuttalainat ovat yleisiä ja voimakas oman valuutan devalvoituminen voisi aiheuttaa laajan konkurssiaallon.

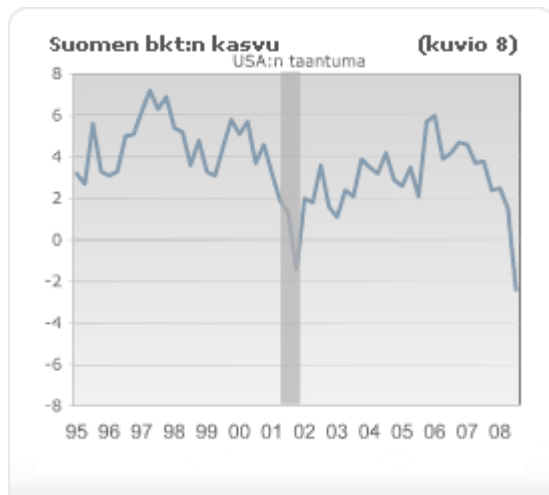
Latinalainen-Amerikka

Latinalaisen Amerikan bruttokansantuotteen ennustetaan supistuvan tänä vuonna noin 1,5 prosenttia. Maailmantalouden taantuma on "tarttunut" alueen talouksiin lähinnä finanssikriisiä seuranneen luottolaman kautta eikä Latinalaisen-Amerikan synkkä finanssihistoria ole ainakaan helpottanut sijoittajien luottamuksen ylläpitoa. Esimerkiksi Brasilian kokonaistuotannon supistuminen viime vuoden viimeisellä neljänneksellä selittyy valtaosaltaan luotoannon tiukentumisen vuoksi jyrkästi supistuneella kulutuskysynnällä ja varastojen massiivisilla likvidoinneilla. Toisaalta luottomarkkinoiden vakautuminen voi mahdollistaa näiden kysyntätekijöiden elpymisen jo vuoden 2009 sisällä.

2. Suomen talouden näkymät

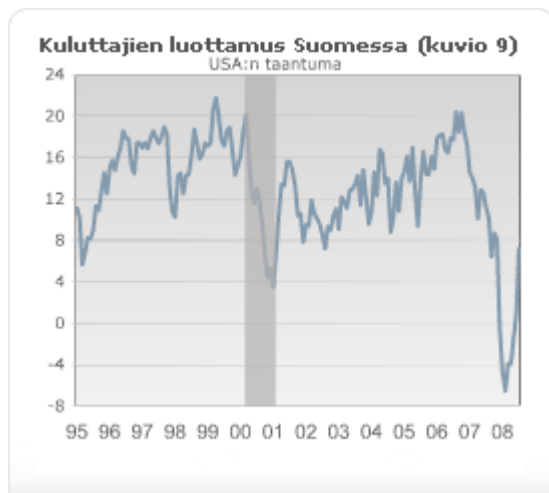
Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä Suomen bruttokansantuote supistui erittäin voimakkaasti. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan Suomen kokonaistuotannon muutos oli tammi-maaliskuussa -2,7 (-2,1) prosenttia edellisestä vuosineljänneksestä. Vuodentakaiseen verrattuna BKT väheni 7,6 (-2,4) prosenttia. Kokonaiskysynnän pääkomponenteista yksityinen kulutus supistui vuodentakaisesta 3,7 prosenttia, vienti peräti 25,5 prosenttia ja investoinnit 8,9 prosenttia.

Bruttokansantuote supistuu odotettua enemmän



Maailmanlaajuinen taantuma koettelee erityisen voimakkaasti Suomen kaltaisia korkean teknologian avotalouksia, joissa pääomahyödykkeiden valmistus ja vienti ovat keskeisessä asemassa. Velkavetoisen kasvumallin purkautuminen ja yksityisten kysyntäerien voimakas hidastuminen viimeisen puolen vuoden aikana ovat synnyttäneet maailmantalouteen huomattavaa ylikapasiteettia. Vaikka finanssisektori kyettäisiinkin vakauttamaan ja pankkien luotonantokyky palauttamaan melko nopeasti, merkittävää investointien elpymistä ei ole luvassa vielä vähään aikaan.

Onkin pelättävissä, että Suomessa talouden taantuma jatkuu suuria teollisuusmaita pidempään. Talouskasvu on hidastumassa Suomen tärkeimmillä vientimarkkinoilla selvästi maailmantalouden keskimääräistä kasvuvauhtia enemmän. Ylimääräisenä rasitteena Suomessa tapahtuvalle tuotannolle on euron vahvuus euroalueen ulkopuolisten kilpailijamaiden valuuttoihin nähden. Suomalaisella teollisuustuotannolla voi olla vaikeuksia puolustaa asemaansa, kun maailmantalouden elpyminen alkaa.



Olemme laskeneet kuluvaan vuoteen kasvuennustemme -5,0 (-4,0) prosenttiin. Vuoden 2010 osalta olemme hivenen nostaneet bkt:n kasvuennustettamme -0,5 (-1,1) prosenttiin. Kyseessä on lähinnä tekninen korjaus, sillä vertailuvuoden 2009 näkymät ovat selvästi heikentyneet. Vienti uhkaa tänä vuonna supistua edellisvuodesta jopa yli viidenneksen. Toisaalta tuonnin väheneminen tukee kotimaista tuotantoa. Ennakoimme kuitenkin, että viennin supistuminen on selvästi tuonnin laskua voimakkaampaa ja nettoviennin tuoma kasvukontribuutio kansantalouteen on vuonna 2009 huomattavan negatiivinen. Investointien odotamme kääntyvän kasvuun vasta vuoden

2010 jälkipuoliskolla. Työttömyyden voimakas nousu pitää yksityisen kulutuskysynnän heikkona koko ennustejaksolla.

