

18. joulukuuta 2014

Talousennuste

Kannattavuus on elpymisen edellytys

Maailmantalous: Sekalaisia signaaleja

Euroalue: EKP voi välttää deflaation kulkemalla Japanin tietä

Venäjä: Vaihtoehdot vähenevät

Suomi: Kannattavuus on elpymisen edellytys

Korot ja valuutat: Valuutan heikentyminen on suosittu lääke



Sisältö

MAAILMANTALOUS	
Sekalaisia signaaleja	3
EUROALUE	
EKP voi välttää deflaation kulkemalla Japanin tietä	6
VENÄJÄ	
Vaihtoehdot vähenevät	9
SUOMI	
Kannattavuus on elpymisen edellytys	12
KOROT JA VALUUTAT	
Valuutan heikentyminen on suosittu lääke	16
Keskeiset ennusteet	19
Disclaimer	21

Yhteystiedot

Tuulia Asplund, +358 10 444 2403, tuulia.asplund@handelsbanken.fi
Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tiina.helenius@handelsbanken.fi
Jan Häggström, +46 8 701 1097, jaha05@handelsbanken.se
Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu16@handelsbanken.se
Gunnar Tersman, +46 8 701 2053, gute03@handelsbanken.se

Maailmantalous

Sekalaisia signaaleja

Maailmantalous kehittyi suurelta osin odotusten mukaisesti. USA:n talous kasvaa ja voimistuu. Taloudellinen toiminta vilkastuu tasaiseen tahtiin samaan aikaan kun työmarkkinat elpyvät. Kuten aiemminkin olemme ennustaneet, amerikkalaisilla on edessään tiukemman rahapolitiikan aika. Euroalueen näkymät ovat päinvastaiset ja edellyttävät kirkastuakseen jämäköitä toimia. Kiinassa lähiaikojen talouskehitys osoittaa hidastumisen merkkejä, mikä sinänsä ei ole iso ongelma. Suurempi huolenaihe ovat pitkän aikavälin näkymät.

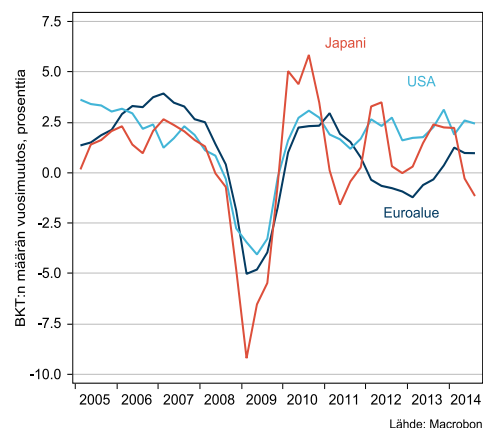
Globaalit yhdysvaltalaisyhtymät ovat olleet kasvun ajureita

Kotimaisella kysynnällä myös merkittävä rooli

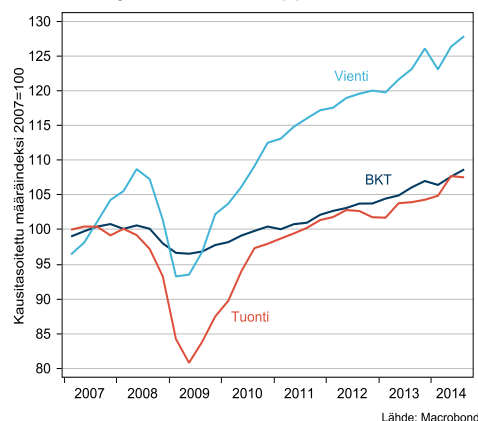
USA:n talous jatkaa vahvoja näyttöjään. Aktiviteetti vilkastuu tasaiseen tahtiin samaan aikaan kun työmarkkinat elpyvät. Kansainvälisillä markkinoilla toimivat amerikkalaisyhtiöt ovat säilyttäneet kilpailukykyä, ja vienti on viime vuodet vetänyt bruttokansantuotetta nousuun. Keskuspankki Federal Reserve on nyt ensimmäistä kertaa vuosiin lähellä koronnostoa. Koronnosto vahvistaa dollaria, mikä puolestaan nakertaa vientiyritysten kilpailukykyä ja muuttaa kasvun rakennetta. USA:n toipuminen on mielestämme kuitenkin riittävän omavoimaista ja laajapohjaista selättääkseen edessä olevat haasteet.

Amerikkalaisyhtymät ovat hyödyntäneet taitavasti kansainvälisten markkinoiden tarjoamat mahdollisuudet, mutta tämä ei yksinään selitä USA:n elpymisen ripeyttä. Myös kotimarkkinoilla on keskeinen rooli. Maan työttömyys laskee tasaisesti, ja ennen pitkää palkat kääntyvät nousuun. Ansioiden kasvu ja kotitalouksien onnistunut velankevennys luovat vankan perustan yksityisen kulutuksen kasvuille. Näkymät maailmalla ja kotimaassa antavat myös yhdysvaltalaisyhtymille syyn investoida. Uskomme siis, että kotimarkkinoiden merkitys USA:n talouskasvuille on huomattava.

BKT:n kasvu



USA: BKT ja ulkomaankauppa



Fed on huolissaan markkinakuplien syntymisestä

Myös markkinat ovat noteeranneet USA:n talouden elpymisen. Yritysvittojen tasainen kasvu ja matalat korot ovat tehokas yhdistelmä, joka on saanut pörssikurssit nousukiitoon. Tämä ei ole jäänyt keskuspankilta huomaamatta. Ennustamme, että Fedin ensimmäinen koronnosto vuosiin on vain muutaman kuukauden päässä. Kapasiteetin käyttöaste nousee kuumentaan taloutta. Vaikka öljyn hinnan lasku auttaa nyt pitämään inflaation hitaana, keskuspankki tuskin jää odottamaan ongelmien ilmaantumista. Riittävän aikainen reagointi auttaa myös estämään kuplien syntymisen.

Euroalue tarvitsee EKP:n toimia ja heikompaa euroa

Euroalue jää jälkeen

Euroalueen näkymät ovat kuin eri maailmasta. Aneeminen kotimainen kysyntä ja heikko kansainvälinen kilpailukyky syövät yritysten kannattavuutta ja vähentävät samalla niiden halukkuutta investoida ja työllistää. Euroalueen päättäjillä on edessään valtavia rakenteellisia

sia haasteita, jotta europrojekti saadaan jälleen raiteilleen. Lyhyellä aikavälillä Euroopan keskuspankilla EKP:lta odotetaan järeitä toimia talouskasvun elvyttämiseksi.

Euron heikentymisen on tärkeää

Jotta USA:n ja Japanin kaltainen toipumisprosessi saataisiin käyntiin, EKP:n on tartuttava rohkeasti toimiin euron heikentämiseksi. Maailmantalouden näkymät ovat kirkastumassa osin öljyn hinnan laskun ansiosta. Euroalueen kannalta lohtu jää kuitenkin laihaaksi. Vaikka kuluttajat hyötyvät öljyn markkinahintojen laskusta, samaa ei voi sanoa vientiteollisuudesta, johon kysynnän lasku Venäjän kaltaisissa öljynviejätalouksissa iskee kipeästi. Globaalin kysynnän vahvistuminen ei siis ole ratkaisu euroalueen ongelmiin. Siksi EKP:n on korkea aika tarttua lupaamiinsa toimiin taseensa paisuttamiseksi.

Kiina vahvin kehittyvistä talouksista, mutta silläkin on riskinsä

Kiina tasapainottelee elvytyksen kanssa

Myös Kiina on isojen haasteiden edessä. Kasvun hidastumista on ennakoitu jo pitkään, mutta jarrutusliike on ollut odotettua voimakkaampi. Riskit kasautuvat finanssimarkkinoille. Poliittikot joutuvat tasapainottelemaan melkoisesti yrittäessään samaan aikaan vauhdittaa talouskasvua kohdennetuin elvytyskeinoin ja varoa massiivista luottoelvytystä finanssimarkkinoiden epävakauden pelossa. Suhtaudumme melko luottavaisesti siihen, että poliitikkojen nuorallatanssi onnistuu, ja korjaamme Kiinan kasvuennustetta vain hieman alaspäin.

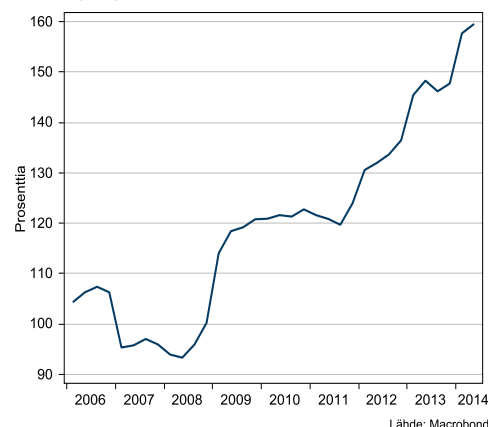
Kiinan pitkän aikavälin näkymät ovat suurempi huolenaihe

Kuten aiemminkin olemme todenneet, pitkän aikavälin näkymät ovat Kiinan osalta suurempi huolenaihe. Kunnianhimoinen uudistussuunnitelma, joka fanfaarien saattelemana esiteltiin vuosi sitten, on tuskin edennyt alkua pidemmälle. Presidentti Xin kuherruskuukausi näyttäisi olevan ohi, ja muutosvastarinta on voimakasta. Ponnistelut ensisijaisen tavoitteen saavuttamiseksi eli toimivan oikeusjärjestelmän rakentamiseksi ovat ainakin toistaiseksi jäissä. Kysymys onkin, pystyykö Kiina viemään talouskehityksensä uudelle tasolle, "imitoinnista innovointiin". Kiinan kanssa saman haasteen jakaa moni muukin kehittyvä talous. On liian varhaista antaa vastausta tähän kysymykseen, mutta sen tiedostaminen auttaa ymmärtämään maan taloutta.

