

3. syyskuuta 2015

Talousennuste

Suomen viheliäinen kierre

Maailmantalous: Matalat korot ovat tulleet jäädäkseen

Euroalue: Tähänkö meidän on tyytyminen?

Potentiaalinen kasvu ja rahapolitiikka: Korkojen uusi normaali

Suomi: Viheliäinen kierre

Korot ja valuutat: Kasvutalouksien valuutat sotkevat Draghin suunnitelmat



Sisältö

JOHDANTO	
Matalat korot ovat tulleet jäädäkseen	4
EUROALUE	
Tähänkö meidän on tyytyminen?	6
POTENTIAALINEN KASVU JA RAHAPOLITIIKKA	
Korkojen uusi normaali	8
SUOMI	
Viheliäinen kierre	15
VALUUTAT	
Kasvutalouksien valuutat sotkevat Draghin suunnitelmat	19
Keskeiset ennusteet	21
Disclaimer	23

Yhteystiedot

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tihe01@handelsbanken.se
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

Johdanto

Matalat korot ovat tulleet jäädäkseen

Maailmantalouden elpymisvaihe jatkuu. USA:n talous kasvaa, ja myös euroalueella on nähtävissä varovaisia merkkejä paremmasta. Vaikka Kiinan kompuroiva talous on viime aikoina saanut finanssimarkkinat kuohumaan, uskomme viranomaisten pystyvän ohjaamaan maan talouden kohti pehmeää laskua. Kiinan kasvussa on riittävästi voimaa kompensoimaan muiden kasvutalouksien heikkoutta. USA:ssa ja Isossa-Britanniassa rahapolitiikka on kiristymässä, mutta korot pysyvät historiallisesti tarkasteltuna matalalla tasolla.

Fed on valmiina koronnostoon vielä tänä vuonna

USA kehittyä odotusten mukaisesti, vaikka kehittyvillä markkinoilla kuohuu. Uusia työpaikkoja syntyy talouskasvun vanavedessä. Tästä lähtötilanteesta USA:n keskuspankki Fed valmistautuu ensimmäiseen koronnostoonsa vielä tämän vuoden puolella. Koronnoston tarkka ajankohta on toistaiseksi epävarma. Tuoreimmat työmarkkinatilastot tukevat Fedin suunnitelmia, mutta keskuspankki haluaa ensin riittävästi näyttöä inflaation palautumisesta keskipitkän aikavälin tavoitetasolle. Riippumatta siitä, milloin Fed nostot aloittaa, uskomme korkojen jäävän pitkän aikavälin vertailussa mataliksi.

Euron vastoinikäymiset jatkuvat

Euroalueen talous on vieläkin kovemmassa vastatulessa kuin mitä ennen kesää ennustimme. Siksi näkymät vuoden 2015 toiselle puoliskolle ovat odotettua heikkommat. Viennin kasvu ja yritysten voitot ovat jääneet vaatimattomiksi. Kehittyvien maiden talouskasvun hyytyminen ja niiden valuuttojen arvon heikkeneminen ovat osittain syöneet euron heikentyneen dollarikurssin positiiviset vaikutukset. Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä ja luotonotto kasvaa vähitellen, mutta korkotason tulee pysyä erittäin matalana vielä pitkään, sillä finanssipoliittiselle elvytykselle ei ole tilaa. Olosuhteet heikolle eurolle ovat ilmeiset.

Pehmeä lasku Kiinassa talouden kuohunnasta huolimatta

Kiinasta tulevaa uutisvirtaa on viime aikoina hallinnut maan finanssijärjestelmän myllerrys. Maan valuutan renminbin heikkeneminen on saanut pörssit kautta maailman vapisemaan. Osakemarkkinoiden korjausliikkeestä huolimatta uskomme, että maan viranomaiset onnistuvat ohjaamaan talouden kohti pehmeää laskua. Kasvun odotetaan heikkenevän asteittain lähivuosien aikana. Suurta dramatiikkaa ei kuitenkaan ole luvassa.

Brasiliassa ja Venäjällä heikot näkymät

Muissa suurissa kehittyvissä talouksissa ongelmien laatu vaihtelee. Raaka-ainetuottajista Brasilia ja Venäjä ovat vajonneet taantumaan. Pitkällä aikavälillä ankeutta on luvassa etenkin Venäjälle, jonka suhde länsimaihin on pattitilanteessa. Intia on BRIC-nelikon ainoa valopiilku. Eurooppaa lähempänä Itä- ja Keski-Euroopan integroitumien Länsi-Euroopan talousalueeseen jatkuu. Sen sijaan Turkissa näkymät ovat synkät, mistä maa saa syyttää pitkälti itseään.

Suomi jatkaa alisuorittamista

Pohjoismaat kehittyvät eri suuntiin. Tanskassa lähes kaksi vuotta kestänyt kasvuvaihe näyttäisi kuivuneen kokoon. Tuottavuuden heikko kasvu, investointien puute, kotitalouksien muhkea velkataakka ja tärkeimpien vientimarkkinoiden vaatimaton kasvu jarruttavat talouden kasvua. Suomi on juuttunut noidankehään, jossa heikko kilpailukyky ja yritysten surkea kannattavuus uhkaavat tehdä hitaasta kasvusta pysyvän ilmiön. Öljyn hinnan lasku on puolestaan saanut Norjan talouden heikkenemään odotettua nopeammin. Norjan keskuspankki turvautuneen uuteen koronlaskuun jo ensi kuussa.

Ruotsi lähestyy suhdannehuippua

Ruotsissa talous kasvaa vauhdilla, ja uusi vuosi tuonee tullessaan suhdannepiikin. Vientiä vauhdittaa euroalueen toipuminen, mutta tärkein talouskasvun lähde on kuitenkin kotimainen kysyntä. Jos kysyntä kasvaa nopeammin kuin käytettävissä oleva tuotantokapasiteetti, syntymässä on positiivinen tuotantokuilu. Tällä hetkellä kotimainen inflatiopaine on matala, mutta kasvanee vähitellen. Koska maan keskuspankki haluaa ensin nähdä riittävästi merkkejä inflaation kasvusta, se tuskin muuttaa rahapolitiikkaansa ennen kuin aikaisintaan ensi vuoden lopussa.

Keskeiset BKT:n kasvuennusteet maailmantaloudelle

	2014	2015E	2016E	2017E
USA	2.4	2.3	2.7	2.4
Euroalue	0.9	1.3	1.6	1.5
Iso-Britannia	3.0	2.5	2.2	2.1
Japani	-0.1	0.9	1.1	1.2
Venäjä	0.6	-3.5	0.5	1.0
Kiina	7.4	7.0	6.5	6.3
Intia	7.1	7.5	7.7	8.0
Brasilia	0.1	-2.0	-0.2	1.3

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

Tähänkö meidän on tyytyminen?

Euroalueen talous on vieläkin kovemmassa vastatulessa kuin mitä ennen kesää ennustimme. Siksi näkymät vuoden 2015 toiselle puoliskolle ovat odotettua heikommat. Viennin kasvu ja yritysten voitot ovat jääneet vaatimattomiksi. Kehittyvien maiden talouskasvun hyytyminen ja niiden valuuttojen arvon heikkeneminen ovat osittain syöneet euron heikentyneen dollarikurssin positiiviset vaikutukset. Euron uusi pudotus suhteessa dollariin antaisikin tervetulleeseen piristysruiskeen taloudelle vuoteen 2016 siirryttäessä. Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä ja luotonotto näyttää kasvun merkkejä, mutta korkotason tulee pysyä erittäin matalana vielä pitkään, sillä finanssipoliittiselle elvytykselle ei ole tilaa.

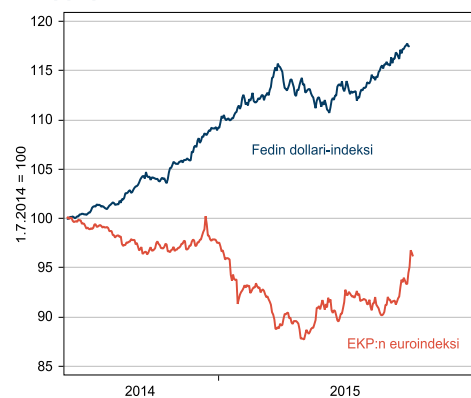
Heikentyneestä eurosta odotettua vähemmän tukea

Toivoimme, että heikentynyt euro olisi tähän mennessä antanut taloudelle edes hieman enemmän vetoapua. Viennin kasvu on kuitenkin jäänyt vaatimattomaksi, sillä maailmanmarkkinat kasvavat hitaasti. USA:n vientiyrityksillä oli aivan erilainen toimintaympäristö dollarin ollessa halvimillaan, ja maan vientiteollisuus hyötyi nopeasta viennin kasvusta kehittyviin talouksiin. Viimeisen vuoden aikana kehittyvien talouksien tuonti on tyrehtynyt kautta linjan. Euroalueen vientiyrityksille tärkeistä markkinoista kehittyvä Eurooppa, Afrikka ja Lähi-itä kamppailevat omien ongelmiansa kanssa, ja niiden tuonti supistuu. Myös Aasian kehittyvillä markkinoilla tuonti on kutistunut.

Viennin kasvu pysyy vaimeana ja kasvutalouksien valuutat ovat heikentyneet suhteessa dollariin

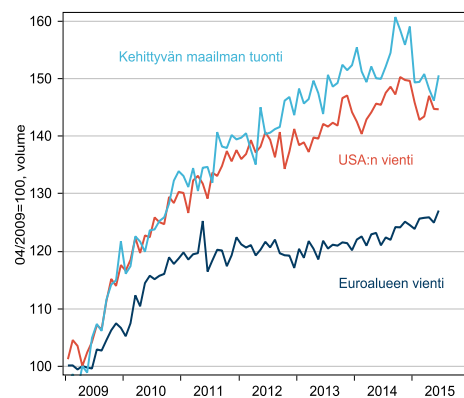
Monissa kehittyvissä talouksissa valuutta on heikentynyt merkittävästi suhteessa dollariin, mikä jossain määrin neutraloi heikentyneen euro-dollarisuhteen aikaansaaman kilpailukykyhyödyn. Kiinan juanin äskettäinen devalvaatio heikensi valuuttaa enemmän suhteessa euroon kuin suhteessa dollariin, sillä pelko devalvoinnin negatiivisesta vaikutuksesta USA:n talouteen vahvisti euroa suhteessa dollariin. Kauppapainotteisesti tarkasteltuna euro on nyt vain 6 prosenttia heikompi kuin viime kesänä, kun vielä keväällä laskua suhteessa dollariin kertyi 12 prosenttia. Arvo saisikin mielellään jatkaa heikkenemistään.

Kauppapainotettu valuuttakurssi



Lähde: Macrobond

Euroalueen vienti & EM-tuonti



Lähde: Macrobond

Kannattavuuden tulee kasvaa, jotta euroalueen kehitys ei pysähdy...