Työttömyyden nousu kiihtyy

Investointitavaroita valmistavien vientiyriytysten tulevaisuudenusko joutuu tänä vuonna koetukselle. Alihankkijoiden ja tukipalveluja tuottavien yritysten kautta epävarmuus heijastuu laajasti suomalaiseen talouselämään. Riskinä on, että teollisuuden lomautukset alkavat loppu vuotta kohden muuttua yhä enemmän irtisanomisiksi ja tuotantoa siirtyy peruuttamattomasti ulkomaille. Myös rakennusalan vaikeudet jatkuvat.

Työttömyys on jo nyt noussut huomattavasti aiempaa arviotamme nopeammin. Odotammekin työttömyyden nousevan jo kuluvan vuoden aikana keskimäärin 8,9 (8,5) prosenttiin. Talouden hitaan elpymisen vuoksi työttömyys jatkaa nousuaan aina vuoteen 2011 saakka. Ennusteemme vuoden 2010 keskimääräiseksi työttömyysasteeksi on 10,2 (9,2) prosenttia.

Kuluttajahintojen vuosimuutos painuu kesällä negatiiviseksi

Taantuma ja nouseva työttömyys ovat hävittäneet inflaatiopaineet taloudesta. Kokonaiskysynnän ja tuotantopotentiaalin välinen ns. tuotantokuilu levenee suuremmaksi kuin kertaakaan 1990-luvun laman jälkeen. Koska talouden elpymisestä odotetaan hidasta, negatiivinen tuotantokuilu voi kasvaa vielä 2010-2011. Kokonaiskysynnän vajuus suhteessa tuotantopotentiaaliin pitää inflaation koko ennusteajaksolla selvästi kahden prosentin tavoitetaso alapuolella ja voi johtaa suoranaiseen deflaatioon.

Kuluttajahintojen vuosimuutos kääntyy kesän aikana negatiiviseksi ja ennustamme kuluvan vuoden keskimääräisen inflaatiiovauhdin painuvan -0,5 (-0,9) prosenttiin. Vuonna 2010 kuluttajahintojen kehitys on edelleen erittäin maltillista ja inflaatio jää 0,7 (0,7) prosenttiin. Olemme hiukan tarkistaneet kuluvan vuoden ennustettamme ylöspäin, sillä elintarvikkeiden hintojennousu on alkuvuonna ollut odotuksia voimakkaampaa. Kotimaisten palkkojen jäykkyys sekä talouden ulkopuolisten kustannuspaineiden paluu, esimerkiksi nousevien energia- ja raaka-ainekustannusten muodossa, voivat luoda yläsuuntaisia riskejä vuoden 2010 inflaatioennusteeseen.

Pidemmän aikavälin näkymiä

Julkisen valta voi joutua tukemaan taloutta odotettua pidempään. Julkisen talouden satsaukset ovat suhdannepolittisesti välttämättömiä mutta samanaikaisesti on kiinnitettävä erityistä huomiota valtion taloudenpidon pitkän aikavälin uskottavuuteen. Valtiontalouden hyvästä hoidosta voi tulevina vuosina tulla yksi Suomen keskeisimmistä kilpailutekijöistä. Taantuma ajaa useiden kilpailijamaiden julkiset taloudet pahoihin vaikeuksiin eikä veronkorotuksilta ja budjettileikkauksilta voida välttyä. Nämä toimenpiteet paitsi rajoittavat tuotantopotentiaalin kasvua voivat myös kiihdyttää inflaatiota. Kilpailijamaita suurempi pelivara talouspolitiikassa sekä matalampi inflaatiiovauhti voivat tulevaisuudessa auttaa parantamaan Suomen kilpailukykyä.

Suomen talouden ennuste

	2009	2010
BKT, määrän muutos, %	-5,0	-0,5
Yksityinen kulutus	-2,0	-0,4
Vienti	-20,5	-1,5
Investoinnit	-8,5	-4,0
Työttömyysaste, %	8,9	10,2
Inflaatio, %	-0,5	0,7

Lähde: Tapiola-ryhmä

Ennustetta on nostettu tai laskettu edelliseen katsaukseen verrattuna

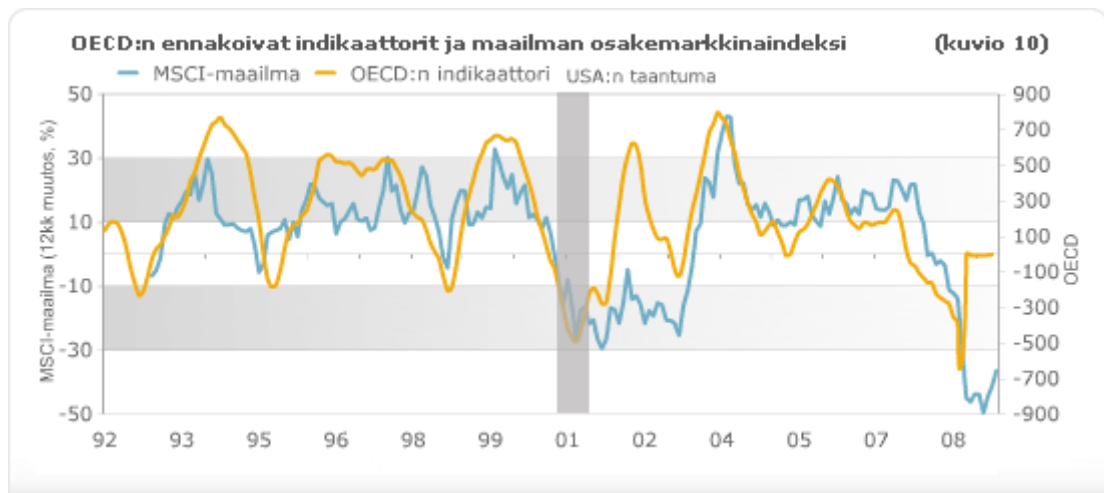
3. Rahoitusmarkkinat

Eriaiset 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 käänne pisteen 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 se, että ne saadaan reaaliaikaisena, kun taas OECD:n mittarit julkaistaan kahden kuukauden viipeellä. Pörssikurssien nousu ja OECD:n suhdanneosoittimen vahvistuminen ennakoivat pahimman olevan jo takana ja mahdollisen käänne pisteen olevan lähellä.