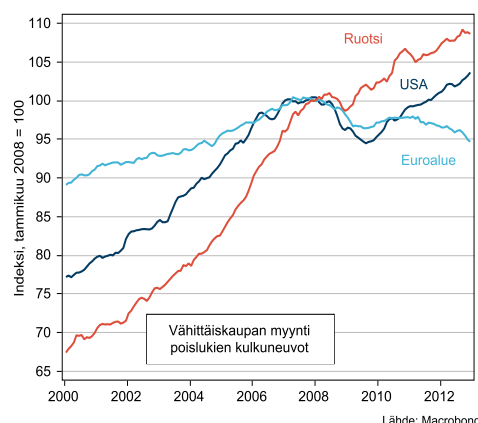
Venäjän näkymät yhä huonommat

Muilla kehittyvillä talouksilla ongelmat ovat olemassa tässä ja nyt. Raaka-ainetuottajat, erityisesti öljyntuottajat, ovat nyt kovan paikan edessä. Venäjällä talouden näkymät ovat romahtaneet öljyn hinnan laskun myötä. Päättäjät ovat reagoineet tilanteeseen nostamalla rajusti korkoa ja päästämällä ruplan arvon vajoamaan, mikä muistuttaa aiemmista traumaattisista kriiseistä maan historiassa. Heikko rupla suojaa valtion budjettia mutta kaivaa maata kuluttajien ja yritysten jalkojen alta. Euroopan näkökulmasta Venäjä on sekä taloudellinen että poliittinen ongelma, mitä ei pidä unohtaa, kun arvioimme halvemman öljyn todellisia hyötyjä. Myös Brasilian näkymät ovat tältä osin synkät. Näkemyksemme Aasiasta sen sijaan ovat myönteiset.

Kiina: yritysten velat suhteessa BKT:hen



Kulutuksen trendit eroavat



Poliittisessa kriisissä Ruotsin keskuspankille jää painava rooli

Ruotsin politiikka keskiössä

Pohjoismaista erityisesti Ruotsi on ollut huomion kohteena syyskuisten parlamenttivaalien jälkeen. Ruotsin maine poliittisesti suhteellisen harmonisena maana ei enää olekaan niin itsestään selvä. Vain kaksi kuukautta sen jälkeen, kun edellinen keskustaoikeistolainen ko-

litiohallitus korvattiin uudella sosialidemokraattien ja vihreiden muodostamalla hallituksella, hallitus päätti julistaa uudet vaalit. Syynä tähän on vuoden 2015 budjettiesityksen kaatuminen valtiopäivillä.

Uusintavaalit eivät välttämättä ratkaise ongelmia

Uudet vaalit järjestetään maaliskuun jälkipuoliskolla. Nähtäväksi jää, eroaako äänestäjien käyttäytyminen merkittävästi edellisistä vaaleista. Perinteiset puolueet jakautuvat kahteen blokkiin, joista tuskin kumpikaan saa vaaleissa enemmistöä. Maahanmuuttokriittinen Ruotsidemokraatit jää tällöin vaa'ankieliasemaan ja voi aiheuttaa pattitilanteen poliittisessa päätöksenteossa. Niin oudolta kuin se kuulostaakin, ensi vuoden budjetti tulee perustumaan edellisen koalition esitykseen. Vaalien tuloksesta riippumatta monet budjettiesityksen määrärahoista säilyvät ennallaan koko verovuoden 2015.

Ennustamme Riksbankenin nostavan korkoa odotettua aiemmin

Tässä tilanteessa keskuspankille jää painava rooli. Onneksi maan talous on suhteellisen vahvoissa kantimissa poliitikkojen erimielisyyksistä huolimatta. Julkinen talous on vakaa ja kulutus kasvaa. Kun kallistuvan dollarin myötä odotettavissa on lisäksi tuontihintojen kasvu, keskuspankki katsoo tehtäväkseen rauhoittaa tilannetta. Inflaatio on edelleen matala, pitkälti madaltuneiden energiakustannusten ansiosta, mutta nousu-uhka on todellinen. Siksi pidämme kiinni käsityksestämme, jonka mukaan Ruotsin keskuspankki nostaa ohjauskorkoaan nopeammin kuin moni, keskuspankki itse mukaan lukien, on valmis uskomaan.

Keskeiset BKT:n kasvuennusteet maailmantaloudelle

	2013	2014E	2015E	2016E
USA	2.2	2.4	3.3	2.6
Euroalue	-0.4	0.8	1.4	1.5
Iso-Britannia	1.7	2.9	2.8	2.5
Japani	1.4	0.7	1.0	0.8
Venäjä	1.3	0.0	-1.0	0.5
Kiina	7.7	7.3	6.9	6.5
Intia	4.7	5.2	5.5	6.5
Brasilia	2.3	0.3	0.8	1.6

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Gunnar Tersman, +46 8 701 2053, gute03@handelsbanken.se

Lisää maailmantalouden suhdannenäkymistä on luettavissa Handelsbankenin englannin- ja ruotsinkielisistä globaaleista talousennusteista, jotka löytyvät internet-osoitteesta <http://research.handelsbanken.se/Macro-Research/>

Euroalue

EKP voi välttää deflaation kulkemalla Japanin tietä

Euroalueen yritykset tekevät heikkoa tulosta, koska niillä ei ole hinnoitteluvoimaa. Siksi ne eivät myöskään ole halukkaita investoimaan tai työllistämään. Euroalueen toipuminen USA:n ja Japanin tavoin edellyttää, että euro heikkenee vielä huomattavasti. Öljyn hinnan lasku kirkastaa maailmantalouden näkymiä. Tunnelin päässä siintää siis valoa, mutta vaikutukset jäänevät euroalueella vaimeammiksi kuin USA:ssa.

Euroalueen näkymät synkentyneet, mutta muutamia valopilkkuja on horisontissa

Voiko euroalue seurata Japanin esimerkkiä?

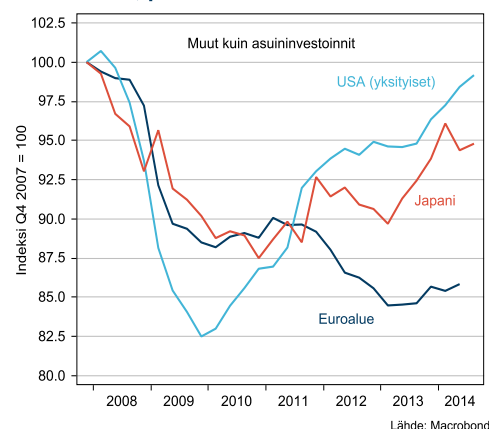
Euron heikentymisen parantaisi yritysten hinnoitteluvoimaa

Euroalueen näkymät ovat muuttuneet sitä synkemmiksi mitä pidemmälle vuosi on kulunut. Euroopan keskuspankki EKP laski joulukuussa jälleen kerran ensi vuoden kasvuennustettaan. Onneksi horisontissa häämöttää hieman valoa. Euron arvo on laskenut tasaisesti yli 10 prosenttia huipputasostaan, ja vaikutukset alkavat näkyä taloudessa vuonna 2015. Euron heikkenemistä ennusteltiin jo vuosi sitten, mutta geopolitiittinen kriisi ja öljyn hinnan lasku ovat heikentäneet euron näkymiä entisestään. Ennustamme siis edelleen, että euro heikkenee vielä 10 prosenttia vuosina 2015 ja 2016. Ennuste ei perustu vain näkemykseemme USA:n keskuspankin Fedin rahapolitiikasta, vaan odotamme lisäksi EKP:n paisuttavan tasettaan USA:n, Englannin ja Japanin keskuspankin jalanjäljissä. Kaikissa näissä maissa keskuspankin taseen kasvattaminen on auttanut laskemaan valuutan arvoa.

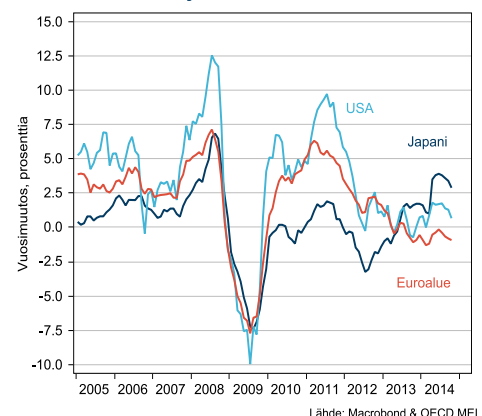
Japanin kehitys voi kannustaa EKP:ta ottamaan ratkaisevan askeleen. Japanissa kuluttajahinnat vihdoinkin nousevat, kun taas euroaluetta uhkaa ajautuminen deflaatioon. Vieläkin tärkeämpää on, että Japanissa tuottajahinnat nousevat ja voittomarginaalit kasvavat. Tämä on rohkaissut yrityksiä investoimaan ja palkkaamaan lisää työntekijöitä. Työttömyys on laskenut ja palkat nousevat.

Euroalueella tuottajahinnat jatkavat laskuaan. Tämä on osoitus siitä, että euron tulee heikentyä vielä reippaasti, jotta yritykset saavat enemmän hinnoitteluvoimaa. Euroalueen yritysten voitot ovat tuottaneet pettymyksen vuosi toisensa jälkeen. Tulosenusteita on tyypillisesti korjattu alaspäin noin 30 prosenttia ensimmäisen arvion ja lopullisen toteuman välillä. Kaiken kaikkiaan eurooppalaisten suuryritysten tulokset, finanssiala pois lukien, olivat vuonna 2014 arviolta 4 prosenttia korkeammalla tasolla kuin vuonna 2007, mitä ei tosiaankaan voi pitää kovin kummoisena tuloksena. USA:ssa vastaava luku on 66 prosenttia, toisin sanoen 16-kertainen.

Investoinnit, prosenttia BKT:sta



Kotimaiset tuottajahinnat, tehdasteollisuus



Taantumasta ulos kannattavien yritysten ja investointien avulla – ei kulutuksen

Ei siis ole ihme, että USA:ssa yritykset investoivat ja rekrytoivat toisin kuin Euroopassa, ja että amerikkalaisten palkat nousevat, kun taas eurooppalaisten palkankorotukset jäävät yhä vaatimattomammiksi. Kun euroalueen yritysten tulokset ovat tätä tasoa, palkkojen ja työllisyyden kehitys jää laihaaksi, emmekä voi odottaa toipumisen olevan kulutusvetoista – varsinkin kun monessa maassa edessä on nippu budjettileikkauksia. Euroalueen tien taantu-

masta ulos tulee olla USA:n tai vieläkin tuoreemman vertailukohdan eli Japanin kaltainen. Niissä yritysten tulosten ja investointien kasvu oli kulutusta tärkeämpi elpymisen veturi.