Kannattavuuden vaatimaton kasvu kertoo heikomman euron tarpeesta

Joulukuisessa talousennusteessamme totesimme, että yritysten kannattavuus ja investoinnit ovat kasvaneet euroalueella huomattavasti USA:ta hitaammin. Vahva euro on heikentänyt ostovoimaa, eivätkä palkkakustannukset ole joustaneet likimainkaan samaa tahtia kuin USA:ssa. Kun euro alkuvuodesta alkoi heikentyä, olosuhteet liikevoittojen kasvattamiselle olivat viimein olemassa, mutta heikentyvän euron positiiviset vaikutukset ovat nyt historiaa. Yritysten on parannettava kannattavuuttaan ennen kuin voimme odottaa niiden käyttävän rahaa investointeihin tai työllistämiseen. Työmarkkinoiden vahvistuminen kasvattaa vähitellen kotitalouksien ostovoimaa ja nopeuttaa kulutusvetoista toipumista, mutta sitä ennen yritysten on tehtävä enemmän voittoa. Jos tuotot eivät elvy, euroalueen kehityksen pysähtyminen on todennäköistä.

... voittojen kasvun tulisi yltää euroalueella 30 prosenttiin, jotta USA:n taso saavutetaan – mikä ei ole mahdotonta

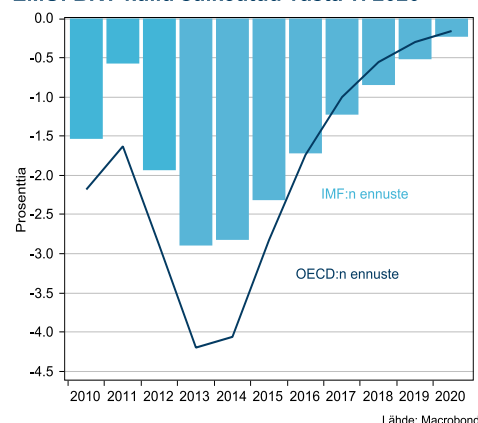
BKT-kuilu säilyy euroalueella vuoteen 2020 saakka?

Mitkä tekijät sitten puhuvat voittojen kasvun puolesta? EuroSTOXX600-indeksin yritysten osalta ensi vuoden voitto-odotukset ovat ennallaan eikä voittojen odoteta kasvavan merkittävästi vuoden 2010 tasosta. USA:ssa ensi vuoden voitto-odotukset ovat heikentyneet aavistuksen verran, mikä johtuu osittain vahvasta dollarista, mutta myös matalasta öljynhinnasta. Euroalueen voitto-odotukset ovat vahvistuneet hieman USA:han verrattuna, mutta kasvun tulisi yltää 30 prosenttiin, ennen kuin USA:n taso on saavutettu. Tavoite ei ole mahdoton, sillä työmarkkinoiden kapasiteettiylijäämä on painanut palkankorotukset tasolle, jolla se oli USA:ssa ennen kuin voitot kääntyivät kasvuun. Jos euro pysyy heikkona, odotettavissa voi hyvinkin olla vuosien mittainen voittojen ja investointien elpymisen vaihe euroalueella.

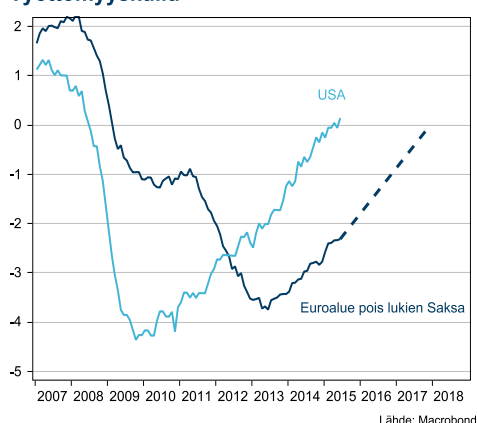
Euroalueella on vapaata tuotantokapasiteettia vuosiksi eteenpäin

Kun potentiaalinen kasvuvauhti on matala, ei todellisen kasvuvauhdin tarvitse kiihtyä paljonkaan, jotta kuilu todellisen ja potentiaalisen BKT:n välillä kaventuu. Sekä IMF että OECD arvioivat, että euroalueella riittää ylimääräistä tuotantokapasiteettia vuoteen 2020 asti. Samanlainen kuilu on havaittavissa työmarkkinoilla, mikä merkitsee maltillista palkkakehitystä ja heikkoa inflaatiopainetta. Siksi EKP:n koronnosto tulee ajankohtaiseksi vasta kaukana tulevaisuudessa. Kesän valuuttakurssikehitys on siirtänyt nostoajankohtaa entistään kauemmas.

EMU: BKT-kuilu sulkeutuu vasta v. 2020



Työttömyyskuilu



Euroalueen näkymien pitäisi kirkastuvan vuonna 2016

Kaiken kaikkiaan olemme nyt hieman vähemmän optimistisia euroalueen loppuvuoden kasvun suhteen kuin mitä olimme ennen kesää. Odotamme kuitenkin, että odotettua hitaampi kasvu ja vahvistunut euro saavat EKP:n heikentämään korko-odotuksia ja mahdollisesti myös pidentämään kvantitatiivisen elvytyksen kestoja aiemmin ilmoitetusta. Jos Fed samaan aikaan aloittaa omat koronnostonsa, tuloksena lienee euron heikentyminen. Siksi odotamme euroalueen näkymien kirkastuvan vuonna 2016.

Keskeiset ennusteet euroalueelle

	2014	2015E	2016E	2017E
BKT:n kasvu	0.9	13	16	15
Inflaatio	0.4	0.0	12	16
Työttömyysaste	116	112	109	106

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

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

Potentiaalinen kasvu ja rahapolitiikka

Korkojen uusi normaali

Talouden potentiaalinen kasvuvauhti on hidastunut tuntuvasti Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Tämän perusteella olemme estimoineet, että ”normaali” keskuspankin ohjauskoron taso on laskenut merkittävästi painaen myös pitkät obligaatiokorot matalammiksi. Yhdysvaltain keskuspankin Fedin ensimmäinen koronnoston ajankohta lähenee, mutta EKP:n kohdalla se on kaukana tulevaisuudessa. Vaikka Ruotsin työmarkkinoiden tilanne on samankaltainen kuin Yhdysvalloilla, Ruotsin keskuspankki Riksbanken pitää toistaiseksi katseensa tämän hetkessä inflaatiossa. Inflaation palattua keskuspankin mukavuusalueelle joskus ensi vuoden toisella puoliskolla keskuspankin on siirryttävä rahapolitiikassaan eteenpäin katsovampaan lähestymistapaan.

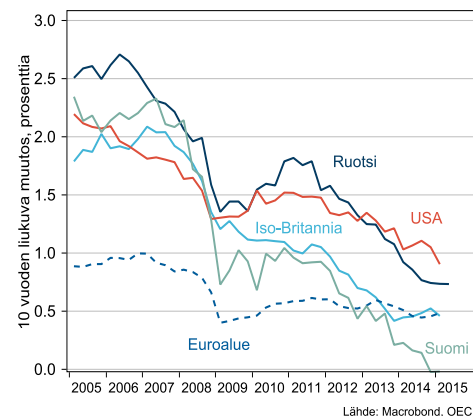
Eteenpäin katsova keskuspankin ohjaus tehostaa rahapolitiikan vaikutusta

Reaalin keskuspankin tasapainokorko on laskenut

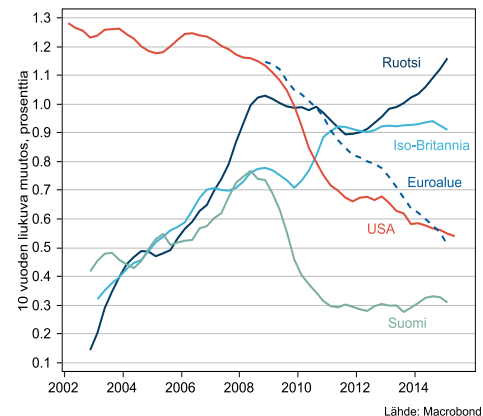
Vaikka keskuspankit määrittävät lyhyiden korkojen tason, pidemmät obligaatiokorot määräytyvät markkinoilla. Sekä pitkien obligaatioiden tarjonta että kysyntä riippuvat lyhyiden korkojen odotuksista tulevaisuudessa. Lyhyiden ja pitkien korkojen yhteyttä keskuspankit voivat käyttää tehostamaan rahapolitiikan välittymistä. Ohjaamalla odotuksia tulevasta lyhyistä koroista voidaan aikaansaada suurempi vaikutus pitkiin korkoihin ja koko reaaliin.

Tässä artikkelissa tarkastellaan sitä, miten makrotalous määrittää korkojen tasoa ja erityisesti sitä, miten talouden hidastunut potentiaalinen kasvuvauhti on vaikuttanut viime vuosikymmenen aikana korkoihin Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Johtopäätöksemme on, että tasapainossa olevan talouden, täystyöllisyyden ja vakaan inflaation kanssa yhdenmukainen rahapolitiikkakorko on laskenut tuottavuuden kasvun hidastumisen ja epäsuotuisamman väestörakenteen takia molemmilla puolilla Atlantia.

Työn tuottavuus, koko talous



Työvoiman kasvu

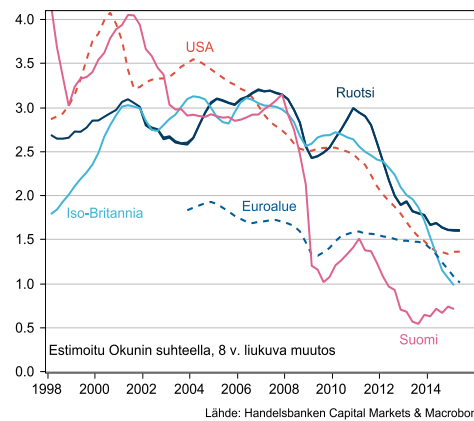


Politiikkasäännöt ovat keskuspankin eteenpäin katsovan ohjeistuksen muoto

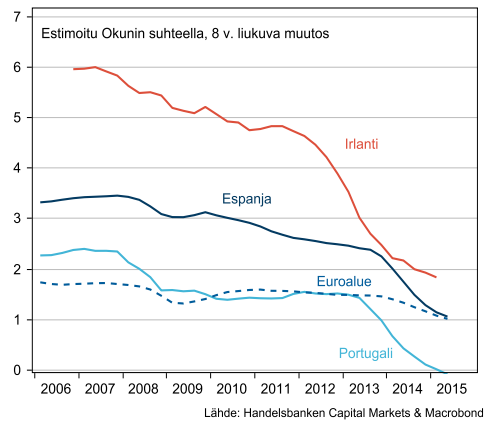
Politiikkasäännöt yleisesti ottaen ja niin kutsuttu Taylorin-sääntö erityisesti ovat tärkeitä välineitä tulevan rahapolitiikan kommunikoinnissa. Vuosien 2008–2009 finanssikriisi ja ennen näkemättömien rahapolitiikan keinojen käyttöönotto vähensivät Taylorin-säännön merkitystä. Kriisin jälkeisessä uudessa ympäristössä keskuspankkien ei ollut helppo antaa perinpohjaisia eteenpäin katsovia suuntaviivoja politiikastaan. Uudenlaisten testaamattomien rahapolitiikan keinojen vaikutuksia oli vaikea ennustaa, mikä lisäsi epävarmuutta niin talouden kuin rahoitusmarkkinoiden näkymistä. Kasvanut epävarmuus pakotti keskuspankin pitämään kaikki vaihtoehdot avoinna, mikä teki lähes mahdottomaksi kattavan ja läpinäkyvän ohjeistuksen antamisen tulevaisuudesta. Kun rahoitusmarkkinaolosuhteet ja talouden tilanne palaavat normaaliin, uskomme politiikkasääntöjen olevan jälleen käyttökelpoisia rahapolitiikan analysoimisen ja kommunikoimisen välineitä.