OECD:n mittarin tulkinnassa on syytä kiinnittää huomiota kolmeen asiaan: keston, voimakkuuteen ja laajuuteen. Toukokuun alussa julkaistu lukema oli vasta toinen nouseva kuukausi, joten vielä on ennen aikaista julistaa käännettä tapahtuneeksi. 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 käänne pisteistä. Hyvien uutisten osuus kaikista uutisista on noussut yli 50 prosenttiin, mitä voidaan pitää hyvänä merkinä.

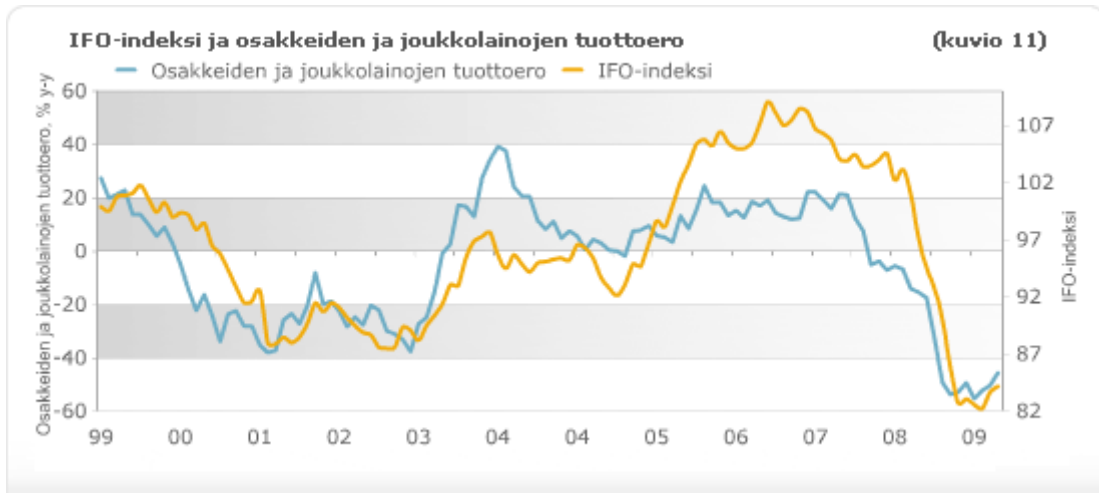


Kuvio 10. OECD:n ennakoivat indikaattori ja maailman osakemarkkinaindeksi

Osakkeiden ja joukkolainojen tuottoero ennakoivat mahdollisen käänne pisteen olevan lähellä

Osakkeiden ja joukkolainojen välinen tuottoero kertoo myös talouden kasvuodotuksista. Kuvioon 12 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

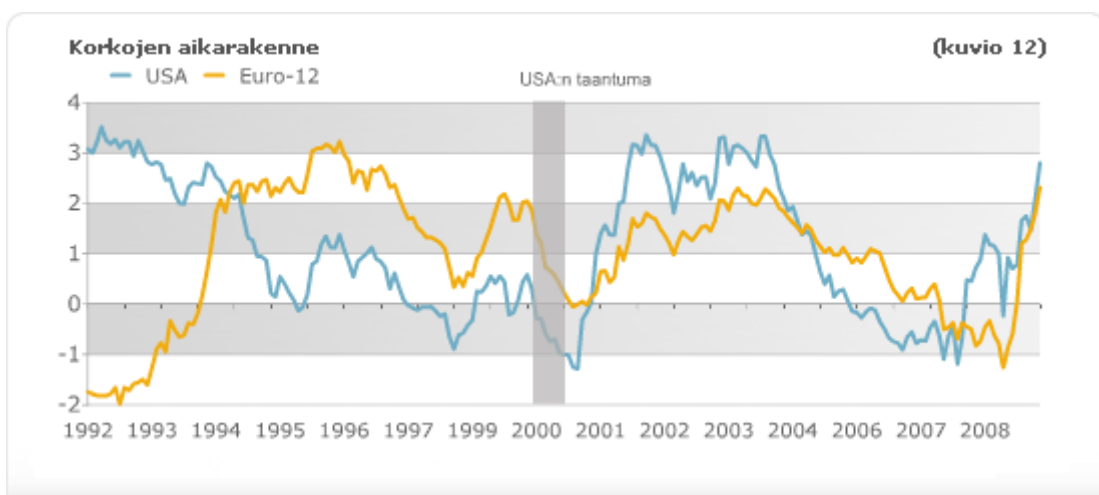
käänne ja samanaikainen pörssikurssien ja pitkien korkojen nousu ennakoivat suhdannenäkymien vahvistumista.