Öljyn hinnan lasku uusi epäsymmetrinen shokki

Venäjään liittyvä geopoliittinen shokki vaikutti talouteen epäsymmetrisesti ja Eurooppa, jolla on suhteellisen vahvat taloudelliset kytkökset Venäjään, kärsii tilanteesta USA:ta enemmän. Öljyn hinnan laskulla on maailmantalouteen positiivinen taloudellinen shokkivaikutus, mutta taas vaikutukset leviävät epätasaisesti. Öljyn hinnan laskun vaikutus euroalueen talouskasvuun eroaa USA:sta useallakin tavalla.

Öljyn hinnan laskun positiivinen vaikutus erilainen USA:ssa kuin euroalueella

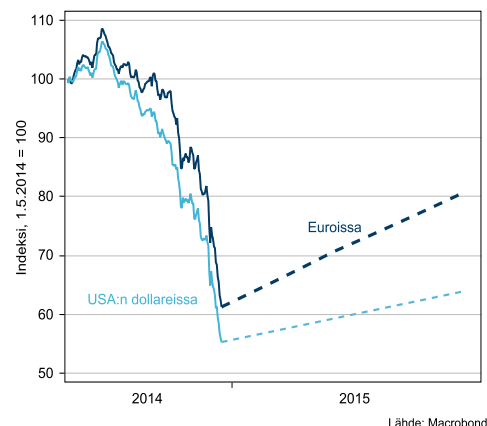
...valuuttakurssien vuoksi

Ensinnäkin tulee ottaa huomioon valuuttakurssin vaikutus. Euro on heikentynyt yli 10 prosenttia toukokuun huipputasostaan. Joten samalla kun öljyn hinta dollareissa on laskenut toukokuun alusta lähes 45 prosenttia, se on euroissa laskenut vain 39 prosenttia. Jos ennustemme osoittautuu oikeaksi ja euro heikkenee suhteessa dollariin vielä 10 prosenttia, öljyn eurohinnan lasku kutistuu noin 33 prosenttiin – jos oletettaisiin että öljyn hinta dollareissa pysyy nykyisellä tasollaan (16.12.2014 Pohjanmeren brent 59,8 USA:n dollaria per barreli). Öljyn hinnan vaikutus euroalueen talouteen on luonnollisesti vähäisempi, jos hinnat laskevat 45 prosentin sijaan 33 prosenttia.

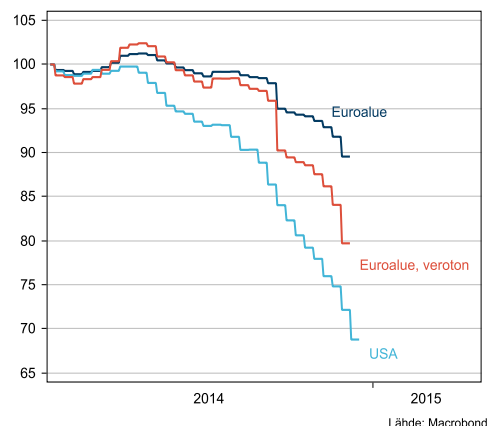
... ja verotuksen vuoksi

Öljyn hinnan putoamisen vaikutukset euroalueen kuluttajaan suhteessa amerikkalaiskuluttajaan jäävät myös vähäisemmiksi, sillä euroalueella energian verotus, erityisesti bensiinin verotus, on huomattavasti kireämpi. Bensiinin hinta on pudonnut USA:ssa 31 prosenttia toukokuusta, mutta euroalueella vain noin 10 prosenttia (pois lukien verot bensiinin hinta euroalueella on laskenut 20 prosenttia). Jäljelle jäävä ero verrattaessa bensiinin hintaa USA:n hintatasoon selittyy euron arvonlaskulla.

Öljyn hinta euroissa ja dollareissa



Polttoaineen hinta, indeksi 1.5.2014 = 100



Yksi keskeinen ero USA:n ja euroalueen välillä myös on, että USA on suhteellisen suuri öljyntuottaja ja että liuskeöljyn tuotannon ja siihen liittyvien investointien odotetaan vähenevän öljyn hinnan laskun myötä. Siispä kielteinen vaikutus tuottajiin sekä öljyn tuotantoon ja hyödyntämiseen liittyvien investointihyödykkeiden kysyntään tulee olemaan suurempi USA:ssa kuin euroalueella.

Ruplan heikentymisen hidastaa kauppaa Venäjän ja euroalueen välillä

Toisaalta euroalueella on iso naapuri, Venäjä, jonka tuonnista noin puolet tulee euroalueelta. Venäjän ruplan romahdus suhteessa euroon on leikannut venäläisten kotitalouksien ja yritysten ostovoimaa. Venäläisillä yrityksillä on runsaasti velkaa eurooppalaisille luottotajille, mikä uhkaa ravistella finanssimarkkinoita. Niinpä hinnan alennuksen negatiiviset vaikutukset öljyntuottajiin tuntuvat myös euroalueella, vaikka se itse ei merkittävä tuottaja olekaan. Nämä vaikutukset lisäävät osaltaan aiemmin tänä vuonna Venäjään kohdistettujen pakotteiden vaikutusta.

Nostamme euroalueen BKT-ennustettamme vuodelle 2015

Vaikka öljyn hinnan laskun vaikutuksia euroalueen talouteen vaimentavat edellä luetellut tekijät, arvioimme, että vaikutus ensi vuoden bruttokansantuotteen kasvuun on noin 0,2–0,3 prosenttiyksikköä plussan puolella. Nostamme vuoden 2015 ennustetta samassa suhteessa. Öljyn hinnan lasku auttaa siis kannattelemaan taloutta ensi vuonna, mutta valuutan arvon heikkeneminen on edelleen tärkein keino pysyvän kasvun saavuttamiseksi euroalueella.

Keskeiset ennusteet euroalueelle

	2013	2014E	2015E	2016E
BKT:n kasvu	-0.4	0.8	1.4	1.5
Inflaatio	1.3	0.5	0.8	1.5
Työttömyysaste	12.0	11.6	11.4	11.1

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Jan Häggström, +46 8 701 1097, jaha05@handelsbanken.se

Venäjä

Vaihtoehdot vähenevät

Venäjän päättäjillä liikkumatila kapenee. Talouskasvu hiipuu ja BKT todennäköisesti supistuu ensi vuonna. Jollei öljyn hinta käänny tuntuvaan nousuun nykyisestä, on näkymä vaikea pitkälle tulevaisuuteen. Sekä reaali talous että rahoitusmarkkinat kohtaavat kasvavat paineet, ja jos nykyinen jatkuu, voi sosiaalinen ja poliittinen vakaus olla uhattuna. Liennytys lännen kanssa auttaisi poistamaan joitain ongelmia, mutta Venäjä tarvitsee muutakin kuin diplomatiaa elinvoimaisen tulevaisuuden rakentamiseksi.

Venäjä taloudellisessa ja poliittisessa pysähtyneisyyden tilassa

Öljyn hinnan lasku
raju isku Venäjälle

Venäjän talouskasvu on pysähtynyt ja lähitulevaisuudessa taloudellinen ympäristö todennäköisesti heikentyy lisää. Viime kesänä alkanut öljyn hinnan pudotus on ollut raju isku Venäjälle sekä taloudellisesti että poliittisesti. Energiasektorin kattaessa kaksi kolmasosaa viennistä ja melkein puolet liittovaltion budjetista ovat öljyn hinnanlaskun vaikutukset massiivisia. Viranomaisten ensisijainen keino lieventää näitä vaikutuksia on ollut antaa ruplan heikentyä merkittävästi, mikä muistuttaakin Venäjällä vuosien 1998 ja 2008 traumaattisista kokemuksista. On houkutus lainata entistä pääministeriä Viktor Tšernomyrdiniä, joka samanlaisissa olosuhteissa totesi: ”Halusimme parasta, mutta lopputulos oli kuten aina ennenkin.” Taloudellisesti Venäjä on takaisin lähtöruudussa.

Länsimaiden pakotteet toinen negatiivinen kolaus Venäjälle

Yksi uusi elementti Venäjän nykytilanteesta kuitenkin löytyy. Venäjällä oli menneisyydessä suhteellisen hyvät suhteet länsimaihin, mikä mahdollisti Venäjälle Kansainvälisen valuutarahaston tuen 1990-luvun turbulentteina aikoina. Venäjä pystyi myös menestyksekkäästi houkuttelemaan ulkomaisia suoria sijoituksia vuoden 1998 ruplan romahduksen ja vuoden 2008 globaalin finanssikriisin välisenä aikana. Näin ei enää ole. Venäjän aggressiivinen käytös länsimaita ja varsinkin Ukrainaa kohtaan on saanut EU:n ja sen liittolaiset arvioimaan uudelleen suhdettaan Venäjään. Ukrainan jäätyneen kriisin vuoksi länsimaat ovat asettaneet Venäjälle erinäisiä pakotteita, joista haitallisimmat koskevat pääomien liikkumista Venäjälle.

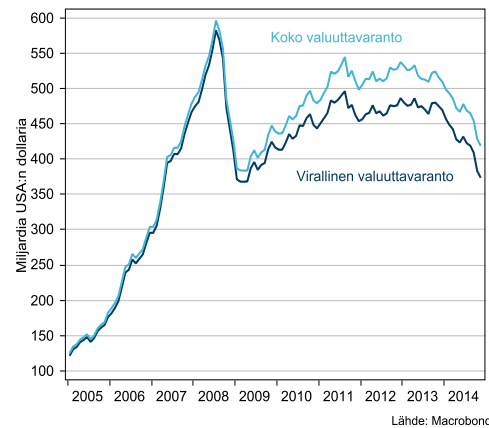
Rahoituksen kiristyminen tulossa

Lopputuloksena Venäjälle öljyn hinnan laskusta ja luotonannon rajoituksista on luottolama. Suurilla venäläisillä yrityksillä, myös energia-alalla toimivilla, on merkittävästi ulkomaista velkaa, jota pitää kuolettaa tai jälleenrahoittaa samaan aikaan, kun venäläisyriyten mahdollisuudet saada rahoitusta lännestä ovat rajoitetut ja maan keskuspankki on nostanut ohjauksensa 17 prosenttiin. Öljyn hinnan lasku tarkoittaa puolestaan energiayhtiöille kassavirran heikentymistä. Valtion kassa ei ole pohjaton, ja merkittäviä summia on jo käytetty ruplan arvon puolustamiseen. Tässä tilanteessa jonkin on joustettava. Jotta julkisille menoille löytyy rahoitus ja jotta suurten valtio-omisteisten yhtiöiden rahoitustarpeet turvataan, kotitalouksien sekä pienten ja keski suurten yritysten on säästettävä enemmän.