Politiikkasääntö ei ole mekaaninen kaava	On tärkeää ymmärtää, ettei politiikkasääntö ole mekaaninen kaava. Keskuspankki voi käyttää sitä vapaammin, kun se tuntee, millaisia yleisiä talouden vaikutuksia se saa aikaan, ja kun samalla ymmärretään, että säännön käyttäminen vaatii harkintaa eikä säännön käyttö voi perustaa vain tietokonelaskelmiin. Tällainen politiikkasäännön laveampi tulkinta ei muurenna politiikkasäännön konseptia. Puhtaasti harkintaan perustuvassa rahapolitiikassa politiikkainstrumenttien määrittely tapahtuu jokaisena ajankohtana puhtaalta pöydältä eikä tulevaisuutta varten ole yritettykään rakentaa selvää ennalta määrättyä toimintasuunnitelmaa.
Fed valmis politiikkasääntöön perustuvan ohjeistukseen	Yhdysvalloissa, jossa rahoitusmarkkinaolosuhteet ovat parantuneet huomattavasti sitten finanssikriisin, on todennäköisesti tarpeellista parantaa rahapolitiikan eteenpäin katsovaa ohjausta jonkin politiikkasäännön käyttöönotolla, jotta politiikan vaikutuskyky kasvaisi. Euroalueella sitä vastoin rahoitusolosuhteet vaativat edelleen epätavallisten rahapolitiikan keinojen käyttöä, joten perustavanlaatuisemmalle eteenpäin katsovalle ohjeistukselle ei ole vielä tarvetta. Silti talouden ja rahoitusmarkkinoiden olosuhteiden normalisoitumisen jälkeen, myös euroalueella politiikkasääntöä voidaan käyttää arvioimaan sitä, millainen olisi asianmukainen keskuspankin ohjauskoron taso.
Talouden potentiaalinen kasvuvauhti on hidastunut jyrkästi Yhdysvalloissa ja Euroopassa	Hitaampi trendikasvu – 1,5 prosenttia on uusi 3 prosenttia Ruotsissa Yhdysvalloissa ja Euroopassa talouden potentiaalinen kasvuvauhti on hidastunut jyrkästi, osittain tuottavuuden kasvun hidastumisen takia ja osittain epäedullisemmän väestörakenteen takia. Taustaa tuottavuuden kasvun hidastumiselle ei tunneta hyvin, ja onkin mahdollista, että tuottavuuden kasvu yllättää vielä positiivisesti. Väestörakenne sen sijaan on viitannut jo pitkään työn tarjonnan kasvun hidastumiseen. Suuret sodanjälkeiset ikäluokat ovat siirtymässä eläkkeelle myös Yhdysvalloissa ja näiden baby boom-sukupolvien jälkeisenä aikana olevien suurempien sukupolvien vaikutus, joka kasvatti työn tarjontaa vuosikymmen sitten, on päättynyt. Väestörakenne Euroopassa on jopa Yhdysvaltoja vaikeampi, koska syntyvyys on ollut matala jo kauan. Maahanmuutto voi luonnollisesti tukea työn tarjontaa yksittäisissä eurooppalaisissa maissa, mutta myös maastamuutosta löytyy esimerkkejä. Euroalueen kriisimaista nuoria on nimittäin muuttanut merkittävästi muualle, mikä on heikentänyt nuoria menettäneiden talouksien kasvupotentiaalia tuntuvasti ja vastaavasti lisännyt siirtolaisia vastaanottavien maiden potentiaalia.
Potentiaalisen kasvuvauhdin estimointi...	Talouden potentiaalisen kasvuvauhdin estimointi ei ole helppoa, varsinkaan silloin, kun talous on suuressa muutoksessa. Yleensä tapana on erottaa talouden suhdannevaihtelu trendistä ottamalla aikasarjoista pitkiä liukuvia keskiarvoja. Toisaalta pitkien liukuvien keskiarvojen käyttö vaikeuttaa trendimuutosten käännepestien havainnointia.
...Okunin suhteella perustuu BKT:n kasvun ja työttömyyden suhteeseen	Olemme käyttäneet niin kutsuttua Okunin suhdetta, eli BKT:n kasvun ja työttömyyden muutoksen suhdetta, potentiaalisen kasvun estimointiin. Tässä ideana on se, että potentiaalinen kasvuvauhti on se talouden kasvuvauhti, joka pitää työttömyyden muuttumattomana. Työttömyys toisin sanoen vähenee, kun talous kasvaa potentiaaliaan nopeammin ja vastaavasti kasvaa, kun BKT:n kasvu on potentiaaliaan hitaampaa.
Potentiaalisen kasvun hidastuminen vaikuttaa...	Hyvin tärkeä lopputulos potentiaalisen kasvun hidastumisesta on se, että talouden on mahdollista saavuttaa täystyöllisyys hitaamman talouskasvun seurauksena kuin historiallisesti on ollut mahdollista. Yhdysvaltojen talouden hidas elpyminen finanssikriisin jälkeen on silti vähentänyt työttömyyttä paljon ennakoitua nopeammin. Näyttää siis siltä, ettei yleisesti ole ymmärretty, miten paljon USA:n talouden potentiaalinen kasvuvauhti on hidastunut. Yhdysvaltojen keskuspankki on asteittain laskenut potentiaalisen kasvun ennustettaan nykyiseen 2 prosenttiin, mutta työttömyys vähenee edelleen nopeammin kuin Fed on ennustanut. Arvioimme tutkimustemme perusteella Yhdysvaltain potentiaalisen kasvun pudonneen noin 3 prosentista nykyiseen 1,5 prosentin tuntumaan. Jos Fedin estimaatti tasapainotyöttömyysasteelle on oikea, Yhdysvallat on nyt saavuttanut täystyöllisyyden. Tämä merkitsisi sitä, että todellinen BKT:n kasvu olisi nyt lähellä potentiaaliaan ja että niin kutsuttu BKT-kuilu olisi sulkeutunut. Tasapainoon olisi siis päästy merkittävästi odotettua nopeammin.
...työmarkkinoiden dynamiikkaan...	
...ja rahapolitiikkaan	

Potentiaalinen BKT:n kasvu, prosenttia



Potentiaalinen BKT:n kasvu, prosenttia



Iso-Britannian potentiaalinen kasvu on pudonnut jyrkästi

Kukoistavat euromaa heikentyneet myös kasvupotentiaalis-
saan

Ruotsin väestöra-
kenne ei ole enää
niin suotuisa

Iso-Britannian,
USA:n ja Ruotsin
ylikuumeneminen
jatkuu

Knut Wicksellin uu-
delleentuleminen

Myös Isossa-Britanniassa potentiaalisen BKT:n kasvun hidastuminen näyttää dramaattiselta. Heikko tuottavuuden kasvu on vienyt trendikasvun 3 prosentista prosenttiin, mikä on Yhdysvaltoja heikempi lopputulos, ja se on tapahtunut jopa aavistuksen suotuisammalla väestörakenteella.

Euroalueella kasvupotentiaalin heikentyminen alkoi väestörakenteen takia jo paljon Yhdysvaltoja aiemmin. Saksan potentiaalinen kasvu oli kaksi vuosikymmentä sitten samaa luokkaa Yhdysvaltojen kanssa, mutta putosi vuosikymmen sitten alle prosenttiin ja on nykyisellään noin 0,5 prosenttia. Euroalueen kasvupotentiaalia kannattelivat ennen finanssikriisiä Etelä-Euroopan kukoistavat taloudet Espanja ja Irlanti, joissa elintasoeron kurominen ja suotuisa väestörakenne ylläpitivät vahvaa kasvupotentiaalia. Irlannin potentiaalinen kasvu on nyt pudonnut alle kahteen prosenttiin kriisiä edeltävästä 6 prosentista ja Espanja on tullut alas vuosikymmenen takaisesta 3 prosentista noin prosenttiin.

Ruotsin potentiaalinen kasvu oli erittäin nopeaa ennen finanssikriisiä. Estimaattiemme mukaan se oli vahvan tuottavuuden kasvun ja suotuisan väestörakenteen takia jopa kaksi kertaa euroaluetta nopeampaa ja lähes yhtä nopeaa kuin Yhdysvalloissa. Nyt Ruotsin potentiaalinen kasvu on hidastunut yhtä dramaattisesti kuin Yhdysvalloissa. Selitys on tuottavuuden kasvun nopea pudotus. Työn tarjonnan kasvu on pitänyt pintansa erittäin hyvin, kiitos väestödynamiikan ja talouspolitiikan, jolla työhön osallistumista on saatu kasvatettua. Ruotsin mahdollisuudet työhön osallistumisasteen nostamiseen lienee nyt ammennettu tyhjiin, sillä Ruotsi on yksi korkeimpien työllisyysasteiden maista OECD-maiden joukossa. Väestörakenne ei myöskään ole enää niin suotuisa Ruotsin potentiaaliselle kasvuille kuin edellisen vuosikymmenen aikana. Arvioimme Ruotsin potentiaalisen kasvuvauhdin olevan tällä hetkellä 1,5–1,7 prosenttia, eli yli prosenttiyksikön hitaampaa kuin edellisellä vuosikymmenellä.