Kuvio 11. OECD:n ennakoiva indikaattori ja omaisuusluokkien tuottoero

Tuottokäyrä ennakoi vahvistuvaa kasvua Yhdysvalloissa ja euroalueella

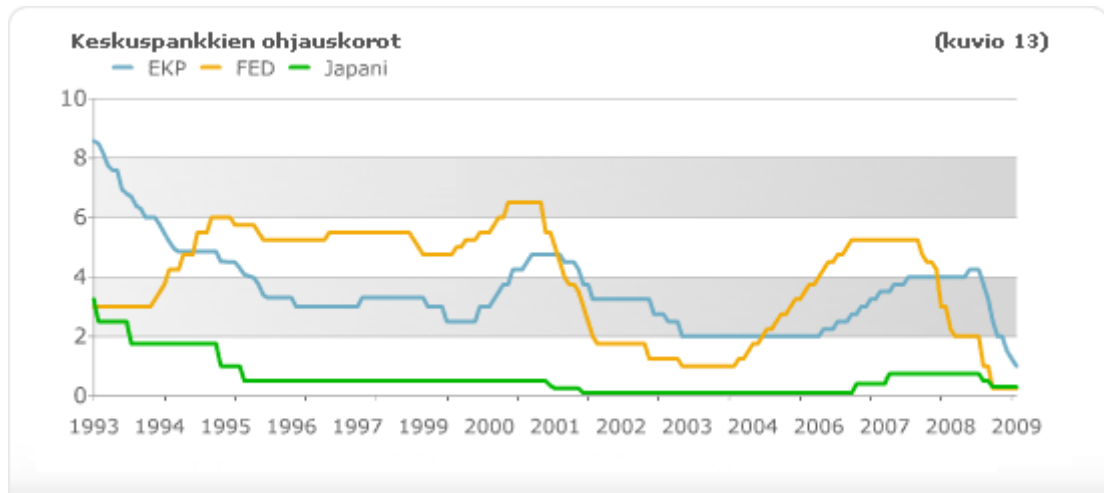
Korkojen aikarakenteen eli tuottokäyrän jyrkentymisen ennakoi kasvun kiihtymistä Yhdysvalloissa ja euroalueella. (kuvio 11). Yleensä rahapolitiikkaa kevennettäessä tuottokäyrät jyrkkenevät, koska lyhyet korot laskevat pitkiä korkoja enemmän. Vastaavasti elpymisen käynnistyessä pitkät korot kääntyvät 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. Nykyisellä korkojen aikarakenteella Yhdysvaltain taantumän päättymisen on lähellä. Nykyinen tuottokäyrän muoto antaa alle 2 prosentin todennäköisyyden sille, että Yhdysvaltain talous on vuoden päästä taantumassa. Marraskuussa 2007 taantumän todennäköisyys oli vielä yli 60 prosenttia. Taantumän todennäköisyys nousi yli 50 prosentin ensimmäistä kertaa tämän syklin aikana elokuussa 2007, jolloin kansainvälinen luottokriisi käytännössä alkoi.



Kuvio 12. Korkojen aikarakenne

FED elvyttää voimakkaasti

Yhdysvaltain keskuspankki FED aloitti koronlaskut syyskuussa 2007 ja ohjauskorko on tätä kirjoitettaessa 0 - 0,25 prosenttia (kuvio 13). Toteutuneen ja odotetun talouskehityksen perusteella FED joutuu pitäytymään nollakoron politiikassa vielä pitkään. Nollakoron politiikka herättää myös pelot deflaatiosta ja Japanin tiestä. FED joutuu punnitsemaan päätöksenteossaan lyhyen aikavälin deflaatoriskin ja pitkän aikavälin inflaatoriskin välillä. Mikäli FED myöhästyy aikanaan rahapolitiikan suunnan kääntämisessä, seurauksena voi olla inflaatio-ongelma ensimmäistä kertaa sitten 70-luvun öljykriisien.



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 ja näitä keinoja käytetään parhaillaan.

FEDin määrällisen elvytyksen politiikkaa ja setelirahoitusta on kritisoitu siitä, että se johtaa automaattisesti inflaatioon. Se johtaa inflaatioon ainoastaan, mikäli FED epäonnistuu aikanaan rahapolitiikan kiristämisessä, mutta ei välttämättä silloinkaan. Nykytilanteeseen nollakoron politiikka ja määrällinen elvytys ovat täysin perusteltuja, koska optimaalinen ohjauskorko olisi Taylorin säännön mukaan -3,5 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 kuluttajahintainflaatio.

EKP on lähellä koronlaskusyklin loppua

Teollisuusmaiden ajautuminen taantumaan, raaka-aineiden hintakuplan puhkeaminen, deflaatio, muiden keskuspankkien rahapolitiikan kevennykset ja luottokriisi pakottavat EKP:n

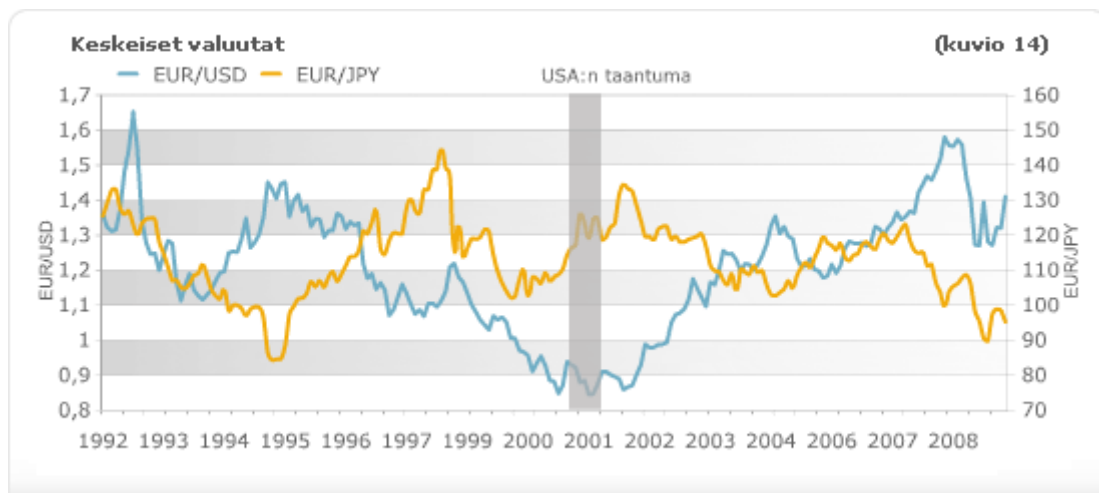
pitämään ohjauskoron ennätysalhaisena ja ottamaan käyttöön myös epätavanomaisia menetelmiä. Ohjauskorko voi edelleen laskea, mikäli pehmeät talousviisarit kääntyvät uudelleen laskuun. Kun otetaan huomioon keskuspankin rahapolitiikan pilarit (hintavakaus ja rahamäärän kasvu), ohjauskoron pitäisi olla nykytilanteessa 0,5 prosenttia. Pitkään jatkunut rahamäärän voimakas kasvu kertoo keskipitkän aikavälin hintavakauteen liittyvistä riskeistä. Rahamäärän ja perinteisen kuluttajahintainflaation välinen yhteys on katkennut, mutta rahamäärän ja finanssi-inflaation välinen yhteys on edelleen olemassa.