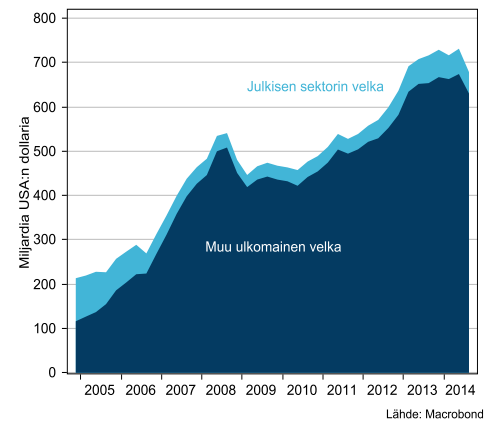
Yksityinen sektori puristuksissa

Edellä kuvattu lopputulos saadaan aikaan perinteisillä mekanismeilla: kun inflaatio kiihtyy, reaali palkat laskevat. Samalla yritykset todennäköisesti vähentävät työntekijöiden määrää kannattavuuden turvaamiseksi. Vaikka vienti yritykset luonnollisesti hyötyvät heikentyvästä valuutasta, eivät ne luultavasti juuri investoi. Venäjän liiketoimintaympäristö on aina jättänyt paljon toivomisen varaan eikä sanottavaa positiivista muutosta ole viime vuosina nähty. Nykyisessä tilanteessa yksityisillä yrityksillä on kaikki syyt lykätä tai perua investointejaan. Valtionyhtiöt kuten energiajätit Gazprom tai Rosneft saattaisivat täyttää tämän investointikiillon, mutta niillä esteenä ovat öljyn hinnan laskun tuomat negatiiviset kassavirtavaikutukset ja rahoituksen ehtyminen. Kun Venäjällä valtio on priorisoinut puolustuksen modernisoimista muiden investointien kustannuksella, on puolustusteollisuudella mennyt viime vuodet hyvin. Toimialan kansantaloudelliset ja kaupalliset hyödyt ovat kuitenkin olleet rajalliset.

Venäjän valuuttavaranto



Venäjän ulkomainen velka



Öljyn siunaus ja kirous

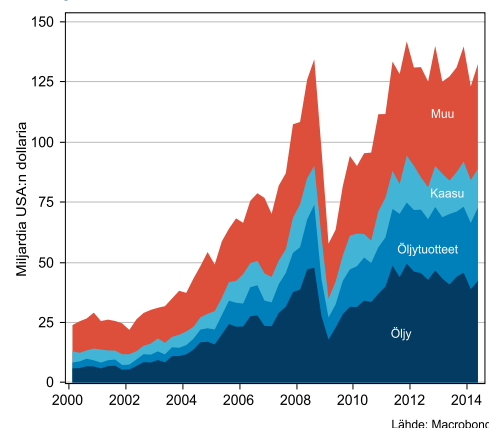
Energiariippuvaisuus johtaa epäonnistumiseen

Myös muusta kuin talouden näkökulmasta Venäjän nykytilaa voi kuvata poliittiseksi epäonnistumiseksi. Tarkemmin sanottuna Venäjä ei ole onnistunut omaksumaankin siinä määrin liberaaleja arvoja, että talous olisi monipuolistunut ja riippuvaisuus öljyn ja muiden raaka-aineiden tuotannosta olisi vähentynyt. Viimeksi kuluneiden kahden vuosikymmenen aikana juuri mikään talouden rakenteesta ei ole muuttunut. Öljy ja kaasu ovat yhtä tärkeitä Venäjälle kuin aina ennenkin. Miksi näin on? Suuret raaka-ainevarannot ja autoritäärisen hallinnon suosiminen näyttävät Venäjän tapauksessa kulkevan käsi kädessä. Vielä yksi ex-pääministeri Tšernomyrdinin lainaus sopii kuvaamaan tilannetta: ”Minkä tahansa organisatorin luomisessa lopputulos näyttää aina kommunistiselta puolueelta.”

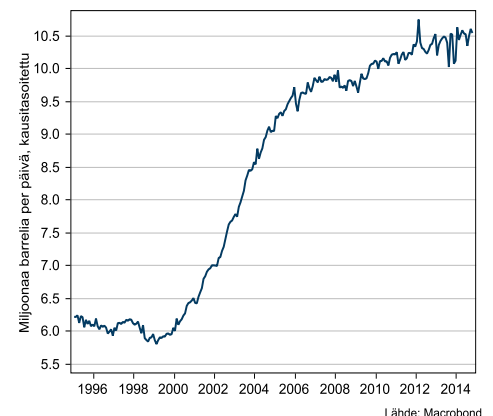
Rent-seeking ylläpitää auringonlaskun aloja

Venäjän taloutta voi kuvata englanninkielisellä ”rent-seeking” -termillä, joka tarkoittaa ylijäämän tavoittelua, tulon hankkimista arvoa tuottamatta ja kokonaistaloutta vahingoittaen. Tällaisessa välistävetotaloudessa toimeliaisuus keskittyy hyödyntämään jo olemassa olevia mahdollisuuksia raaka-aineisiin liittyvillä talouden sektoreilla eikä luo uutta, edistä teknologian kehittymistä ja tuotekehitystä tai ennakoiki kuluttajien mieltymysten muutosta. Myös poliittisella tasolla vaikutukset näkyvät selvästi – on tärkeä hallita ylijäämää tuottavia talouden toimia kuten öljyntuotantoa. Hallitseva eliitti elää näistä toimista ja kontrolloi myös niistä saatavien tulojen jakamista muille ryhmille liittovaltion budjetin kautta. Eliitti, kuten koko talous, on riippuvainen näistä ylijäämistä.

Venäjän vienti



Venäjä: öljy- ja kaasutuotanto

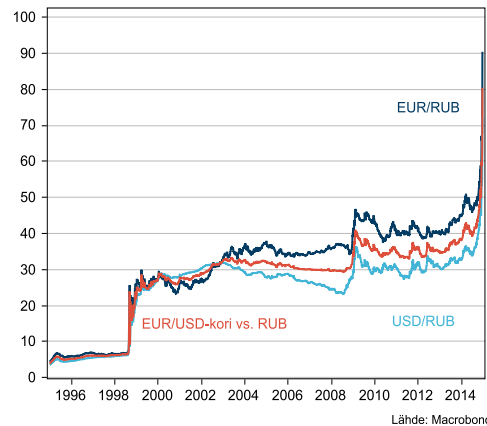


Kremlin valta halvaannuttaa talouden

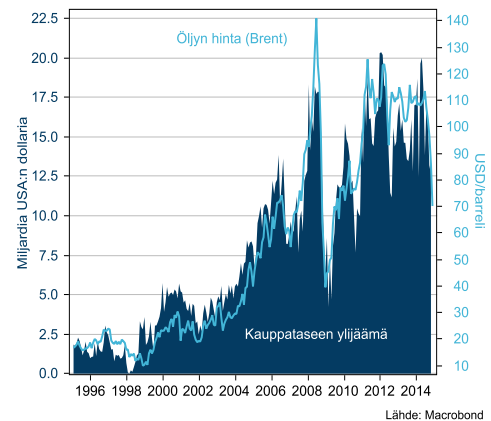
Raaka-ainetalouksissa, joissa on pitkä demokratian perinne (esimerkiksi Kanadassa ja Norjassa) asiat on hoidettu eri tavalla. Vaikka näilläkin talouksilla raaka-ainesektori saattaa synnyttää negatiivisia vaikutuksia talouden muille sektoreille, on energiasta ja raaka-aineista saadut tulot jaettu tasaisemmin eivätkä ne tyypillisesti vinouta poliittista järjestelmää. Venäjän tapauksessa näin ei ole, sillä valta on hyvin keskittynyt. Presidentti Putinin tultua val-

taan Kreml otti uudelleen kiinni vallan kahvasta, mikä alun perinkin oli tarkoitus. Tätä seurannut tosiasiallinen energiayhtiö Jukosin kansallistaminen oli esimerkiksi välttämätön askel nykyisen valtio-omisteisen öljy-yhtiö Rosneftin luomiseksi. Samalla Kreml loi asetelmat vertikaaliselle vallalle, mikä tarkoittaa strategiaa, jolla herätettiin henkiin keskeiset piirteet autoritäärisestä menneisyydestä.

Venäjän ruplan vaihtokurssit



Venäjä: kauppataase ja öljyn hinta



Venäjä juuttunut keskituloisuuden ansaan

On ilmiselvää, että tällaisella autoritäärisellä mentaliteetilla on korkeat taloudelliset kustannukset. Ilman hyvin määriteltyjä omistusoikeuksia ei synny innovaatioita. Mielivaltainen päätöksenteko Venäjällä feodaalisine keppi- ja porkkana -systeemeineen saa kansan vahvasti lojaaliksi hallinnolle, muttei synnytä modernia tietoon pohjautuvaa taloutta. Siksi esimerkiksi Venäjän Silicon Valley:n vastine Skolkovo on tuomittu epäonnistumaan. Ilman kunnollista irtiottoa menneisyydestä Venäjä on lukittu autoritäärisyyteen ja seurauksena on talouden ahdinko. Loppujen lopuksi Venäjän ei runsaillakaan energiavaroilla pysty nostamaan kansalaistensa elintasoa Kanadan tai Norjan tasolle. Vaikka venäläisten elintaso on parantunut merkittävästi Putinin aikana, on Venäjä silti todennäköisesti juuttunut tiukasti keskituloisuuden ansaan.

Näkymä pysyy synkkänä mitä tahansa viranomaiset tekevät

Onko Venäjällä ulospääsyä ahdingostaan? Lyhyellä aikavälillä on vaikea muuttaa mitään. Venäjä ei mahda mitään öljyn hinnalle, vaikka se on yksi johtavia öljyn tuottajia. Sillä ei ole keinoja vähentää globaalia tarjontaa. Venäläisten öljylähteiden pumpaamista ei voi Venäjän ilmastossa pysäyttää eikä Venäjällä myöskään ole merkittävää öljyn varastointikapasiteettia. Venäjän hallinnolla on toki edelleen merkittävät resurssit pehmentää negatiivisia vaikutuksia taloudelle, mutta ellei öljyn hinta nouse tuntuvasti, on Venäjän talouden näkymä synkkä. Pysyvä muutos vaatii sen, että Venäjä normalisoi jälleen suhteensa lännen kanssa. Poliittisten ja taloudellisten siltojen rakentaminen Kiinaan ja muualle kehittyviin talouksiin ei riitä kompensoimaan viime vuosien geopolittisten jännitteiden vaikutuksia Venäjälle.