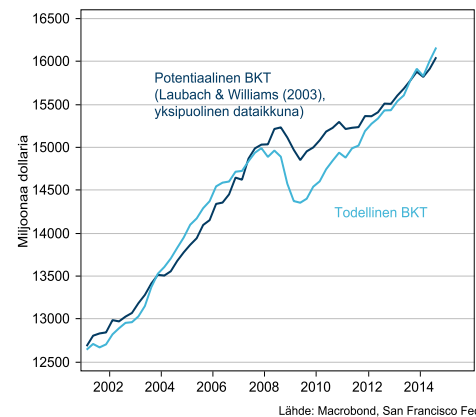
Potentiaalisen kasvun hidastuminen indikoi, että työttömyyskuilut ovat umpeutumassa monessa maassa aikaisempaa nopeammin, vaikka BKT:n kasvu onkin verkkasta. Talouskasvun odotetaan olevan potentiaalia nopeampaa Isossa-Britanniassa, Yhdysvalloissa ja Ruotsissa, ja nykyisellään tuotantokuilun (eli toteutuneen tuotannon ja potentiaalisen tuotannon erotus) arvioidaan olevan -0,6 prosenttia Isossa-Britanniassa (eli talous olisi ylikuumenunut), nolla prosenttia Yhdysvalloissa ja + 0,2 prosenttia Ruotsissa (ts. hienoinen resurssien vajaakäyttö). Estimaatit viittaavat näiden kolmen talouden osalta selvään ylikuumenemiseen tulevaisuudessa, mikä yleensä onkin edeltänyt talouden laskusuhdannetta. Toisin sanoen noususuhdanne etenee ja merkit seuraavasta laskusuhdanteesta ovat jo tulossa näkyviksi.

Reaalinen tasapainokorko muuttuu ajan myötä potentiaalisen kasvun vauhdessa

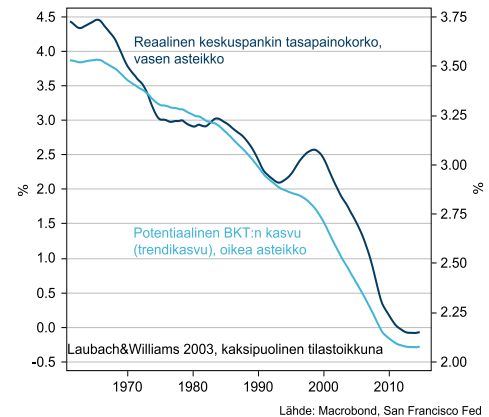
Ruotsalainen ekonomisti Knut Wicksell analysoi ensimmäisten joukossa talouden tasapainon ja rahapolitiikan yhteyttä. Wicksellin tasapainokorko vaihteli ajan myötä heijastellen talouden tilaa. Jos keskuspankki asetti ohjauskorkonsa tasapainokorkoa matalammaksi, keskuspankki vahvisti tässä tapauksessa talouden aktiviteettia ja vice versa. Viimeisimpiä yri-

tyksiä estimoida tasapainokorkoa Yhdysvaltojen taloudelle on Laubach & Williamsin tutkimus vuodelta 2003. Sittenkin San Franciscon alueellisen keskuspankin tutkijat ovat päivittäneet tämän tutkimuksen uusilla tilastoilla.

USA:n todellinen ja potentiaalinen BKT



USA:n tasapainokorko vs. trendikasvu



Reaalisen tasapainokoron ja Yhdysvaltojen BKT:n potentiaalisen kasvun välillä vahva yhteys

Nämä tutkimukset löytävät vahvan yhteyden reaalisen tasapainokoron ja Yhdysvaltojen talouden potentiaalisen kasvun välille. Talouden potentiaalinen kasvuvauhti vaikuttaa keskuspankin rahapolitiikan tasapainokorkoon. Tasapainokorko määritellään koroksi, joka pitää työttömyyden luonnollisen työttömyyden tasolla ja inflaation tavoitteessaan olettaen, ettei talouteen kohdistua ulkopuolisia häiriöitä. Tutkimuksen mukaan USA:n trendikasvu putosi noin 2 prosenttiin vuonna 2014 ja keskuspankin reaalinen tasapaino korko laski nollaan. Lisäksi tutkimuksen mukaan Yhdysvaltojen tuotantokuilu sulkeutui vuoden 2014 puolivälissä. Näin ollen Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikan ohjauskorko, Fed Funds-korko, on 1–1,5 prosenttiyksikköä matalampi kuin mikä olisi tasapainotaso, eli rahapolitiikan viritys nykyisellään on erittäin elvyttävä taloudelle, jossa resurssit ovat täyskäytössä.

Taylorin sääntöön perustuva estimointi kertoo reaalisesti tasapainokoroksi nolla prosenttia

Olemme lähestyneet tasapainokoron estimointia käyttämällä Taylorin sääntöä, mutta vastoin yleistä oletusta vakioisesta tasapainokorosta, olemme antaneet sen muuttua ajan myötä. Empiiriset tutkimustulokset ovat yhtäpitäviä päivitetyn Laubachin ja Williamsin tutkimuksen kanssa. Dramaattinen pudotus Yhdysvaltojen talouden potentiaalisessa kasvuvahdissa on tuonut Fedin reaalisen rahapolitiikan tasapainokoron lähelle nollaa. Handelsbankenin estimattien mukaan USA:n ohjauskorko on noin 1,2–1,5 prosenttiyksikköä liian matala.

Yhdysvalloissa on korkea aika siirtyä politiikkasääntöön perustuvaan rahapolitiikan ohjeistukseen

Yellen puhuu Taylorin sääntöön käytön puolesta

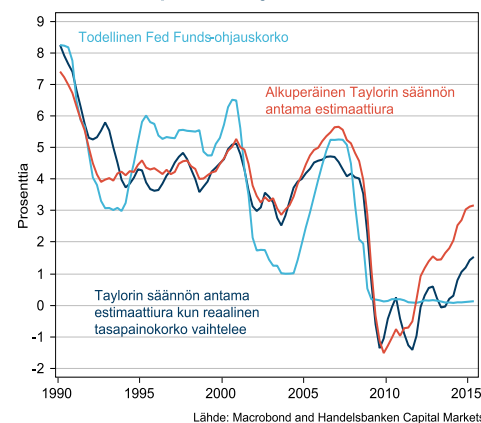
Puheessaan 27.3.2015 Yhdysvaltojen keskuspankin pääjohtaja Janet Yellen puhui sellaisen modifioitun Taylorin sääntöön käytön puolesta, jossa keskuspankin reaalinen tasapainokorko voi vaihdella ajan myötä ottaen huomioon potentiaalisen kasvun muutokset¹. Tällä hetkellä Janet Yellen arvioi reaalisen tasapainokoron olevan lähellä nollaa. Lisäksi hän uskoo, että talouskasvua finanssikriisin jälkeen sitkeästi hidastaneet voimat ovat väistymässä, mikä avaa tien ensimmäiselle nimellisen ohjauskoron nostolle. Vahvistunut Yhdysvaltain dollari on painanut USA:n nettovientiä aina edellisvuoden puolivälistä lähtien, mutta tämä nähdään vain väliaikaisena negatiivisena vaikutuksena, jonka kompensoi osittain öljyn hinnan laskun positiivinen vaikutus kotitalouksien kulutukselle. Vähemmän selvää on kuitenkin, mitä nuo talouskasvua hidastaneet voimat tarkalleen tarkoittavat rahapolitiikalle.

¹ Taylorin sääntö: $r_t = r_t^* + \pi_t^e + 0.5(\pi_t^e - 2) - (u_t - u^*)$, missä r_t tarkoittaa Fedin ohjaskorkoa, r_t^* on havaitsematon reaalinen tasapainokorko, π_t^e on odotettu inflaatio, u_t on työttömyysaste, ja u^* on havaitsematon tasapainotyöttömyysaste. Alkuperäisessä Taylorin säännössä reaalinen tasapainokorko r_t^* pidettiin vakiona ja se sai arvon 2.

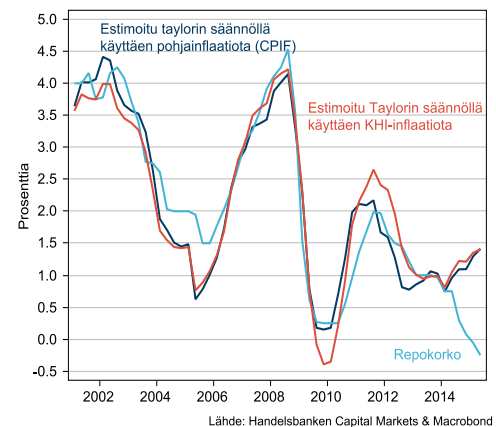
Politiikkasääntö helpottaa taloustilastoista riippuvaisten korkopäätösten ennakoinnissa

Yhdysvaltain keskuspankin koroista päättävä avomarkkinakomitea (FOMC) odottaa ohjauskoron nousevan tulevaisuudessa asteittain. Yellen on usein todennut, ettei Fed ensimmäisen koronnoston jälkeen aio asettaa itselleen ennalta määrättyä koronnostouraa, esimerkiksi sellaista, jossa jokaisessa korkokokouksessa korkoa nostettaisiin ennalta määrättyllä vakiolisella määrällä tai muunlaisella ennalta päätetyllä ohjelmalla. Yellen on korostanut koronnostojen määräytyvän talouden tilanteen ja siitä kertovien tilastojen perusteella. ”Rahapolitiikan kiristyminen voi vauhdittua, hidastua tai vaihtaa suuntaa riippuen reaali talouden kehityksestä ja inflaatiosta.” Tämä on Yelleniltä aika epämääräinen tulevan rahapolitiikan ohjeistus. Mielestämme olisikin korkea aika Fedin siirtyä politiikkasääntöön perustuvaan rahapolitiikan ohjeistukseen. Kotitaloudet, yritykset, ja sijoittajat tarvitsevat avomarkkinakomitealta perusteellisempaa ohjausta ennakoitakseen tulevia tilastoihin perustuvia korkopäätöksiä. Kunnollinen ohjeistus kasvattaa myös rahapolitiikan tehoa.

USA:n keskuspankin ohjauskorko



Ruotsin keskuspankin ohjauskorko (repo)



Riksbankenin fokus oli pitkään liikaa työttömyyskuilussa ja liian vähän inflaatiossa...

Sitkeän hidas inflaatio selittää Ruotsin rahapolitiikan regiimimuutoksen

Ruotsin keskuspankin omaksuttua inflaatiotavoitteen rahapolitiikan ohjenuoraksi pari vuosikymmentä sitten Riksbankenin fokus pysyi puhtaasti inflaatiossa. Vuonna 2001 keskuspankista tuli kuitenkin selvästi enemmän eteenpäin katsova ja inflaation rinnalle nousi työmarkkinoiden tilaa kuvaava työttömyyskuilu (eli todellisen työttömyyden ja talouden tasapainotyöttömyyden erotus). Näin jälkeen päin katsottuna näyttää siltä, että Riksbanken keskittyi liikaa työttömyyskuiluun eikä välittänyt riittävästi siitä, että inflaatio karkasi tavoitteestaan. Ennen kaikkea keskuspankki aliarvioi liian pitkään valuuttakurssin dramaattisen muutoksen vaikutukset inflaatioon.