Euroalueen rahataloudelliset olosuhteet ovat hieman kiristyneet kevään aikana pitkien korkojen nousun ja euron vahvistumisen myötä. Rahatalous on kokonaisuutena kuitenkin edelleen kasvua tukevaa. Tämä on välttämätöntä, koska nykyinen poikkeuksellinen tilanne edellyttää selvästi keskimääräistä kevyempiä rahataloudellisia olosuhteita.

Myös voimakkaat valuuttakurssimuutokset vaikuttavat keskuspankkien rahapolitiikkaan epäsuorasti inflaatio-odotusten kautta. Dollarin vahvistumisen vaikutukset ovat USA:n talouteen deflatorisia, mutta euroalueen talouksiin vaikutukset ovat inflatorisia. Toukokuun lopussa dollari on vahvistunut vuodentakaisesta 10 prosenttia euroa vastaan ja tämä on osaltaan kiihdyttänyt euroalueen inflaatiota keskimäärin 0,2 prosenttiyksikköä, joten ilman valuuttakurssivaikutusta, inflaatio olisi ollut vieläkin alhaisemmalla 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 sekä joukkolaina- että markkinakorkoja. Euron heikkeneminen supistaa reaalista ostovoimaa, mikä haittaa yksityistä kulutusta. Käytännössä euron heikkeneminen tarkoittaa tulonsiirtoa kotimarkkinasektorilta vientisektorille.



Kuvio 14. Keskeiset valuutat

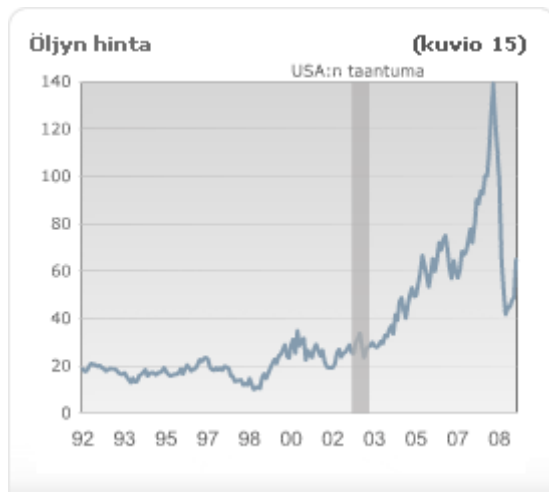
Viime vuosina Yhdysvaltain ja euroalueen ohjauskorkojen ero on selittänyt hyvin euron dollarikurssin muutoksia. Toukokuun lopussa (EUR/USD 1,42) dollari oli noin 27 prosenttia aliarvostettu euroa vastaan ostovoimapariteetilla mitattu ja 23 prosenttia alle sen tason, mikä toteuttaisi euroalueen teollisuustuotannon trendikasvun. Pidemmällä aikavälillä dollariin kohdistuu merkittäviä heikkenemispaineita erityisesti Aasian valuuttoja vastaan.

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

vahvistuminen ennakoi kasvueron supistumista 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

Huolimatta öljynhinnan viimeaikaisesta noususta, Pohjanmeren Brent-laadun tynnyrihinta oli edelleen toukokuun lopussa 60 prosenttia alle viime kesän 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.



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 kustannusinflaatiopaineita, mahdollistavat rahapolitiikan kevennykset, kasvattavat kotitalouksien ostovoimaa ja parantavat yritysten kannattavuutta. Mikäli öljyn hinta pysyy nykytasollaan, ensi vuoden kasvuennusteita ei tarvitse tehdä muutoksia. Kärnsijöitä 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 reaalityönteeseen ovat paljon aikaisemmin arvioitua voimakkaammat. Öljyn korkean hinnan hyödyt ja haitat jakautuvat epätasaisesti: öljyntuojamaat kärsivät tilanteesta, kun taas öljynviejämaat hyötyvät tilanteesta. Toisaalta vaikutukset ovat myös epäsymmetriset: öljyn hinnan nousu hidastaa kasvua enemmän kuin öljyn hinnan lasku sitä kiihdyttää.