Suunnanmuutos on mahdollinen, muttei nyt

Venäjän pitäisi myös vähentää riippuvuuttaan öljystä ja kaasusta sekä rakentaa monipuolisempi tuotannollinen rakenne. Tämä edellyttää vähemmän autoritääristä hallintoa, läpinäkyvyyttä talouteen ja laajempaa poliittista edustusta eri kansalaisryhmille. Minkään edellä mainitun edellytyksen toteutuminen ei näytä todennäköiseltä ainakaan lähitulevaisuudessa. Venäjän moninainen historia osoittaa kuitenkin, että muutos on mahdollinen. Pysyvästi matalampi öljyn hinta saattaakin olla juuri se kimmoke, joka synnyttää Venäjälle suunnanmuutoksen tulevaisuudessa.

Gunnar Tersman, +46 8 701 2053, gute03@handelsbanken.se

Suomi

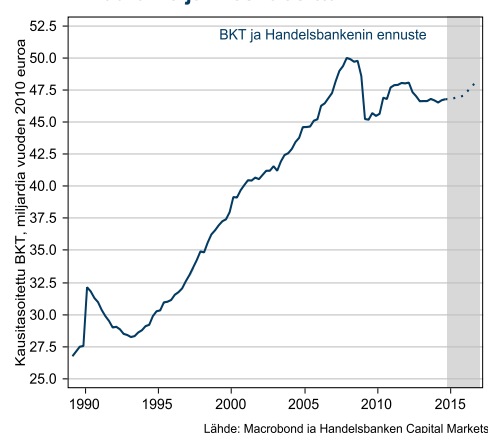
Kannattavuus on elpymisen edellytys

Työn tuottavuuden ja yritysten kannattavuuden lasku viittaa siihen, että syyt Suomen talouden heikkoon suoriutumiseen ovat pitkälti rakenteellisia. Vientiteollisuuden täytyy sopeuttaa tarjontansa muuttuneeseen globaaliin kysyntään ja talouden toimintakykyä tulee parantaa rakenteellisilla uudistuksilla.

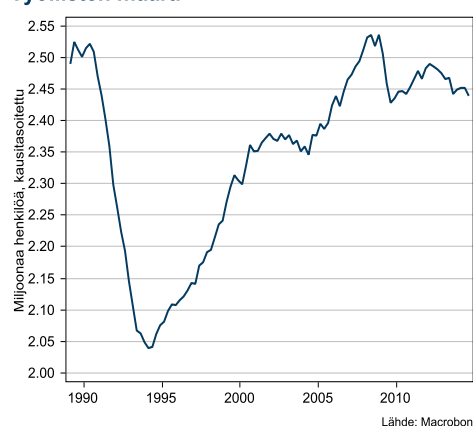
Suomen stagnaatio jatkuu

Suomen bruttokansantuote kasvoi 0,2 prosenttia edellisestä neljänneksestä heinä-syyskuussa 2014. Teknisesti talous ei ole taantumassa, mutta stagnaatio jatkuu. BKT:n määrä oli yhä kolmannella vuosineljänneksellä 6,4 prosenttia pienempi, kuin edellisessä suhdannehuipussa ennen finanssikriisiä. Työmarkkinat ovat yhä heikentyneet ja työllisiä on vuonna 2014 noin 3,5 prosenttia vähemmän kuin vuonna 2008 keskimäärin.

BKT:n määrä neljännesvuosittain



Työllisten määrä



Todellinen työttö-myysaste on 15 prosenttia

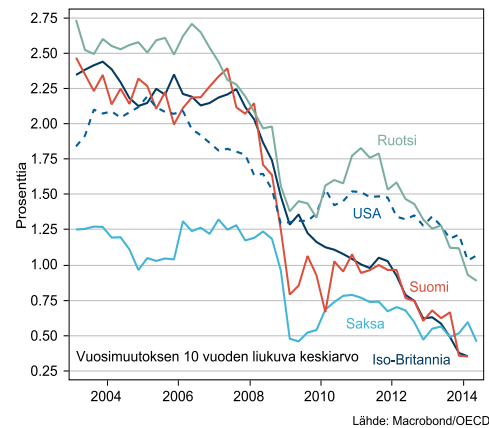
Yritysten on johdettava elpymistä

Työn tuottavuuden ja yritysten kannattavuuden merkittävä heikentyminen viittaa siihen, että syyt Suomen talouden heikkoon suoriutumiseen ovat pitkälti rakenteellisia. Tällöin myös elpyminen on hidasta ja kivuliasta. Tämä ilmenee suurena työttömien ja työmarkkinoiden ulkopuolella olevien määränä. Työ- ja elinkeinoministeriön mukaan 15 prosenttia potentiaalisesta työvoimasta on vailla työtä. Tämä on huomattavasti suurempi osuus kuin Tilastokeskuksen virallisen työttömyysaste, joka oli kausivaihtelusta puhdistettuna 8,9 prosenttia lokakuussa 2014.

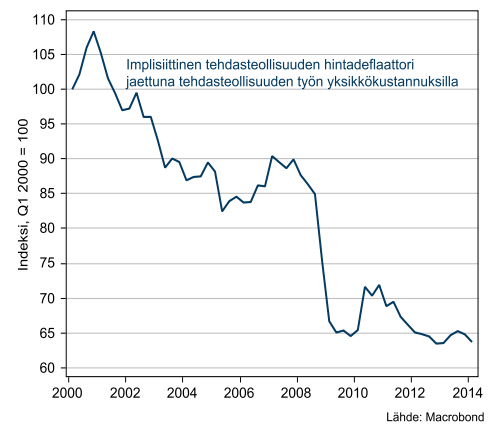
Yritysten heikko kannattavuus on johtanut työpaikkojen menetyksiin

Suomen tarjontaongelmat näkyvät yritysten voittomarginaalien laskuna. Reaaliset työvoimakustannukset ovat nousseet tuottavuuden kasvua nopeammin. Pääsyy tähän on, että palkkakustannukset ovat liian korkeat suhteessa tuotannon erikoistumisasteeseen. Yritysten kannattavuuden heikkeneminen on johtanut yksityisen sektorin työpaikkojen vähenemiseen. Lisäksi Suomen tämänhetkiselte teollisuustuotteiden tarjonnalle ei ole riittävästi kotimaista tai ulkomaista kysyntää, minkä vuoksi investoinnit ovat supistuneet ja pääomakanta vanhennee. Tämä on vaarallinen kierre, ja näyttää selvältä, että yrityssektorin kannattavuuden täytyy parantua, jotta investointien ja työllisyyden kasvu voi kunnolla käynnistyä. On hyvä pitää mielessä, että investointien ja työllisyyden välillä on vahva empirisesti todettu yhteys. Raha-liitossa yritysten kannattavuusongelmat ratkaistaan joko reaalisalkkojen laskulla tai työllisten määrää vähentämällä. Toistaiseksi yksityisen sektorin sopeutuminen on tapahtunut lähinnä työllisyyden supistumisen kautta, eikä paluuta edellisen suhdannehuipun työllisyyslukemiin ole lähivuosina luvassa.

Työn tuottavuuden kasvu koko taloudessa



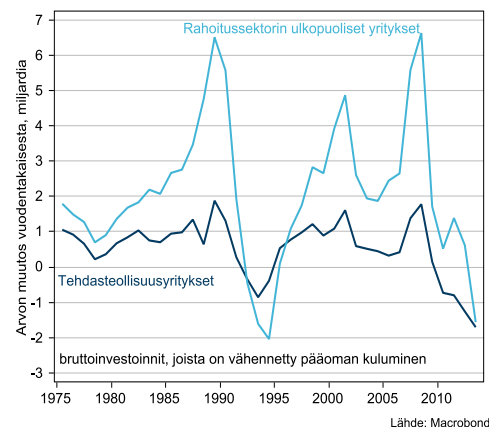
Suomen tehdasteollisuuden voittomarginaali



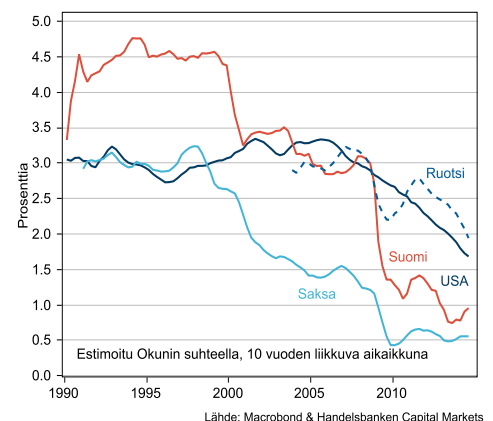
USA:lla ja Isolla-Britannialla erilainen elpymisura

Yhdysvallat ja Iso-Britannia ovat mielenkiintoisia vertailukohtia elpymisurineen. Molemmissa maissa työn tuottavuus on laskenut kuten Suomessakin, mutta toisin kuin Suomessa työllisten määrä on silti kasvanut viime vuosina. Tähän syynä lienee, että reaali-palkat eivät ole kääntyneet kasvuun, vaikka työttömyys on vähentynyt. Todennäköinen selitys tälle on, että palkansaajien neuvotteluvoima on heikko, sillä molemmissa maissa työvoiman kasvu on vahvaa. Kotitalouksien reaalitytulot kasvavat, mutta eivät ansiotason nousun vuoksi, vaan siksi että työllisyys paranee. Tämän seurauksena yritysten kannattavuus on kohentunut, mikä kasvaneen työllisyyden kanssa on pönkittänyt kotimaista kysyntää.