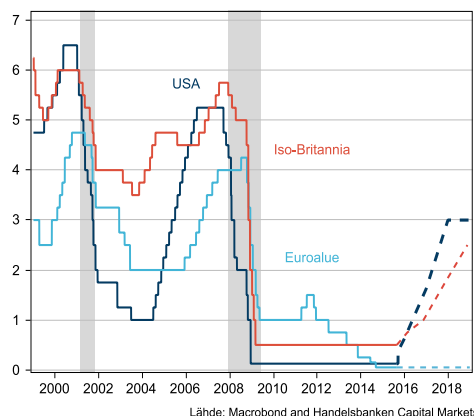
...siksi Ruotsin rahapolitiikka ristiriidassa inflaatiotavoitteen kanssa

Tämän seurauksena Ruotsin inflaatio on pysynyt viime vuosina tavoitettaan hitaampana, mikä heikentää 2 prosentin inflaatiotavoitteen uskottavuutta. Taylorin sääntöön perustuvat estimaattimme oikeaksi korkotasoksi Ruotsille vuosina 2001–2015 indikoivat selvästi, miten keskuspankin preferenssit ovat jakautuneet inflaation ja työttömyyden osalta. Huomiota herättävintä tutkimuksessamme on, että yhden prosenttiyksikön nousu/lasku inflaatiossa on nostanut Ruotsin repokorkoa 0,6 prosenttiyksiköllä, kun alkuperäiseen Taylorin sääntöön perustuvan estimointimme mukaan vastineen olisi pitänyt olla 1,5 prosenttiyksikköä². Todellinen keskuspankin politiikkareaktio on siis aivan liian heikko toteuttamaan 2 prosentin inflaatiotavoitteen. Ehkäpä keskuspankin reaktiofunktiossa olisi pitänyt olla mukana valuuttakurssi, joka on pienelle avoimelle taloudelle erittäin tärkeä inflaatioon vaikuttava tekijä tuontihinnojen, palkkadyynamiikan ja yritysvoittojen kautta.

² Huomioitavaa on, että repo-koron nosto/lasku vähemmällä kuin prosenttiyksiköllä on erittäin heikko politiikkareaktio keskuspankilta. Se saattaa olla jopa riittämätön inflaatiotavoitteen mukaisen hintojen nousun ylläpitämiseksi, jos työttömyyskuilun vaikutus inflaatioon ei ole erittäin voimakas, mikä empirian mukaan pitää paikkansa. Lisäksi estimoinnin otoksen lyhentäminen vuosista 2001–15 vuosiin 2001–12 muuttaa tulosta niin, ettei työttömyyskuilun merkitys ole edes tilastollisesti merkittävä.

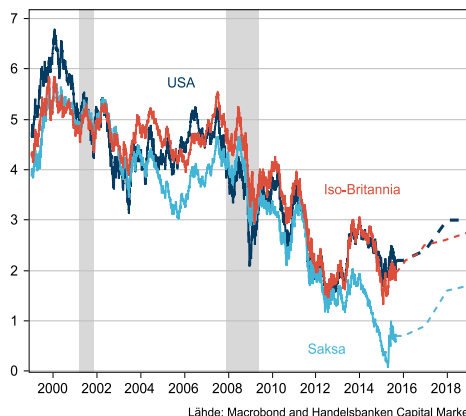
Vuoden 2013 lopussa Riksbanken muutti politiikkaansa	Lopulta vuoden 2013 lopussa Riksbankenin johtokunta myönsi epäjohdonmukaisuutensa ja otti ohjenuorakseen lähes yksinomaan tämän hetkisen inflaation. Muutama kuukausi myöhemmin keskuspankki sitoutui eksplisiittisesti myös valuuttakurssitavoitteeseen. Tämän myötä luovuttiin täysin aikaisemmasta politiikkaregiimistä, johon yhtenä osana kuului myös rahoitusmarkkinoiden vakaus.
Nykyinen turbulentti periodi on siirtymävaihe	Viimeisten 22 kuukauden aikana rahapolitiikka on Ruotsissa ollut paremminkin taaksepäin kuin eteenpäin katsovaa ja määräytynyt todellisen tämän hetken inflaation perusteella. Uskomme kuitenkin, että Riksbankennista tulee politiikassaan enemmän eteenpäin katsova, kun se voi jälleen luottaa inflaation palaavan 2 prosentin tavoitetasolle ja kun se voi jälleen luottavammin ennustaa inflaatiota. On myös todennäköistä, että keskuspankki haluaa jälleen vakiinnuttaa sääntöihin perustuvan rahapolitiikan kehyksen, esimerkiksi uskottavaan Taylorin sääntöön perustuvan, joka tehokkaasti saattaa voimaan 2 prosentin inflaatiotavoitteen. Toisin sanoen nykyinen turbulentti periodi on siirtymävaihe edellisestä politiikkaregiimistä, joka ei ollut yhtäpitävä 2 prosentin inflaatiotavoitteen kanssa, uuteen politiikkasääntöön, joka toivon mukaan on ristiriidaton keskuspankin tavoitteen kanssa.
Fed aloittanee koronnostot ennakoitua nopeammalla aikataululla	Matalampi tasapaino politiikkakorolle on suuri asia obligaatiokoroille Korkopolitiikka on muuttunut dramaattisesti, kun talouskasvun trendivauhti on hidastunut. Tämä on tapahtunut huolimatta siitä, ovatko keskuspankit päättäneet muokata toimintatapojaan. Ensinnäkin, vaikka Yhdysvalloissa potentiaalinen kasvuvauhti on jyrkästi hidastunut ja talous on elpynyt hitaasti, on talouskasvu silti ollut riittävää edesauttamaan työttömyyden nopeaa laskua. Tämän seurauksena keskuspankki Fed aloittanee koronnostot todennäköisesti nopeammalla aikataululla, kuin vielä muutamia vuosia sitten pidettiin mahdollisena.
Fedin tuleva korkuhiippu on matala...	Lisäksi ohjauskoron tasapainotaso on nyt selvästi aiempaa matalampi, joten talouden ylikuumenemisen estämiseksi korkoa ei tarvitse nostaa yhtä korkealle, kuin aiemmissa talouden sykleissä. Arvioimme, että Fedin ohjauskorko saavuttaa huippunsa 3 prosentissa. Tämä on 2,25 prosenttiyksikköä edellistä syklin huippua matalammalla tasolla, 3,5 prosenttiyksikköä matalampi, kuin 90-luvun huipussa, ja 6,75 prosenttiyksikköä matalampi, kuin 80-luvun lopulla. Tällä on vaikutuksia obligaatiotuottoihin. Jos lyhyet korot ovat suhdannesyklissä keskimäärin 2-3 prosenttiyksikköä matalammat, ovat myös pitkiin korkoihin sisältyvät odotukset lyhyistä koroista matalammat. On edelleen järkeenkäypää, että pitkät korot pysyttelevät hieman korkeammalla tasolla, kuin odotetut tulevaisuuden lyhyet korot, koska tulevaisuuteen sisältyy aina epävarmuutta. Tämä korvaus epävarmuuden aiheuttamasta riskistä on niin kutsuttu korkojen aikapreemio.
...siksi 10 vuoden valtiolainan korkokin jää matalammaksi	Viime vuosina pitkien korkojen aikapreemio on ollut Yhdysvalloissa poikkeuksellisen matala useista syistä (ks. makrokommenttimme joulukuulta 2014). Määräelvytysohjelmissaan Fed teki massiivisia velkakirjaostoja, jotka painoivat aikapreemion negatiiviseksi. Vielä elvytysohjelmien jälkeenkin Yhdysvalloissa korkojen aikapreemio on pysytellyt historiallisen matalana. Joissain määrin tämä on seurausta Japanin ja euroalueen keskuspankkien määräelvytyksestä. Me odotamme vallitsevan tilanteen muuttuvan vain maltillisesti ennusteperiodimme aikana ja ennustamme sen vuoksi 10 vuoden valtiolainan koron saavuttavan huippunsa noin 3 prosentissa. Edellisessä syklissä vastaava huippu oli 5 prosenttia ja 90-luvulla korot heiluilivat korkeimmillaan 7-8 prosentissa.

Keskuspankkien ohjauskorot, prosenttia



Lähde: Macrobond and Handelsbanken Capital Markets

10 vuoden valtionlainan korko, prosenttia



Lähde: Macrobond and Handelsbanken Capital Markets

Ruotsissa pitkät markkinakorot päätyvät Saksaa hieman korkeammalle, mutta jäävän Yhdysvaltojen tasosta

Euroalueella koronnostoja voidaan odottaa huomattavasti Yhdysvaltoja pidempään. Talous vaatii yhä keskuspankkivetoista tukea, koska elpyminen on ollut vaatimatonta. Lyhyen matriteetin obligaatiokorot pysyvät euroalueella alhaalla, vaikka Yhdysvalloissa korot nousevatkin. EKP:n elvytysohjelma vaimentaa myös pitkien korkojen nousua. Samaan aikaan Ruotsissa työmarkkinat alkavat jo kiristyä. OECD:n mukaan Ruotsin työttömyysaste on jo luonnollisen tason alapuolella, kuten Yhdysvalloissa. Tällä tuskin on kuitenkaan vaikutusta Ruotsin keskuspankin rahapolitiikkaan, ennen kuin inflaatio kiihtyy tavoitetasoon ja eteenpäin katsova politiikka vaikuttaa jälleen käyttökelpoiselta. Riksbankenin koronnosto-odotukset vahvistuvat asteittain, mutta koska tällä on vaikutusta myös valuuttaan, nostetaan korkotaso luultavasti hitaalla tahdilla. Me odotamme pitkien korkojen nousevan Ruotsissa hieman korkeammalle kuin Saksassa, mutta jäävän silti selvästi Yhdysvaltojen tasosta.

Jan Häggström, +46 8 701 1097, jaha05@handelsbanken.se
 Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu16@handelsbanken.se

Suomi

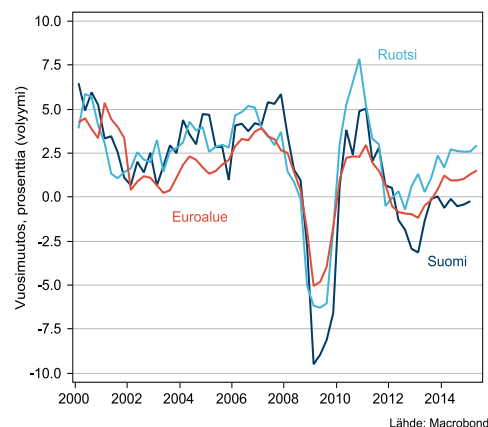
Viheliäinen kierre

Suomen talous ei ole vielä saanut kiinni kunnollisesta elpymisestä ja tästä vuodesta näyttää tulevan jo neljäs perättäinen vuosi, jolloin BKT supistuu. Kansantalous on viheliäisessä kierteessä, jossa huono kustannuskilpailukyky ja yritysten kannattavuusongelmat uhkaavat muuttua krooniseksi heikon tuottavuuden ja kasvupotentiaalin tilaksi.