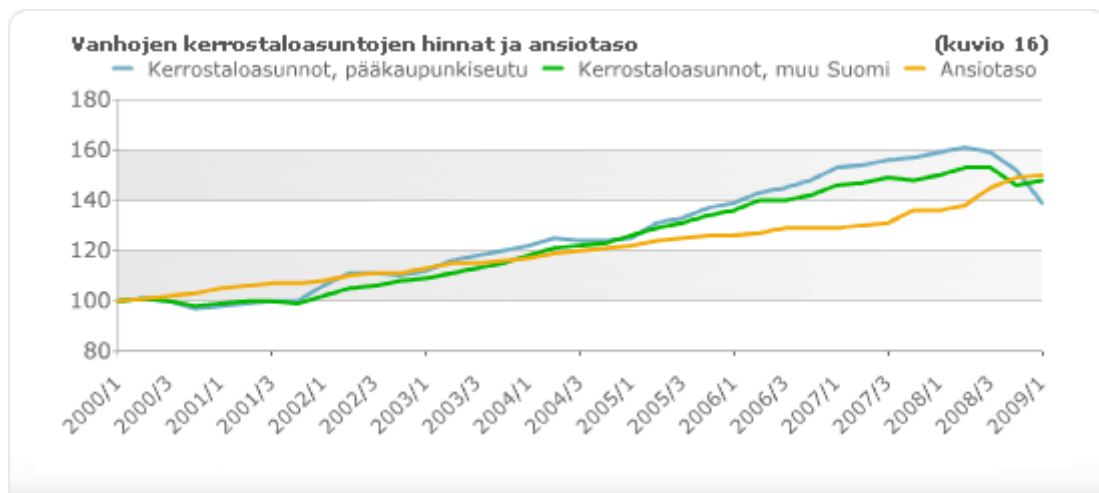
4. Asunto- ja kiinteistömarkkinat

Suomen asuntomarkkinoilta ristiriitaisia havaintoja

Talouden matalasuhdanne on ajamassa asuntomarkkinoitamme kriisiin. Asuntokauppojen määrä on edelleen toimimattoman alhainen, eikä kaikilla osamarkkinoilla hinta muodostu aidon markkinaperusteisesti. Hintojen laskua odottelevat ostajat ja asunnonvaihtajat ovat edelleen erittäin varovaisia, ja yleinen käsitys näyttää olevan, että asuntojen hinnat tulisivat syksyn aikana laskemaan.

Toisaalta asuntokauppa on piristynyt viime vuoden lopun ennätysalhaiselta tasolta ja etenkin asuntosijoittajien ja ensiasunnon ostajien aikaansaama kysyntä on jopa pysäyttänyt hintojen laskun joillakin osamarkkinoilla. Markkinoiden täydellistä elpymistä ei kuitenkaan tapahdu tänä vuonna. Asumiskuluihin odotetaan helpotusta hoitokustannusten laskiessa sekä palvelujen ja materiaalien hintojen laskun myötä sekä julkisen sektorin tarjoamien remonttiavustusten vuoksi. Viitekorkojen jatkunut lasku on pienentänyt asuntovelallisen lainanhoitokuluja, vaikka lainamarginaalien nousu on osin syönyt hyötyä.

Raklin ja KTI:n tekemän vuokra-asuntobarometrin mukaan pienten asuntojen vuokrat jatkavat nousuaan, mutta suurten asuntojen vuokrissa nähdään jopa laskupaineita. Vuokra-asuntojen tuotantokustannusten odotetaan laskevan rahoituksen saatavuuden ja tonttitarjonnan vaikeudesta huolimatta.



Hintojen lasku loivenee

Suomessa vanhojen asuntojen hinnat laskivat vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä keskimäärin 0,7 prosenttia verrattuna edelliseen neljännekseen. Hintojen lasku on siis selvästi loiventunut vuoden 2008 viimeisen neljänneksen 4,0 prosentin laskuun verrattuna.

Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan vanhojen asuntojen hinnat laskivat pääkaupunkiseudulla 2,0 prosenttia. Helsingissä laskua oli 2,2 prosenttia. Helsingin kehyskunnissa Espoossa ja Kauniaisissa hinnat puolestaan nousivat 0,9 prosenttia, ja Vantaalla hinnat nousivat 0,1 prosenttia. Muualla Suomessa asuntojen hinnat nousivat 0,5 prosenttia. Asunnon kunto ja sijainti vaikuttavat taantumassakin merkittävästi hintoihin. Hintojen ja kaupankäynnin volyymin erot jopa kaupunginosittain ovat suuria.

Suuret asuntorakentajat ovat pysytelleet varovaisina. Asuntokysynnän notkahdukseen varauduttiin jo viime vuonna eikä uusia omistusasuntohankkeita juurikaan aloitettu. Tänä keväänä aavistuksen piristynyt uusien asuntojen kauppa on saamassa jotkut rakennusliikkeet käynnistämään uusia vuokra-asuntokohteita ja jopa muutamia kovanrahan omistusasuntokohteita. Kuitenkin kokonaisuutena Tilastokeskuksen mukaan asuntotuotanto on vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä supistunut 25 prosenttia vuoden takaiseen verrattuna.

Suurten ja pienempien asuntojen hintakehitykset ovat eriytyneet. Suurten asuntojen aikaisempi kova positiivinen hintakehitys on nyt kääntynyt selvemmin laskuun. Pienten asuntojen hintakehitys on pysynyt vakaampana, johtuen osaltaan markkinoilla aktiivisesti toimivista asuntosijoittajista. Myös asuntohintojen ansiotasoon suhteutettu kehitys on taittunut. Vuodesta 2005 alkanut asuntohintojen ja ansiotasokehityksen eriytyminen on historiaa ja ”asuntohintakupla” on puhjennut. Hintakorjaus on ollut pääkaupunkiseudulla suhteellisesti muuta Suomea voimakkaampaa.

Asuntotarjonta on pysynyt yllättävän vakaana lähinnä uudistuotannon ja asuntovarausten purkautumisten vuoksi. Ostajien harkinta-aika on pidentynyt mm. rahoituksen saatavuuden ja entisen asunnon myynnin vaikeutumisen takia, mutta varsinkin kasvukeskusten pienet asunnot käyvät yhä kohtuullisesti kaupaksi.