Kiinteät nettoinvestoinnit Suomessa



Potentiaalinen BKT:n kasvu



Teollisuuden täytyy sopeuttaa tarjontansa globaaliin kysyntään

Parempi kannattavuus kannustaa riskinottoon ja uuteen liiketoimintaan

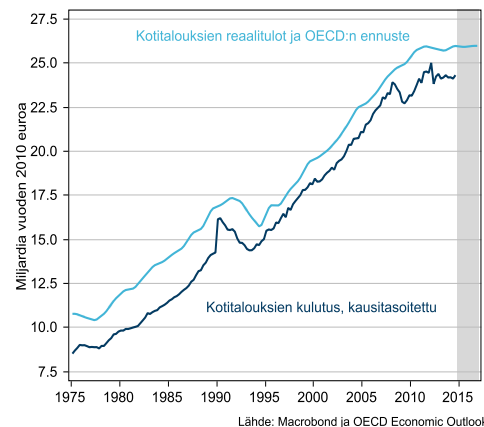
Finanssikiiri päätti maailmantalouden investointibuumin, kun talouskasvu hidastui merkittävästi kriisiä edeltävään aikaan verrattuna. Suomessa tehdasteollisuuden osuus bruttokansantuotteesta oli ennen kriisiä korkea kansainvälisessä vertailussa, ja vientiteollisuus oli keskittynyt pääomahyödykkeiden ja välituotteiden tuotantoon. Globaalit teollisuusyritykset käyttivät näitä hyödykkeitä ja välituotteita tuotantopanoksinaan ja siksi globaalilla investointi- ja teollisuuslamalla oli dramaattisia seurauksia Suomen teollisuudelle. Päästäkseen uudeleen vauhtiin Suomessa toimivan teollisuuden täytyy sopeuttaa tarjontansa muuttuneeseen globaaliin kysyntään. Tämä edellyttää uusien tuotteiden ja palveluiden kehittämistä ja investointeja uuteen liiketoimintaan. Jos kannattavuus ei parane, tämä muutos ei toteudu, sillä olemassa olevat tai uudet yritykset eivät innovoi eivätkä ota riskiä, jos odotettu tuotto on huono. Ennustamamme euron heikkeneminen helpottaa yritysten kannattavuusongelmaa ja tukee viennin maltilliseen kasvuun, mutta ei ratkaise rakenteellista kannattavuusongelmaa.

Kasvanut verotaakka on heikentänyt ostovoimaa, kulutusta ja asuntomarkkinoita

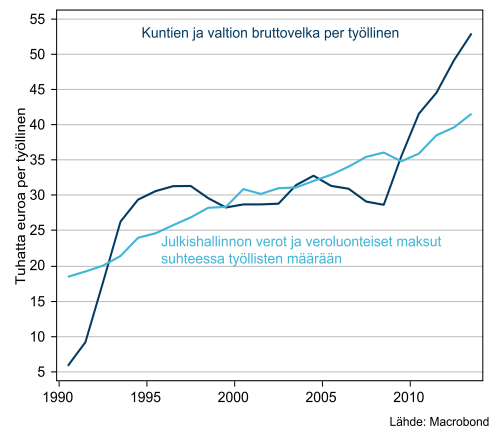
Negatiivisen kierteen riski pitää kotitalouksien näkymät synkkinä

Työllisyyden ja yritysten voittojen heikentyminen sekä vähentyneet kulutus ja investoinnit ovat nakertaneet veropohjaa samalla, kun julkisen sektorin menot ovat jatkaneet kasvuaan työttömyyden lisääntymisen ja väestön ikärakenteen vuoksi. Tämä tarkoittaa, että työllistä kohti laskettu verotaakka on kasvanut, mikä on syönyt ostovoimaa sekä heikentänyt kotitalouksien kulutusta ja investointeja. Myös kotitalouksien säästäminen pahan päivän varalle on lisääntynyt, kun luottamus talouteen ja työpaikan pysyvyyteen on heikko ja julkinen velka jatkaa kasvuaan. Asuntomarkkinat ovat jäähtyneet yleisen talouskehityksen mukana ja kotitaloudet ovat haluttomia ottamaan lainaa hyvin matalasta korkotasosta huolimatta. Negatiivisen kierteen riski on ilmeinen: kun kotitalouksien reaaliset käytettävissä olevat tulot laskevat ja he sopeuttavat kulutuksensa niiden mukaisesti, pienentyy verokertymä, mikä lisää paineita kiristää verotusta. Lopulta tällainen kierre tukahduttaisi taloudellisen aktiviteetin ja siksi yritysten ja kotitalouksien verotaakan kasvattamisvaraa ei juuri ole. Tarvittaisiin huomattavasti suurempi yksityinen sektori ylläpitämään nykyisenkokoista julkista sektoria. Siksi finanssipolitiikka tulee olemaan kireää ja julkisen talouden sopeutus on lähivuosina taakka talouskasvulle ja kotitalouksien ostovoimalle.

Kotitalouksien reaalitytulot ja kulutuksen määrä



Julkinen velka ja verot per työllinen



Ennennäkemätön hallituskoalitio todennäköinen kevään vaalien jälkeen

Uuden hallituksen muodostaminen huhtikuun 2015 eduskuntavaalien jälkeen ei todennäköisesti ole kivutonta. Todennäköisesti tarvitaan kolme neljästä suurimmasta puolueesta enemmistöhallituksen muodostamiseen. Todennäköistä siis on, että hallituksen kokoonpanosta tulee erilainen kuin mitä koskaan aiemmin on nähty. Riskinä on, että myös seuraavan hallituksen puolueiden talous- ja rakennepoliittiset näkemykset ja tavoitteet ovat vaikeasti yhteen sovitettavissa, kuten nykyhallituksen aikana on käynyt. Jos finanssipolitiikka on poukkoilevaa ja rakennemuutokset vesittyvät, Suomen pidemmän aikavälin näkymät ovat synkät.

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle

Prosenttimuutos, suluissa syyskuun ennuste	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Yksityinen kulutus	0.1	-0.7	-0.4(-0.2)	0.2(0.7)	1.1(0.9)
Julkinen kulutus	0.7	1.5	0.2(0.2)	0.2(0.2)	0.5(0.5)
Investoinnit	-2.5	-4.8	-4.7(-3.7)	-0.5(0.0)	3.5(4.0)
Vienti	1.2	-2.3	0.9(0.9)	4.7(3.3)	3.7(4.9)
Tuonti	1.3	-3.2	0.0(0.6)	2.7(2.8)	3.5(2.8)
BKT	-1.5	-1.2	0.0(-0.3)	0.5(0.8)	1.5(1.8)
Ansioitasoindeksi	3.2	2.1	1.4	1.2	1.3
Kuluttajahintaindeksi	2.8	1.5	1.1	1.2	1.7
Työttömyysaste*	7.7	8.2	8.7	8.8	8.6
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä**	-2.1	-2.4	-2.6	-2.4	-2.0

* prosenttia työvoimasta

** prosenttia BKT:sta

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Tarvittavat uudistukset: tuottavuuden kasvua matalammat palkankorotukset, ei uusia veronkorotuksia, lisää kilpailua ja ulkomaista työvoimaa

Suomen talous tarvitsee tarjontapuolen uudistuksia

Yritysten kannattavuuden, investointien ja työllisyyden koheneminen sekä talouden resursien uudelleen suuntaaminen ja innovaatioiden tukeminen edellyttävät talouden tarjontapuolen uudistuksia. Lyhyellä aikavälillä palkkamalti on tärkeä, mutta pidemmällä aikavälillä avoimen sektorin täytyy ankkuroida palkankorotukset tuottavuuden kasvuvauhtia matalimmiksi. Suljetun sektorin tulee seurata tätä palkanormia. Varsinkin korkean työttömyyden vallitessa tuottavuuden kasvuvauhtia suuremmat palkankorotukset vähentävät työllisyyttä entisestään. Yhteisöveron lasku on jo toteutettu, mutta ansiotulojen verotus on kansainvälisessä vertailussa ankaraa jo keskituloisilla ja progressio on jyrkkä. Tämä synnyttää suuren verokiilan myös yrityksille, sillä se kasvattaa työnantajan maksamien palkkakustannusten ja työntekijän saaman käteen jäävän tulon välistä erotusta. Suomen talouden toimintakykyä parantaisivat myös kilpailun lisääminen, etenkin vapaalta kilpailulta suljetuilla aloilla, sekä ulkomaisen työvoiman kasvu.

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tiina.helenius@handelsbanken.fi
Tuulia Asplund, +358 10 444 2403, tuulia.asplund@handelsbanken.fi

Korot ja valuutat

Valuutan heikentyminen on suosittu lääke

EKP:n ja Japanin keskuspankin rahapolitiikan elvytystoimet ja Yhdysvaltain keskuspankin odotetut kiristystoimet vahvistavat USA:n dollaria lisää suhteessa euroon ja jeniin. Markkinaodotusten toteutuminen edellyttää kuitenkin, että EKP lisää vauhtia arvopaperiostoihinsa, kun taas Japanin saattaa olla pakko turvautua riskipitoiseen ja radikaaliin setelirahoitukseen. Ruotsin ohjauskoron lasku nolleen osoittaa keskuspankin ensisijaiseksi tavoitteeksi inflaation kiihdyttämisen mahdollisemman nopeasti tavoitteeseen kruunun heikentymisen avulla.

Yhdysvallat ja euroalue kulkevat eri suuntiin

USA on menestystarina

Yhdysvaltojen taloustilanne kohenee vakaasti ja työttömyysaste lähenee jo luonnollista tasoaan. Globaalisti kilpailukykyiset yritykset ovat jatkossakin talouskasvun ajurina. USA:n keskuspankki Federal Reserve (Fed) on jo saattanut päätökseen tasetta kasvattaneet arvopaperiostonsa ja odotamme sen nostavan ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran ensi vuoden maaliskuussa.

Euroalueen on vältettävä deflaatio

Odotamme euron heikentyvän tuntuvasti lisää dollaria vastaan. Euroalueen taloustilanne on huono. Euroopan keskuspankki (EKP) on vienyt ohjauskorkonsa nolleen tuntumaan ja viestii nyt uusista elvytystarpeista deflaatiovaaran torjumiseksi. EKP:n pääjohtaja Mario Draghi on luvannut kasvattaa keskuspankin tasetta 1000 miljardilla eurolla nykyisestä 2000 miljardista. Toistaiseksi taseen kasvu on ollut hidasta. Kahdessa ensimmäisessä keskuspankin järjestämässä kohdennetussa jälleenrahoitusoperaatioissa pankit lainasivat odotuksiin nähden varsin vähän. Lainanoton sijaan pankit ovat maksaneet takaisin aikaisemmista EKP:n pidempiaikaisista jälleenrahoitusoperaatioista hakemiaan lainoja, mikä on vaimentanut uusien EKP:n taseenkasvatustoimien vaikutuksia. Lisäksi EKP:n ostojen kohteena olevien katettujen joukkovelkakirjojen ja omaisuusvakuudellisten joukkolainojen markkinoiden varsin rajoitettu koko vaikeuttaa mittavien arvopaperiostojen käytännön toteuttamista. EKP:n joulukuun korkokokouksen jälkeisessä lehdistötilaisuudessa pääjohtaja Draghi sanoi, ettei jo päätetyillä ostoilla kenties saada kasvatettua keskuspankin tasetta 3000 miljardiin euroon. Hän myös kertoi EKP:n johtokunnan tarkastelevan uudelleen EKP:n toimien toteutumista ja toimivuutta ensi vuoden alussa.