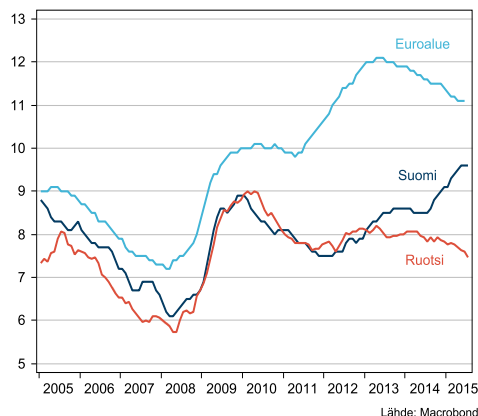
Viennissä ja teollisuustuotannossa ei ole nähty merkittävää elpymistä ja tämä painaa kotimarkkinaa

Vaikka öljyn hinnan lasku ja heikentynyt euro ovat nostaneet euroalueen jälleen maltilliseen kasvuun, ovat Suomen talouden näkymät pysyneet vaisuna. Toistaiseksi merkittävää elpymistä ei ole nähty niin tavaraviennissä kuin teollisuustuotannossakaan, ja teollisuuden alakulo heikentää nyt myös kotimarkkinaa. Uusi hallitus ei ole onnistunut kasvattamaan kotitalouksien ja yritysten luottamusta, ja aikaisemman hallituksen julkisen talouden tasapainotustoimet yhdistettynä nykyisen hallituksen sopeutukseen painavat kotimaista kysyntää ja työmarkkinoita.

BKT:n kasvu



Työttömyysaste, prosenttia työvoimasta



Odotettua heikkomman alkuvuoden takia leikkaamme vuosien 2015–17 BKT-ennusteita

Heikko ulkoinen kysyntä ja Suomen talouden stagnaatio viittaavat vakaviin rakenteellisiin kasvun hidasteisiin ja kustannusongelmiin. Näiden ratkaisemattomien rakenteellisten ongelmien vuoksi emme ennusta Suomelle kovin vahvaa elpymistä varsinkaan, kun maailmantaloudesta ei ole odotettavissa ratkaisevasti enempää vetoapua Suomelle. Odotettua heikkomman alkuvuoden talouskasvun takia leikkaamme bruttokansantuotteen kasvuennusteita vuosille 2015–17.

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle

Prosenttimuutos, suluissa joulukuun ennuste	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	-0.3	0.5	0.5 (0.7)	0.7 (1.1)	1.2 (1.4)
Julkisen kulutus	0.8	-0.2	0.5 (0.2)	0.2 (0.2)	0.5 (0.3)
Investoinnit	-5.2	-3.3	-0.6 (-0.6)	3.7 (3.5)	4.2 (3.8)
Vienti	1.1	-0.7	0.0 (3.0)	2.5 (4.3)	2.8 (3.9)
Tuonti	0.0	0.0	-0.2 (1.8)	3.0 (3.5)	3.5 (4.6)
BKT	-1.1	-0.4	-0.2 (0.5)	1.0 (1.5)	1.2 (1.6)
Ansiotasoindeksi	2.1	1.4	1.1	1.0	1.3
Kuluttajahintaindeksi	1.5	1.0	-0.3	0.8	1.2
Työttömyysaste*	8.2	8.7	9.5	9.6	9.2
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä**	-2.5	-3.2	-3.3	-2.8	-2.5

* prosenttia työvoimasta

** prosenttia BKT:stä

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Euroalueen aneeminen kasvu iskee Suomeen

Heikko euroalueen investointikysyntä ja kehittyvien talouksien kasvun hidastuminen ovat erityisen haitallisia Suomelle

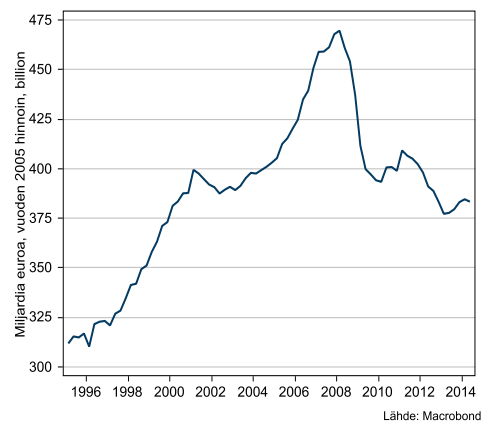
Teollisuuden arvonnäkökulma on laskenut...

Vienti ja yrityssektorin kannattavuus viittaavat viheliäiseen kierteseen

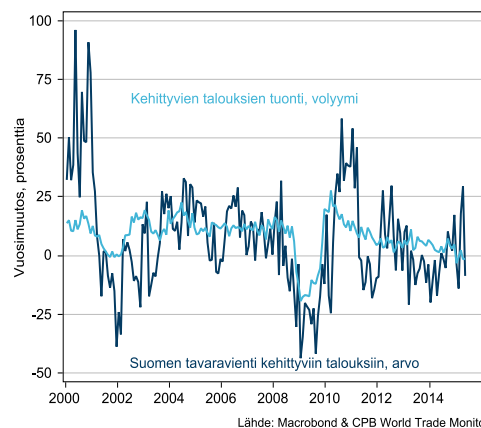
Maailmantalouden kasvu on viime vuosina pysytellyt kohtalaisen tylsässä mutta vakaassa 3,5 prosentin vauhdissa, mutta euroalueen kasvu on sitä vastoin ollut merkittävästi globaalia kasvua heikompaa. Euroalueen aneeminen kasvu on erityisen vaikea asia Suomelle, jonka viennistä noin 40 prosenttia suuntautuu alueelle. Suomen vienti ei myöskään ole saanut nostetta heikentyneestä yhteisvaluutasta, kun myös tärkeimpien kauppakumppaneiden, Ruotsin ja Venäjän, valuutat ovat heikentyneet tuntuvasti. Tämän lisäksi Venäjälle asetetut talouspakotteet ovat iskeneet rajusti Suomen Venäjän vientiin.

Euroalueella yritysten kannattavuusongelmat ovat vähentäneet investointeja. Tämä on erityisen ongelmallista Suomelle, sillä suomalaisessa viennissä investointihyödykkeet ovat edelleen keskeisessä asemassa. Suomalaisilla investointitavaroiden viejillä on nyt edessään myös uusi uhka - Kiinan ja kehittyvien markkinoiden talouskasvun hidastuminen. Tämä hidastuminen on ollut myös vahvasti investointivetoista, ja ikävää Suomen kanalta onkin, että kehittyvien talouksien kasvun hidastuminen näyttää pitkäaikaiselta ongelmalta, jonka taustalla on keskeisten maiden kasvupotentiaalin heikentyminen.

EMU: kiinteät investoinnit

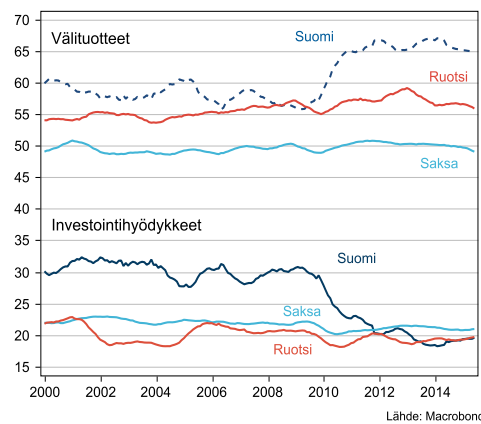


Suomen vienti kehittyviin talouksiin

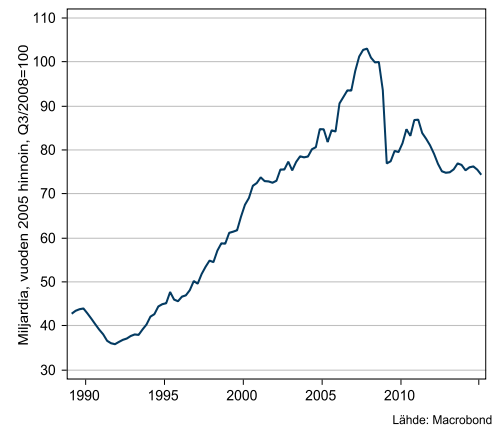


Huolestuttava rakenteellinen muutos suomalaisessa teollisuudessa on teollisuuden arvonnäkökulman rapautuminen finanssikriisin jälkeen. Viennissämme väli tuotteiden osuus tavaraviennistä on kasvanut noin 10 prosenttiyksiköllä ja investointihyödykkeiden osuus vastaavasti pudonnut saman verran. Osittain kysymys on Nokian suomalaisen matkapuhelinvalmistuksen alasajosta ja useiden paperikoneiden sulkemisista, muttei vain ja ainoastaan näistä. Päästäkseen lähemmäs markkinoita ja saadakseen kustannushyötyä matalammista tuotantokustannuksista suuret pääomahyödykkeiden valmistajat ovat siirtäneet tuotantoaan ulkomaisiin yksiköihinsä. Pienille ja keski suurilla yrityksillä ei ole samanlaisia mahdollisuuksia saada kustannushyötyä ja ylläpitää kannattavuuttaan ulkoistamisen kautta, ja siten olemmekin nähneet dramaattisen pudotuksen kannattavuudessa muissa kuin finanssisektorin yrityksissä.

Vientiosuudet, %:a koko tavaraviennistä



Suomi: arvonlisä teollisuudessa



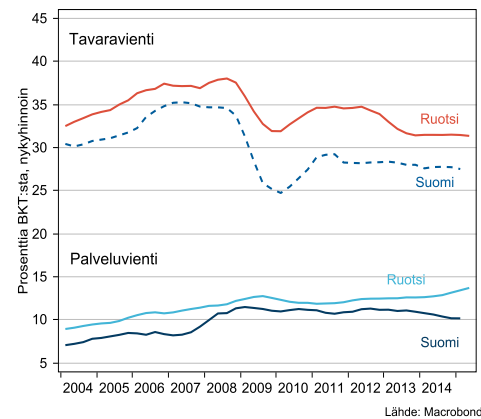
...kun monikansallisten suuryritysten investointitavaroiden tuotantoa on siirtynyt pois Suomesta

Ruotsalaiset vientiyritykset ovat uudistuneet suomalaisia paremmin

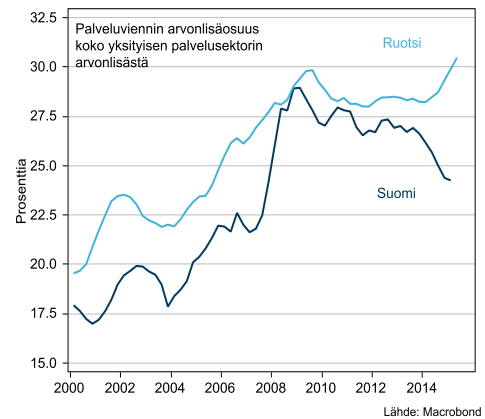
Suomessa vienti on hyvin keskittynyt. Kymmenen suurinta yritystä vastaa Suomessa kolmanneksesta tavaraviennistä ja 100 suurimman osuus on peräti 70 prosenttia. Vuosien 2002–13 aikana suurissa yrityksissä kotimainen työllisyys on laskenut keskimäärin 1,5 prosenttia vuodessa ja nyt nämä yritykset työllistävät ulkomailla suurin piirtein saman verran kuin kotimaassa. Suomesta lähtenyt tuotanto tuskin palaa kotimaahan, ja siksi Suomi tarvitsee kipeästi uusia vientiyrityksiä ja uusia vientihyödykkeitä ja – palveluita.