Syksy paljastaa tulevan hintakehityksen suunnan

Kotitalouksien huoli aikaisempaa korkeammista lainamarginaaleista ja tulevasta omasta työllisyystilanteestaan hillitsevät asuntokauppaa todennäköisesti vielä pitkään. Taloudellisen matalasuhdanteen lääkkeeksi tehtävät elvytystoimet vaikuttavat vasta pitkähköllä viiveellä asuntomarkkinoihin. Suurin este elvytystoimien purevuuteen vaikuttaisi olevan pankkien nihkeä suhtautuminen kiinteistörahoitukseen ja rakennuttamiseen. Asunto-, toimitila- ja rakennuttajaliitto Raklin selvityksen mukaan pankit jättävät joko vastaamatta rakennuttajien tarjouspyyntöihin tai tarjoavat rahoitusta rakennuttajille mahdottomin ehdoin. Tämä voi osaltaan johtaa siihen, että notkahduksesta toipuminen vie pidempään kuin aikaisemmin on osattu arvioida.

Uusia asuntoja valmistuu vielä lyhyen aikaa hiljaisille uudisasuntomarkkinoille. Nämä varannot kuitenkin hupenevat koko ajan ja lisää uutta tarjontaa ei ole tulossa merkittävästi ainakaan vuoteen. On hyvä muistaa, ettei valmiiden tyhjien tai myymättömien asuntojen määrä ole läheskään 1990-luvun taitteen laman luokkaa. Monet isot rakentajat eivät ole aloittaneet omistusasuntokohteita vuoden 2008 kesän jälkeen. Tällä hetkellä keräytyvä patoutuva kysyntä yhdessä ehtyvän uudisasuntotarjonnan kanssa voi mahdollisesti tuoda hintoihin paikallisia nousupaineita. Tämä vuosi kulunee valmiiden uusien asuntojen sekä valmistuvien asuntojen kannan sulatteluun. Vuokramarkkinoiden toimivuutta ja vuokratuottojen odotettua nousua voidaan pitää positiivisena signaalina, joka tuo lisää käyttäjä- ja sijoittajakysyntää asuntomarkkinoille.

Vuokra-asuntokysyntä kasvamassa, vuokrat nousussa

Vuokrat nousivat viime vuonna keskimäärin 3,4 prosenttia edellisvuodesta. Pääkaupunkiseudulla vapaarahoitteisten asuntojen vuokrat kohosivat 4,2 prosenttia ja muualla maassa 3,0 prosenttia ja nousupaineita on edelleen tulevien remonttitarpeiden ja kohonneen inflaation vuoksi. Uusissa vuokrasopimuksissa kehitys ei kuitenkaan ole ollut yhtä voimakas. Vuokrien nousu on suurilta osin peräisin vanhojen sopimusten korjauksista.

Suomen toimivilla vuokramarkkinoilla vuokrat ovat viime vuosina jääneet jälkeen asuntojen nopeasta hintakehityksestä. Asuntorakenteemme on hyvin omistusasuntopainotteinen, eikä vuokra-asuntokysyntä ole nostanut vuokria asuntohintojen tahtiin. Epävarma talouskehitys kuitenkin kasvattaa vuokra-asuntokysyntää ja pitää todennäköisesti vuokratasokehityksen positiivisena. Asunto-, toimitila- ja rakennuttajaliitto Rakli ry:n Kiinteistötalouden instituutilla teettämän vuokra-asuntobarometrin mukaan pienten asuntojen vuokrat jatkavat nousuaan kun taas suurten asuntojen vuokriin nähdään paikoittain jopa laskupaineita. Suuntaus on samankaltainen kaikissa

kasvukeskuksissa. Jo nyt suurin kysyntä kohdistuu pieniin asuntoihin kun taas suurimmissa asunnoissa vuokralaisten maksukyky tulee vastaan.

Uusien vuokra-asuntojen tuotantoedellytykset ovat paranemassa mm. tuotantokustannusten, tonttikustannusten ja rahoituskustannusten laskiessa. Asuntotuotannon turvaaminen ja jatkuminen on myös valtion merkittävien kansantaloutta elvyttävien tukitoimien kohteena. Nämä parantavat vuokra-asuntojen sijoituksellista houkuttelevuutta. Suurimpina pullonkauloina vuokra-asuntojen rakentamisessa nähdään vaikea rahoituksen saatavuus nykytilanteessa ja toteutuskelpoisten tonttien puute.

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

Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoilla hiljaista

Kiinteistösijoitusmarkkinoilla alkuvuosi on ollut menneisiin vuosiin verrattuna poikkeuksellisen hiljaista odottelun aikaa. Reaalitalouden heikot näkymät ja rahoituksen saannin vaikeutuminen ovat merkittävästi hiljentäneet kaupankäyntiä. Muutamissa markkinoilla liikkuneissa kiinteistökohteissa ostajan tarjous on jäänyt toistaiseksi liian kauaksi myyjän hintatavoitteista. Aikaisemmin kaupantekoa tukeneet vuokranousuodotuksetkin ovat nyt vaihtuneet laskuodotuksiksi, ja myös käyttöasteiden odotetaan heikkenevän.

Vähäinen kauppavolyymi asettaa haasteita kiinteistöjen arvonnäilykselle ja sitä kautta kiinteistörahoitukseen. Kiinteistöjen arvot ovat tuottovaatimusten nousun, markkinavuokratason notkahduksen ja käyttöasteiden heikkenemisen kautta laskeneet, mutta epävarmaa on paljonko.