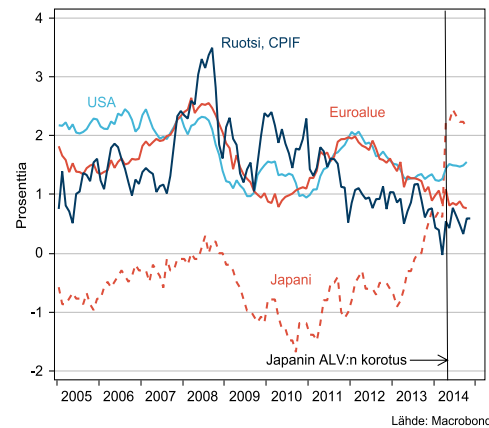
EKP:n aloitettava kvantitatiivinen elvytys ensi vuoden tammikuussa

Epäonnistuminen taseen kasvatuksessa, eli kvantitatiivisessa elvytyksessä (QE), tammikuun 2015 korkokokouksessa olisi suuri pettymys. Olemme vakuuttuneita, että Draghi kertoo laajasta tasetta kasvattavasta ohjelmasta ensi vuoden alussa, sillä epäonnistuminen taseen kasvatuksessa olisi liian pelottava vaihtoehto. Millaisen muodon kvantitatiivinen elvytys sitten euroalueella saa? Joulukuun lehdistötilaisuudessa pääjohtaja ei juuri uutta ohjeistusta antanut. On myös epävarmaa, riittääkö EKP:n taseen kasvu 3000 miljardiin euroon todella heikentämään euroa tuntuvasti ja estämään deflaation. Nykyinen EKP:n aie kasvatata taseensa alkuvuoden 2012 tasolle tarkoittaisi silti merkittävästi pienempää taseen suhteellista kasvua kuin muilla keskeisillä keskuspankeilla.

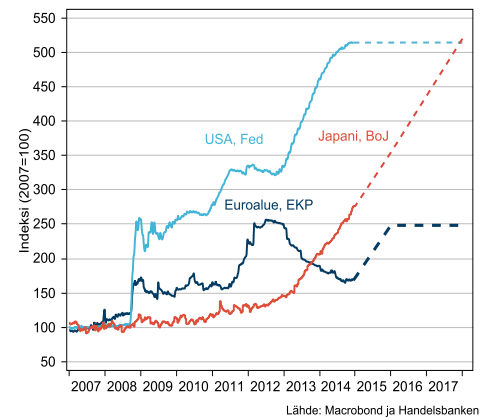
Odotus euroalueen kvantitatiivisesta elvytyksestä heikentää euroa

Tällä hetkellä Yhdysvaltain dollari on vahvistumassa tuntuvasti euroa vastaan. Tämä vahvistuminen saa voimansa Yhdysvaltojen ja euroalueen rahapolitiikan nykyisistä eroista ja odotuksista, että nuo erot jatkossakin kasvavat, kun näiden kahden talouden taloudellinen ympäristö eriytyy voimakkaasti.

Inflaatio ilman ruuan ja energia hintoja



Keskuspankkien taseet



Japanin kvantitatiivinen elvytys käynnistänyt inflaation...

Japanin keskuspankista julkisen talouden rahoittaja

Odotamme Japanin jeniin heikentyvän tuntuvasti lisää USA:n dollaria vastaan. Japanin keskuspankki (BoJ) päätti marraskuun puolivälissä lisätä keskuspankin rahaperustan kasvatus- ta vieden kasvun 80 000 miljardiin jeniin vuodessa kunnes inflaatio on vakautunut 2 prosentin tavoitteeseen. Tällä hetkellä Japanin pohjainflaatio, eli kuluttajahintainflaatio ilman ruuan ja energian hintoja, on vaatimattomat 0.7 prosenttia, jos tämän vuoden huhtikuun arvonlisäveron korotuksen vaikutukset eliminoidaan pois pohjainflaatiosta. Keskuspankin taseen kasvatusoimet ovat kuitenkin onnistuneet kääntämään deflaation inflaatioksi ja sen lisäksi ne ovat tukeneet palkkojen nousua ja yritysvoittojen kasvua.

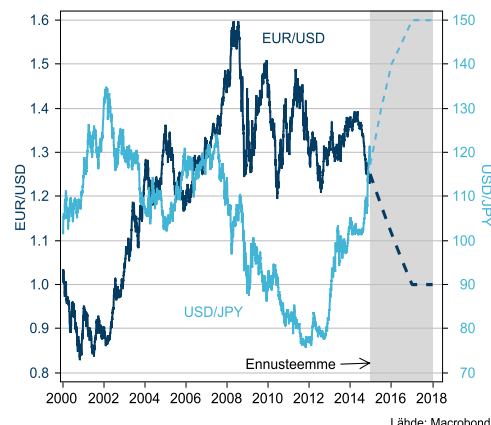
... ja kääntänyt reaali-
likorot positiivisesta
negatiiviseksi

Kolikon kääntöpuoli inflaation kiihtymisessä on ollut se, että Japanin valtion 10-vuotisten lainojen reaalikorko on muuttunut positiivisesta negatiiviseksi. Nykyisellään se on noin -2,4 prosenttia kun vielä ennen arvonlisäveron korotusta se oli -1 prosenttia. Jotta Japanin julkinen eläkeyhtiö GPIF pystyisi takaamaan kohtuulliset eläketulot ja tarvittavan tuoton eläkesäästöille, yhtiö on ilmoittanut vähentävänsä valtionlainojen osuutta ja kasvattavan osakkeiden ja ulkomaisten arvopapereiden osuutta sijoituksissaan. Emme usko, että yksityinen kysyntä Japanin valtionlainoille voi jatkua, jos niiden reaalityttö on pysyvästi negatiivinen. Tällöin Japanin keskuspankille syntyy melkoinen taakka. Jotta valtionlainojen korot eivät nouse, keskuspankin on ostettava käytännössä kaikki valtion obligaatiot, jotka yksityinen sektori myy ja sen lisäksi vielä rahoitettava julkisen sektorin alijäämä, joka nykyisellään on pysytellyt noin 10 prosentissa suhteessa bruttokansantuotteeseen.

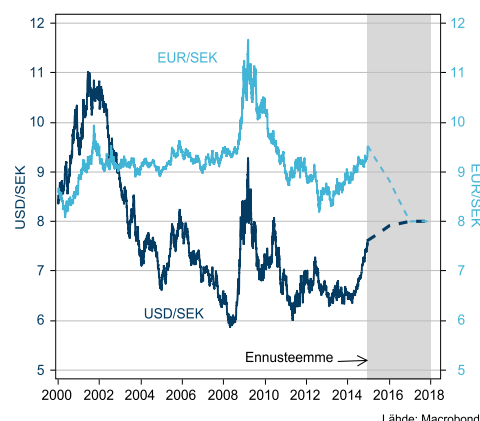
Japanin keskus-
pankki valtion laina-
papereiden osto-
loukussa

Japanin julkisen talouden näkymä on karmaiseva. Jos olettaisimme valtion lainojen koron nousevan 2 prosenttiyksiköllä inflaation kiihtymisen kompensoimiseksi, julkisen velan 250 prosentin suhde bruttokansantuotteeseen tarkoittaisi sitä, että korkomenojen kasvu olisi noin 5 prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen. Perspektiivin saamiseksi on hyvä muistaa, että Japanin julkisen talouden tulokertymä on noin 10 prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen. Kauhuskenaario on, että Japanin keskuspankin olisi ostettava loputtomiin Japanin valtion lainapapereita korkojen räjähdysmäisen nousun estämiseksi, mikä heikentäisi aina vaan jeniä ja kiihdyttäisi inflaatiota. Teknisesti tällainen operaatio olisi mahdollinen, koska se rahoitettaisiin setelirahoituksella.

USA:n dollarin vaihtokurssit



Ruotsin kruunun vaihtokurssit



Ruotsin kruunu heikentyy dollariin nähden, mutta vahvistuu suhteessa euroon

Riksbanken vauhdittaa inflaatiota heikentämällä kruunua

Ennustamme Ruotsin kruunun heikentyvän lisää USA:n dollaria vastaan, mutta vahvistuvan suhteessa euroon. Ruotsin inflaatio on tällä hetkellä merkittävästi keskuspankin 2 prosentin tavoitetta hitaampaa. Ohjauskoron leikkaus nolnaan prosenttiin lokakuussa osoitti ensisijaiseksi tavoitteeksi inflaation saattamisen mahdollisemman nopeasti tavoitteeseen Ruotsin kruunun heikentymisen avulla.

Dollarin heikentyminen synnyttää inflaatiopainetta

Pidemmällä aikavälillä Ruotsin talous suoriutunee euroaluetta paremmin, mikä tarkoittaa, ettei rahapolitiikka voi olla Ruotsissa niin elvyttävää kuin euroalueella. Uskomme Riksbankenin tekävän täyskäännöksen ja nostavan korkoa paljon aikaisemmin kuin EKP - suurin piirtein silloin, kun Ruotsin inflaatio lähestyy tavoitettaan. Kruunun tuleva heikentyminen suhteessa USA:n dollariin riittänee ylläpitämään painetta inflaation kiihtymiselle.

Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu16@handelsbanken.se

Keskeiset ennusteet

Suomen huoltotase, reaalin vuosimuutos, prosenttia

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Kulutus	0.3	0.0	-0.2	0.2	0.9
Yksityinen kulutus	0.1	-0.7	-0.4	0.2	1.1
Julkinen kulutus	0.7	1.5	0.2	0.2	0.5
Investoinnit	-2.5	-4.8	-4.7	-0.5	3.5
Vienti	1.2	-2.3	0.9	4.7	3.7
Tuonti	1.3	-3.2	0.0	2.7	3.5
BKT	-1.5	-1.2	0.0	0.5	1.5

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle, prosentuaalinen vuosimuutos ellei toisin mainita

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Ansiotasoindeksi	3.2	2.1	1.4	1.2	1.3
Kuluttajahintaindeksi	2.8	1.5	1.1	1.2	1.7
Työttömyysaste, %:a työvoimasta	7.7	8.2	8.7	8.8	8.6
Teollisuustuotanto	-8.4	-2.0	-0.5	2.5	3.5
Vaihtotase, mrd EUR	-3.9	-2.7	-2.3	-2.2	-2.1
Vaihtotase, %:a BKT:sta	-1.9	-1.3	-1.1	-1.1	-1.0
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, %:a BKT:sta	-2.1	-2.4	-2.6	-2.4	-2.0
EMU-velka, %:a BKT:sta	53.0	56.0	59.0	60.9	61.2

Valuutta- ja korkoennusteet

	16.12.2014	6 kk	12 kk	24 kk	36 kk
EKP refi-korko	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Federal funds (USA)	0.125	0.50	1.25	2.50	3.75
Repo-korko rate, (Ruotsi)	0.00	0.00	0.25	1.50	2.00
10 vuoden obligaatiokorko (Saksa)	0.60	0.90	1.00	1.25	1.75
10 vuoden obligaatiokorko (USA)	2.07	2.40	2.50	3.00	4.00
10 vuoden obligaatiokorko (Ruotsi)	0.92	1.40	1.60	2.00	2.40
10 vuoden obligaatiokorko (Suomi)	0.99	1.25	1.40	1.70	2.20
korkoero Saksaan, korkopistettä	39	35	40	45	45
EURUSD	1.25	1.16	1.10	1.00	1.00
USDJPY	117.0	130.0	140.0	150.0	150.0
EURGBP	0.80	0.78	0.76	0.75	0.75
EURSEK	9.52	9.00	8.70	8.00	8.00
EURRUB	90.4	81.8	78.8	73.3	68.0

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Maailmantalouden BKT-ennusteet, vuosimuutos, prosenttia (edellinen ennuste harmaalla pohjalla)

	2013	2014E		2015E		2016E	
USA	2.2	2.4	2.1	3.3	3.1	2.6	2.7
Euroalue	-0.4	0.8	0.9	1.4	1.2	1.5	1.5
Japani	1.4	0.7	1.2	1.0	1.0	0.8	1.0
Iso-Britannia	1.7	2.9	2.9	2.8	2.5	2.5	2.2
Ruotsi	1.6	2.0	2.4	2.7	3.1	2.6	2.6
Tanska	-0.5	0.7	0.8	0.7	0.9	1.0	0.6
Suomi	-1.2	0.0	-0.3	0.5	0.8	1.5	1.8
Norja (pl. oljyteollisuus)	2.0	2.5	2.2	1.3	2.0	1.2	1.8
Tsekki	-0.9	2.4	2.5	2.6	2.7	3.0	3.0
Unkari	1.1	3.2	2.8	2.2	2.3	2.6	2.7
Puola	1.6	3.1	3.2	3.3	3.5	3.6	3.8
Slovakia	0.9	2.4	2.3	2.9	2.9	3.2	3.2
Brasilia	2.3	0.3	1.0	0.8	1.7	1.6	2.5
Venäjä	1.3	0.0	0.2	-1.0	1.0	0.5	1.6
Intia	4.7	5.2	4.7	5.5	5.5	6.5	6.5
Kiina	7.7	7.3	7.5	6.9	7.0	6.5	6.8

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Research disclaimers

Handelsbanken Capital Markets, a division of Svenska Handelsbanken AB (publ) (collectively referred to herein as 'SHB'), is responsible for the preparation of research reports. SHB is regulated in Sweden by the Swedish Financial Supervisory Authority, in Norway by the Financial Supervisory Authority of Norway, in Finland by the Financial Supervisory of Finland and in Denmark by the Danish Financial Supervisory Authority. All research reports are prepared from trade and statistical services and other information that SHB considers to be reliable. SHB has not independently verified such information and does not represent that such information is true, accurate or complete. Accordingly, to the extent permitted by law, neither SHB, nor any of its directors, officers or employees, nor any other person, accept any liability whatsoever for any loss, however it arises, from any use of such research reports or its contents or otherwise arising in connection therewith.

This report has not been given to the subject company, or any other external party, prior to publication to approval of the accuracy of the facts presented. The subject company has not been notified of the recommendation, target price or estimate changes, as stated in this report, prior to publication.

In no event will SHB or any of its affiliates, their officers, directors or employees be liable to any person for any direct, indirect, special or consequential damages arising out of any use of the information contained in the research reports, including without limitation any lost profits even if SHB is expressly advised of the possibility or likelihood of such damages.

The views contained in SHB research reports are the opinions of employees of SHB and its affiliates and accurately reflect the personal views of the respective analysts at this date and are subject to change. There can be no assurance that future events will be consistent with any such opinions. Each analyst identified in this research report also certifies that the opinions expressed herein and attributed to such analyst accurately reflect his or her individual views about the companies or securities discussed in the research report.

Research reports are prepared by SHB for information purposes only. The information in the research reports does not constitute a personal recommendation or personalised investment advice and such reports or opinions should not be the basis for making investment or strategic decisions. This document does not constitute or form part of any offer for sale or subscription of or solicitation of any offer to buy or subscribe for any securities nor shall it or any part of it form the basis of or be relied on in connection with any contract or commitment whatsoever. Past performance may not be repeated and should not be seen as an indication of future performance. The value of investments and the income from them may go down as well as up and investors may forfeit all principal originally invested. Investors are not guaranteed to make profits on investments and may lose money. Exchange rates may cause the value of overseas investments and the income arising from them to rise or fall. This research product will be updated on a regular basis.

No part of SHB research reports may be reproduced or distributed to any other person without the prior written consent of SHB. The distribution of this document in certain jurisdictions may be restricted by law and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions.

Please be advised of the following important research disclosure statements:

SHB employees, including analysts, receive compensation that is generated by overall firm profitability. Analyst compensation is not based on specific corporate finance or debt capital markets services. No part of analysts' compensation has been, is or will be directly or indirectly related to specific recommendations or views expressed within research reports.

From time to time, SHB and/or its affiliates may provide investment banking and other services, including corporate banking services and securities advice, to any of the companies mentioned in our research.

We may act as adviser and/or broker to any of the companies mentioned in our research. SHB may also seek corporate finance assignments with such companies.

We buy and sell securities mentioned in our research from customers on a principal basis. Accordingly, we may at any time have a long or short position in any such securities. We may also make a market in the securities of all the companies mentioned in this report. [Further information and relevant disclosures are contained within our research reports.]

SHB, its affiliates, their clients, officers, directors or employees may own or have positions in securities mentioned in research reports.

According to the Bank's Ethical Guidelines for the Handelsbanken Group, the board and all employees of the Bank must observe high standards of ethics in carrying out their responsibilities at the Bank, as well as other assignments. The Bank has also adopted Guidelines concerning Research which are intended to ensure the integrity and independence of research analysts and the research department, as well as to identify actual or potential conflicts of interests relating to analysts or the Bank and to resolve any such conflicts by eliminating or mitigating them and/or making such disclosures as may be appropriate. As part of its control of conflicts of interests, the Bank has introduced restrictions ("Information barriers") on communications between the Research department and other departments of the Bank. In addition, in the Bank's organisational structure, the Research department is kept separate from the Corporate Finance department and other departments with similar remits. The Guidelines concerning Research also include regulations for how payments, bonuses and salaries may be paid out to analysts, what marketing activities an analyst may participate in, how analysts are to handle their own securities transactions and those of closely related persons, etc. In addition, there are restrictions in communications between analysts and the subject company. For full information on the Bank's ethical guidelines please see the Bank's website [www.handelsbanken.com/About the bank/Investor relations/Corporate social responsibility/Ethical guidelines](http://www.handelsbanken.com/About%20the%20bank/Investor%20relations/Corporate%20social%20responsibility/Ethical%20guidelines).

Handelsbanken has a ZERO tolerance of bribery and corruption. This is established in the Bank's Group Policy on Bribery and Corruption. The prohibition against bribery also includes the soliciting, arranging or accepting bribes intended for the employee's family, friends, associates or acquaintances.

For company-specific disclosure texts, please consult the Handelsbanken Capital Markets website: www.handelsbanken.com/research.

When distributed in the UK

Research reports are distributed in the UK by SHB.

SHB is authorised by the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen) and the Prudential Regulation Authority and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our authorisation and regulation by the Prudential Regulation Authority, and regulation by the Financial Conduct Authority are available from us on request.

UK customers should note that neither the UK Financial Services Compensation Scheme for investment business nor the rules of the Financial Conduct Authority made under the UK Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) for the protection of private customers apply to this research report and accordingly UK customers will not be protected by that scheme.

This document may be distributed in the United Kingdom only to persons who are authorised or exempted persons within the meaning of the Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) (or any order made thereunder) or (i) to persons who have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), (ii) to high net worth entities falling within Article 49(2)(a) to (d) of the Order or (iii) to persons who are professional clients under Chapter 3 of the Financial Conduct Authority Conduct of Business Sourcebook (all such persons together being referred to as "**Relevant Persons**").

When distributed in the United States

Important Third-Party Research Disclosures:

SHB and its employees are not subject to FINRA's research analyst rules which are intended to prevent conflicts of interest by, among other things, prohibiting certain compensation practices, restricting trading by analysts and restricting communications with the companies that are the subject of the research report.

SHB research reports are intended for distribution in the United States solely to "major U.S. institutional investors," as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934. Each major U.S. institutional investor that receives a copy of research report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide research reports to any other person.

Reports regarding fixed-income products are prepared by SHB and distributed by SHB to major U.S. institutional investors under Rule 15a-6(a)(2). Reports regarding equity products are prepared by SHB and distributed in the United States by Handelsbanken Markets Securities Inc. ("HMSI") under Rule 15a-6(a)(2). When distributed by HMSI, HMSI takes responsibility for the report. Any U.S. person receiving these research reports that desires to effect transactions in any equity product discussed within the research reports should call or write HMSI. HMSI is a FINRA Member, telephone number (+1-212-326-5153).

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen

Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 33 41 8200
Fax. +45 33 41 85 52

Helsinki

Aleksanterinkatu 11
FI-00100 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo

Tjuvholmen Allè 11,
Postboks 1249 Vika
NO-0101 Oslo
Tel. +47 22 94 0700
Fax. +47 2233 6915

London

Trinity Tower,
3 Thomas More Square
LONDON, E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8668
Fax. +44 207 578 8090

New York

875 Third Avenue, 4th floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 446 4700
Fax. +1 212 326 2730