Ruotsalaiset vientiyritykset ovat onnistuneet luomaan nahkansa suomalaisia paremmin sillä ne ovat kyenneet kasvattamaan korkean arvonlisän palveluvientiään ulkomaisille tytäryhtiöilleen ja loppuasiakkailleen. Tätä ei ole Suomessa tapahtunut samassa määrin. Palveluvienti on Suomessa vain 10 prosenttia bruttokansantuotteesta ja vähemmän kuin neljäsosa yksityisen palvelusektorin arvonlisästä. Huomioitavaa on myös se, että palveluviennin merkitys on vuoden 2008 jälkeen pienentynyt, kun Ruotsissa palveluviennin merkitys on selvässä kasvussa sekä osuuden että volyymikasvun osalta. Tämä osoittaa mielestämme sen, että yritysrakenteen uudistumisessa Suomi laahaa Ruotsin perässä.

Tavara- ja palveluvienti: Suomi vs. Ruotsi



Palvelusektorin arvonlisän vientipaino

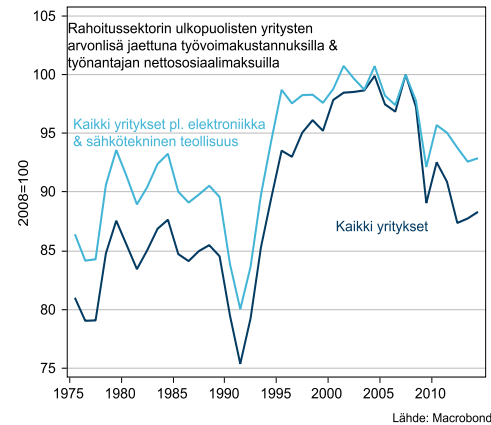


Suomen osittain vanhentuneen tuotannollisen tarjonnan ja heikon kustannuskilpailukyvn takia taloudessa on runsaasti resursseja käyttämättä

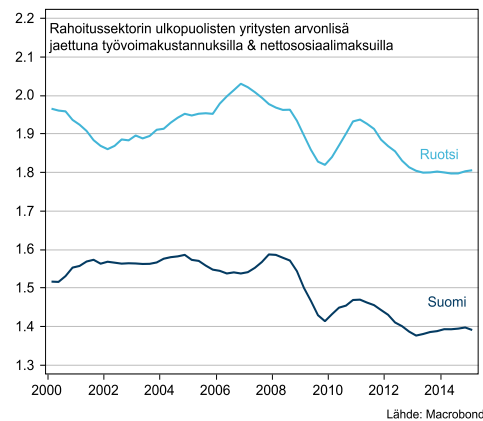
Menestys palveluviennissä on osoitus todellisesta reaalista kilpailukyvyistä. Maassa, jossa valmistetaan pääasiassa hyödykkeitä, joiden arvonlisä on pieni (varmistus keskittynyt toisiin sanoen välituotteisiin), kustannuskilpailukyky on ratkaisevan tärkeässä asemassa, sillä tällaisilla yrityksillä ei useinkaan ole liemmin hinnoitteluvoimaa. Näin on erityisesti silloin, kun maailmantaloudessa kysyntä on aneemisessa tilassa. Suomen tuotannollinen tarjonta on osittain vanhentunutta nykyiseen globaaliin kysyntärakenteeseen nähden ja kustannuskilpailukyky on huono. Tästä seurauksena on ollut yrityssektorin kannattavuuden heikentyminen ja investointien supistuminen. Taloudessamme on runsaasti resursseja käyttämättä ja työllisyyden laskun, paikalleen jämähtäneiden tulojen ja julkisen talouden jatkuvan sopeutuksen takia kotimainen kysyntä pysyy vaimeana lähes koko ennusteperiodin ajan. Kilpailun lisääntyminen kulutushyödykkeissä (mukaan lukien ruoka) vähittäiskaupassa pitää kuluttajihin-

tainflaation vaatimattomana. Raaka-aineiden globaali hintojen lasku vähentää entisestään talouden inflaatiopaineita.

Yritysten kannattavuus Suomessa



Yritysten kannattavuus Suomi vs. Ruotsi



Riittämätön kustannuskilpailukyky ja kannattavuus iskevät investointeihin

Suomi on viheliäisessä kierteessä, sillä riittämätön kustannuskilpailukyky ja heikentynyt yrityssektorin kannattavuus iskevät investointeihin ja uhkaavat muuttaa laskusuhdanteen krooniseksi heikon tuottavuuden ja kasvupotentiaalin tilaksi. Ilman yritysten kannattavuuden korjaantumista on vaikea uskoa talouden tuotannollisen rakenteen uudistumiseen ja tuottavuuden parantumiseen.

Hallituksen ykköstavoite on kilpailukyvyn palauttaminen

Uuden hallituksen ykköstavoite on kilpailukyvyn palauttaminen – tehtävä on vaikea

Suomen uusi hallitus on asettanut kunnianhimoiseksi tavoitteekseen kilpailukyvyn palauttamisen ja Suomen kasvu-uralla viemisen. Tarkoitus on saada laskettua työn yksikkökustannuksia 5 prosentilla vuoteen 2019 mennessä. Jos tähän tavoitteeseen päästään vuonna 2017, hallitus on luvannut pidättäytyä budjetin 1,5 miljardin euron lisäleikkauksista ja lisäksi hallitus on luvannut keventää työtuloerotusta miljardilla. Pöydällä on ollut ehdotus siitä, että työaikaa lisättäisiin ilman palkkakompensaatiota. Ensi vuoden budjetti on enemmän tai vähemmän neutraali, sillä valtiontalouden alijäämän ennakoidaan kasvavan edellisvuodesta 100 miljoonalla eurolla. Budjetti leikkaa menoja 900 miljoonalla eurolla (0,4 prosenttia vuoden 2014 BKT:sta), mutta samalla työtulojen verotusta kevennetään yhteensä 450 miljoonan euron työtulovähennyksellä, joka kohdistuu pieni- ja keskituloisille. Hallitukselle ja koko Suomen taloudelle työmarkkinoiden uudistaminen on ensiarvoisen tärkeää.

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tiina.helenius@handelsbanken.fi

Valuutat

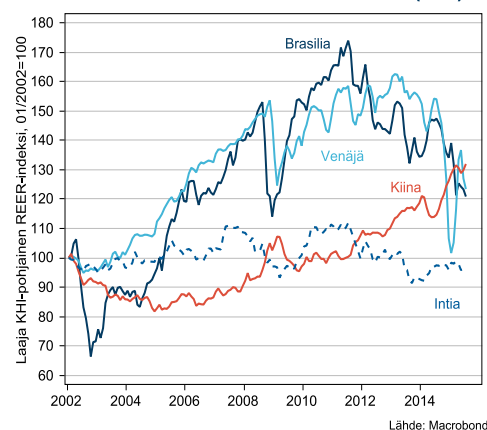
Kasvutalouksien valuutat sotkevat Draghin suunnitelmat

Raaka-ainehintoihin ja kasvutalouksien valuuttoihin edelleen kohdistuva laskupaine on saanut aikaan suunnanmuutoksen euron kauppapainotetussa kurssissa. Viime vuoden heikentymistrendi on kääntynyt, ja kesän aikana euro on vahvistunut. US-dollarin kauppapainotettu kurssi on jatkanut vahvistumistaan, mikä saattaa hidastaa keskuspankki Fedin koronnostojen tahtia. Suunnanmuutoksen tuloksena euro on heikentynyt suhteessa dollariin, ja euron kauppapainotettuun valuuttakurssiin kohdistuva paine on kasvanut. Kehitys ei tue euroalueen elpymistä ja paluuta EKP:n ennustamaan kahden prosentin inflaatioon. Odotettavissa on nyt euron heikentämiseen johtavia lausuntoja ja toimia.

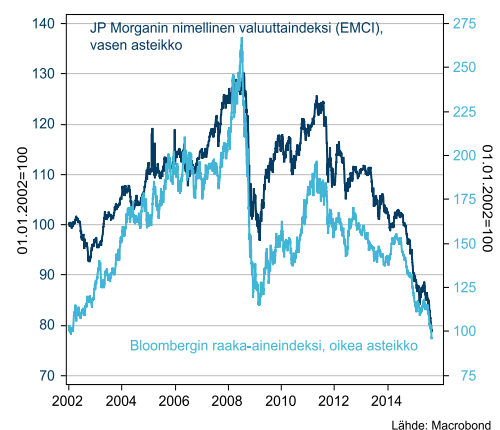
Useat voimat heikentävät EM-valuuttoja dollaria vastaan

Kasvutalouksien valuuttoihin kohdistuva paine heikentää niitä suhteessa dollariin. Vaikuttavia tekijöitä on useita. Raaka-ainehintojen armodon alamäki on vaikuttanut kielteisesti kasvutalouksien valuuttoihin. Osassa piinaa lisäävät romahtanut luottamus poliittiseen järjestelmään tai geopolittiset kriisit, jotka johtavat yleiseen epävarmuuteen maan taloudellisista ja rahoituksellisista edellytyksistä. Monessa tapauksessa kielteistä kehitystä vauhdittaa samanaikaisesti useampi voima, kuten Brasiliassa ja Venäjällä. Kiinan valuuttakurssipolitiikan muutos on viime viikkoina nopeuttanut entisestään kasvutalouksien valuuttojen heikentymistä.

Reaalin efektiivinen valuuttaindeksi (BIS)



EM-valuutat & raaka-ainehinnat



Valuuttasota jatkuu

Syyskuussa 2010 Brasilian valtiovarainministeri Guido Mantega totesi maailman olevan "keskellä kansainvälistä valuuttasotaa." Vaikka nykytilanne on monen tekijän summa, viime aikojen kehitys nähdään usein jatkumona "valuuttasodalle", jota on käyty jo ainakin viiden vuoden ajan. Valuutan heikkenemistä toivotaan usein silloin, kun maa haluaa suojata kotimaisen valuutan määräisiä tulojaan globaalien raaka-ainehintojen laskiessa, vahvistaa vientiyritysten markkinaosuuksia tai edistää inflaatiotavoitteen toteutumista. Jokainen näistä on pätevä syy harjoittaa valuutan heikkenemiseen johtavaa politiikkaa.

Ne, joilla kapasiteetti täyskäytössä kantavat sopeutujan vastuun

Tässä "sodassa" kaikki eivät voi olla voittajia, vaan aina joku joutuu sopeutujan asemaan. Osa lankeaa yleensä niille maille, jotka ovat jo saavuttaneet tai juuri saavuttamassa kapasiteetin täyskäytön. Valuutan vahvistuminen täydentäisi tällaisissa talouksissa rahapolitiikan kiristävää vaikutusta. On luonnollista, että USA:n dollarin ja Ison-Britannian punnan arvo nousevat, koska maiden keskuspankit ovat lähempänä koronnostoa kuin muut. EKP:n kohdalla nämä edellytykset eivät toteudu, sillä huomattava kapasiteettijäämä vaimentaa hinta- ja palkkainflaatiota.