Kuten muillakin Euroopan kiinteistömarkkinoilla Suomessakin spekuloidaan mahdollisilla pakkomyynneillä. Markkinoillamme on toiminut useita velkarahalla sijoittaneita sekä ulkomaisia että kotimaisia tahoja, joiden arvellaan olevan korkean velkaisuusasteensa vuoksi vakuusvaikeuksissa. Todennäköisesti rahoittajapankit yrittävät välttää sekä pakkomyyntitilanteiden syntymisen että kiinteistöjen lunastamiset, mutta pankin oma talous- ja rahoitustilanne saattaa johtaa muutamainkin merkittäviin velka- ja kiinteistöjärjestelyihin tämän vuoden aikana.

Kaupankäynnin vilkastuminen edellyttää rahoitusmarkkinoiden normalisoitumista. Ennen sitä vahvimpia kiinteistöjen ostajia ovat omaan pääomaa käyttävät instituutiot, kuten vakuutus- ja eläkeyhtiöt.

Toimitilojen vuokramarkkinoilla eriytymistä

Vuokramarkkinoilla tyhjiä toimitilojen määrä on kääntynyt nousuun ja vuokrien nousu on vähintäänkin pysähtynyt. Alenevaa vuokratasoa enteilevät alivuokraukset ja vuokranalennuspyynnöt ovat yleistyneet merkittävästi aivan viime kuukausina. Joillakin osamarkkinoilla uusien vuokrasopimusten vuokratasot ovat jo kääntyneet selvään laskuun.

Erot osamarkkinoiden välillä ovat suuret jopa pääkaupunkiseudulla. Esimerkiksi Helsingin keskustan toimistojen vuokratasoissa ei ole tapahtunut juurikaan muutosta, eikä tyhjän tilan määrä ole merkittävästi kasvanut. Osassa Espoota ja Vantaata tyhjiä tilojen määrä on nousussa ja vuokrapyyntit laskussa. Parhailla ja halutuimmilla alueilla sijaitsevien kiinteistöjen tilakysynnän ja vuokratason oletetaan säilyvän jatkossakin vakaana.

Kansainvälisillä kiinteistömarkkinoilla taantuma näkyy Suomea selvemmin

Kansainvälisen finanssikriisin aiheuttama viime syksynä alkanut negatiivinen kehitys kiinteistömarkkinoilla on jatkunut koko kuluneen kevään Euroopassa. Tuottovaatimukset ovat nousseet kaikilla keskeisillä osamarkkinoilla ja kaupankäyntiaktiiviteetti sijoituskiinteistöistä on pysynyt vähäisenä. Loppuvuonna 2009 kiinteistömarkkinoille odotetaan vaikeuksia myös käyttäjäkysynnän notkahduksen myötä. Yritykset siirtävät toimintojaan edullisempiin toimitiloihin ja vuokranalennuksista neuvottelemisen lisääntyy. Etenkin finanssialan vaikeudet, teollisuustuotannon ja viennin arvon voimakas lasku, heikkenevä työllisyys sekä aleneva vähittäiskaupan myynti heijastuvat kiinteistömarkkinoille ko. sektoreiden tilakysynnän kautta. Epävarmuus näkyy myös asuntomarkkinoilla laskevana arvoina.

Vuoden 2008 aikana toteutuneiden kiinteistösijoitusten arvo väheni yli puolella aikaisempaan verrattuna. Hurja vähennys selittyy kauppojen vähäisempänä lukumääränä, sijoituskiinteistöjen arvojen laskuna sekä tehtyjen transaktioiden pienempänä yksikkökokona. Kaupankäyntiaktiiviteetti on laskenut kaikissa toimitilatyypeissä, mutta erityisesti toimisto- ja hotellisektorilla. Sijoittajat Isosta-Britanniasta ja Espanjasta olivat Euroopan kiinteistömarkkinoilla viime vuoden suurimpia nettomyyjä ja saksalaiset ja amerikkalaiset suurimpia netto-ostajia.

Euroopan kiinteistömarkkinoiden hämmennys on saanut useat omistajat siirtämään kiinteistöjensä myyntiä tulevaisuuteen. Osassa myynnissä olevista kiinteistöistä pyyntihinta on perua viime vuoden tasolta ja siten nykyiseen markkinatilanteeseen liian korkea. Lainarahoituksen saanti kiinteistökauppoihin ei näytä paranevan vielä vähään aikaan. Lähes 60 prosenttia Euroopan suurimmista pankeista ovat käytännössä lopettaneet liikekiinteistökauppojen rahoittamisen.

Kuluva vuosi tulee jatkumaan Euroopan kiinteistömarkkinoilla epävarmuuden merkeissä. Signaalit Yhdysvaltain talouden elpymisestä eivät vielä selkeytä kiinteistömarkkinoiden näkymiä, vaan arvojen laskun uskotaan jatkuvan Euroopassa ensi vuoden puolelle. Taloustilanteen selvä paraneminen, lainarahoituksen toimiminen ja lainamarginaalien lasku ovat merkittävimmät tekijät, jotka vaaditaan kiinteistömarkkinoiden elpymiseen.

Lähteet: Kiinteistö-Tapiola Oy, KTI (Kiinteistötalouden instituutti), Rakli (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 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 ja kasvun eriytyminen on osoittautunut 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 myös muualla se on mahdollinen. Raaka-aineiden hintojen lasku, varallisuuskohteiden arvojen lasku, luottolama, talouden syvä taantuma, työttömyyden kasvu ja yksityisen sektorin velkaantuminen ovat kaikki deflatorisia tekijöitä. Yhdessä nämä tekijät muodostavat merkittävän deflaatorisikin. Japanin esimerkki osoittaa, että kun deflatorinen kierre käynnistyy, siitä on vaikea päästä eroon. Nollakoron politiikka ja velkaelvytys 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 vaihtuivat keväällä 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 joulukuussa 2009.

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, 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.