Euro on ollut yksi häviäjistä

Euroalue on ollut yksi viisivuotisen valuuttasodan "häviäjistä" samaan aikaan kun heikko dollari ja nopeasti heikentynyt jeni ovat tehneet USA:sta ja Japanista "voittajia". Kauppapainoilla laskettu dollarikurssi on vahvistunut viime vuoden aikana noin 16 prosenttia, mutta vuoden 2002 taso on vielä 7 prosentin päässä. JPY-indeksi on pudonnut kolmen vuoden takaisesta huipputasostaan lähes 33 prosenttia ja on enää 7 prosentin päässä vuoden 2002 tasosta. Kauppa-

painotetun euron viimeaikainen reilun 8 prosentin vahvistuminen on hidastanut heikentymistä, ja 14 prosentin pudotus vuoden 2014 maaliskuusta on vaihtunut 7 prosenttiin, mikä tarkoittaa, että euro on noin 20 prosenttia vahvempi kuin vuoden 2002 alussa.

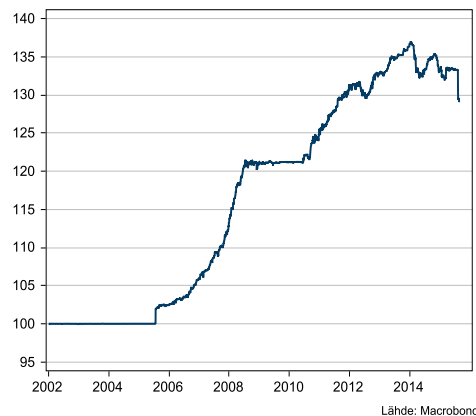
EKP viestii tyytymättömyyttään vahvaan euroon

Vahvistumisen sijaan toivoimme euron heikkenevän. Samaa lienee toivonut myös Euroopan keskuspankki. EKP halusi heikentää valuuttaa kertomalla markkinoille ensimmäinen koronoston olevan kaukana tulevaisuudessa ja käynnistämällä määräelvytyksen. Kesän globaali valuuttakehitys vaikuttaa sotkeneen Draghin suunnitelmat, mutta emme usko EKP:n heittävän hanskoja kehään. Sen sijaan odotamme sen alkavan viestiä tyytymättömyyttään vahvaan euroon. Ensimmäinen koronnosto siirtynee vieläkin kauemmas tulevaisuuteen, eikä määräelvytyksen jatkaminen tai lisääminen ole poissuljettua.

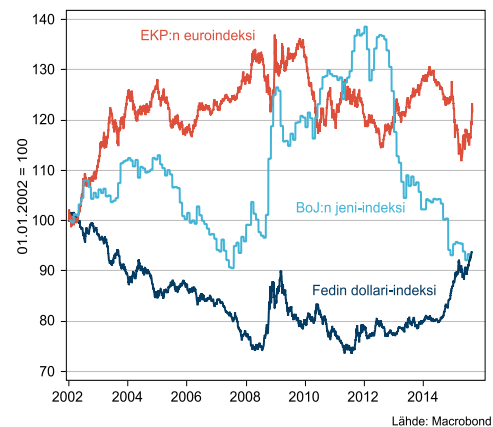
Lyhyiden korkojen kiulu syvenee USA:n ja euroalueen välillä, euro heikkenee

Vaikka vahvistuva dollari vaikuttaa maan vientiteollisuuteen ja yritysten voittoihin, näyttää siltä, että kotitalouksien kulutus, asuminen ja muut kotimaiset sektorit ovat vahvistuneet. Jälkimmäisellä on enemmän vaikutusta työmarkkina- ja inflaatiokehitykseen – ja myös keskuspankki Fedin suunnitelmiin. Vahva dollari estää Fediä nostamasta korkoa, mutta EKP:n kannalta tilanne on toisenlainen. Sitä mukaa kun kiulu lyhyiden korkojen välillä syvenee maiden välillä, euro heikkenee suhteessa dollariin.

CNY/USD, 01.01.2002 = 100



Kauppapainotetut nimelliset valuuttaindeksit



Ruotsi muistuttaa enemmän USA:ta ja Isoa-Britanniaa

Ruotsin kruunu ja keskuspankki ovat hetkellisesti valuuttasodan ”häviäjiä”

Ruotsin keskuspankki viesti heinäkuussa vahvasti, ettei se aio antaa kauppapainotetun kruunun laskea alle ennustetasojen. Siitä asti valuuttaindeksi on pysynyt melko kapean vaihteluvälän sisällä. Ruotsi poikkeaa kuitenkin vahvasti euroalueesta ja muistuttaa enemmän USA:ta ja Isoa-Britanniaa. Talous kasvaa reilusti potentiaalia nopeammin, ja täystyöllisyys on jo saavutettu. Inflaatio on silti edelleen liian matala pitääkseen keskuspankin tyytyväisenä. Suhteessa euroalueeseen inflaation kasvu on ollut nopeampaa. Kun inflaatio vielä kaksi vuotta sitten oli prosenttiyksikön euroaluetta matalampi, on se nyt reilut puoli prosenttiyksikköä korkeampi (pohjainflaatiolla mitattuna).

Riksbanken tuskin mukana valuuttasodassa enää kovin pitkään

Ruotsin on tuskin järkevää olla mukana valuuttasodassa enää kovin pitkään. Ohjauskorko on jo absurdin matala suhteessa nimelliseen BKT-kasvuun ja tämä uhkaa ruokkia liiallisesti luotonottoa. Vastaava tilanne on aiemmin tulkittu merkiksi siitä, että rahoitusmarkkinat ovat vaarassa joutua epätasapainoon. Siksi emme usko, että keskuspankki pitää kruunun heikkona liian pitkään. Keskuspankin ennusteista onkin jo luettavissa, että inflaatio voidaan pitää tavoite-tasolla tai sen yläpuolella päästämällä kruunu vahvistumaan asteittain lähivuosien aikana.

Ensimmäinen askel on päästää kauppapainotettu valuuttakurssi vahvistumaan

Kun Riksbankenin luottamus inflaatiotavoitteen saavuttamiseen vahvistuu riittävästi, se tuskin lähtee ensimmäisenä nostamaan ohjauskorkoa. Todennäköisempää on, että keskuspankki viheltää pelin käyntiin päästämällä kauppapainotetun valuuttakurssin vahvistumaan. Mikäli ennusteemme euron ja dollarin suhteesta osuu oikeaan, kruunu vahvistuu enemmän suhteessa euroon kuin suhteessa kauppapainotettuun koriin.

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

Keskeiset ennusteet

Suomen huoltotase, reaalin vuosimuutos, prosenttia

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Kulutus	0.0	0.3	0.5	0.5	10
Yksityinen kulutus	-0.3	0.5	0.5	0.7	12
Julkinen kulutus	0.8	-0.2	0.5	0.2	0.5
Investoinnit	-5.2	-3.3	-0.6	3.7	4.2
Vienti	11	-0.7	0.0	2.5	2.8
Tuonti	0.0	0.0	-0.2	3.0	3.5
BKT	-11	-0.4	-0.2	10	12

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle, prosentuaalinen vuosimuutos ellei toisin mainita

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Ansiotasoindeksi	2.1	14	11	10	13
Kuluttajahintaindeksi	15	10	-0.3	0.8	12
Työttömyysaste, %a työvoimasta	8.2	8.7	9.5	9.6	9.2
Teollisuustuotanto	-0.6	-0.3	-0.8	15	3.0
Vaihtotase, mrd EUR	-3.6	-3.8	-15	-0.5	0.2
Vaihtotase, %a BKT:sta	-18	-19	-0.7	-0.2	0.1
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, %a BKT:sta	-2.5	-3.2	-3.3	-2.8	-2.5
EM U-velka, %a BKT:sta	55.8	59.3	62.5	64.8	65.6

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Valuutta- ja korkoennusteet

	2.9.2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q4 2016	Q4 2017	Q4 2018
EKP refi-korko	0.05	0.05	0.05	0.05	0.25	0.25	0.05	0.25
Federal funds, USA*	0.125	0.375	0.625	0.875	1.125	1.625	3.00	3.00
Repo-korko rate, Ruotsi	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	0.00	0.75	1.25
10 vuoden obligaatio korko, Saksa	0.80	0.70	0.70	0.75	0.80	0.90	1.60	1.70
10 vuoden obligaatio korko, USA	2.17	2.20	2.20	2.25	2.30	2.40	3.00	3.00
10 vuoden obligaatio korko, Ruotsi	0.74	0.90	0.90	0.95	1.00	1.10	1.70	1.95
10 vuoden obligaatio korko, Suomi	0.97	0.90	0.90	0.95	1.00	1.15	1.90	2.00
korkoero Saksaan, korkopistettä	17	20	20	20	20	25	30	30
EURUSD	1.13	1.10	1.07	1.03	1.00	1.00	1.00	1.00
USDJPY	119.91	124.0	127.0	128.0	129.0	130.0	140.0	150.0
EURGBP	0.73	0.71	0.71	0.71	0.72	0.72	0.71	0.73
EURSEK	9.50	9.55	9.40	9.10	9.00	8.80	8.80	8.80
EURRUB	72.99	76.78	75.56	73.63	70.77	70.06	68.65	65.00

Ennusteet periodin lopulle, ellei toisin mainita

*Ennuste on periodin keskiarvo

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

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

	2014	2015E		2016E		2017E	
USA	2.4	2.3	2.3	2.7	2.6	2.4	2.5
Euroalue	0.9	1.3	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
Japani	-0.1	0.9	1.0	1.1	1.0	1.2	0.9
Iso-Britannia	3.0	2.5	2.5	2.2	2.3	2.1	2.1
Ruotsi	2.4	2.8	3.0	3.1	2.9	2.5	2.5
Tanska	1.1	1.1	1.4	0.9	1.0	0.8	1.0
Suomi	-0.4	-0.2	0.5	1.0	1.5	1.2	1.6
Norja	2.2	1.0	1.1	0.3	0.3	0.3	0.3
Tšekki	2.0	3.0	3.0	2.8	2.8	2.5	2.5
Unkari	3.6	2.8	2.8	2.5	2.5	2.3	2.3
Puola	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.3	3.3
Slovakia	2.4	2.9	2.9	3.4	3.4	2.9	2.9
Brasilia	0.1	-2.0	-1.0	-0.2	0.8	1.3	1.7
Venäjä	0.6	-3.5	-3.5	0.5	0.5	1.0	1.0
Intia	7.1	7.5	7.5	7.7	7.7	8.0	8.0
Kiina	7.4	7.0	6.9	6.5	6.5	6.3	6.3

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