

11. lokakuuta 2016

Talousennuste

Suomen elpyminen on huteralla pohjalla

Maailmantalous: Odotettavissa hidastuvaa talouskasvua

Euroalue: Avaako heikentyvä suhdanne oven kevyemmälle finanssipolitiikalle?

Suomi: Elpyminen huteralla pohjalla

Korot, valuutat ja öljyn hinta: Keskuspankit edelleen ruorissa



Sisältö

MAAILMANTALOUS	
Odotettavissa hidastuvaa talouskasvua	3
EUROALUE	
Avaako heikentyvä suhdanne oven kevyemmälle finanssipolitiikalle?	8
SUOMI	
Elpyminen huteralla pohjalla	11
KOROT, VALUUTAT JA ÖLJYN HINTA	
Keskuspankit edelleen ruorissa	14
Keskeiset ennusteet	17
Disclaimer	19

Yhteystiedot

Rasmus Gudum-Sessingø, +45 46791619, ragu02@handelsbanken.dk
Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tihe01@handelsbanken.se
Lars Henriksson, +46 8 463 4518, lahe06@handelsbanken.se
Petter Lundvik, +46 87013397, pelu16@handelsbanken.se
Claes Måhlén, +46 8 46 34535, clma02@handelsbanken.se
Janne Ronkanen, +358 10 444 2403, jaro06@handelsbanken.se
Martin Jansson, +46 8 701 23 43, nija03@handelsbanken.se

Maailmantalous

Odottavissa hidastuvaa talouskasvua

Odotamme talouskasvun hidastuvan lähivuosina useimmissa kehittyneissä maissa. Kasvua jarruttavat sekä vapaana olevien resurssien niukentuminen että syklisten tekijöiden vähemmän positiiviset vaikutukset. Näppinsä pelissä on myös rakenteellisilla tekijöillä, kuten työmarkkinoiden tuottavuuden ja työvoiman hidastuneella trendikasvulla. Ennustamme kehittyneisiin talouksiin vaatimatonta kasvua, vaihtelevaa inflaatiota ja matalaa korkotasoa. Heikomman lopputuloksen riski on korkea ja kasvanut. Euroopassa epävarmuus on pohjimmiltaan poliittista, kun taas USA:ssa sitä lietsoo edessä häämöttävä laskusuhdanne.

USA: Kasvu pysyy verkkaisena ja taantuman riski kasvaa

USA:ssa kotitalouksien kulutus pysyy tärkeimpänä bruttokansantuotetta kannattelevana voimana. Inflaationäkymät ovat mielestämme suotuisat, sillä inflaatio on vain asteittain palaamassa kahden prosentin tasolle (kuva 1), minkä takia Yhdysvaltain keskuspankin Fedin ei tarvitse tehdä rajuja tiukennuksia rahapolitiikkaansa.

Yritysten voittoihin kohdistuu paineita (kuva 2). Voittojen heikentyminen karsii jo nyt investointeja ja lisää yrityslainoihin liittyviä maksuhäiriöitä. Pankit ovat alkaneet kiristää luottoehtojaan, joskin yrityslainojen riskilisät ovat toistaiseksi pysyneet matalina.

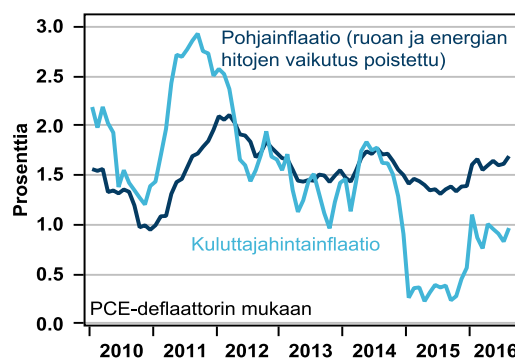
Näyttää vahvasti siltä, että lähivuosien bruttokansantuote ylittää nipin napin lähelle potentiaalista tasoaan. Tällä hetkellä työmarkkinoilla ei ole havaittavissa niin vajaakäytön kuin ylikuumenemisenkaan merkkejä; tosin sanoen työttömyysaste on luonnollisella tasollaan. Arvioimme kuitenkin, että laskusuhdanteen riski on ennustekaudella korkea ja kasvaa yhä. Pelkona on erityisesti haitallinen kierre, joka syntyy luottoehtojen tiukentuessa ja konkurssien määrän kasvaessa.

Odotamme Fedin nostavan joulukuussa ohjauskorkojaan prosentin neljänneksellä. Edellytyksenä on, että inflaatio kasvaa keskuspankin odotusten mukaisesti. Fedin inflaatio-odotukset ovat linjassa oman näkemyksemme kanssa. Lisäksi odotamme korkojen nousun jäävän 25 korkopisteen vuositasolle ennustejakson loppuun saakka.

Keveneekö finanssipolitiikka euroalueen hidastuvan kasvun myötä?

Vaikka bruttokansantuotteen kasvu euroalueella on vaikeaa, parempaan tuskin tässä tilanteessa päästään. Lähivuosina odotamme kasvun jopa hidastuvan ja inflaation pysyvän hitaana. Verkkaisen kasvun syyt ovat pitkälti rakenteellisia – tuottavuus ja työvoiman kasvu hidastuvat – mutta myös syklisiä. Näyttääkin siltä, että BKT:n kasvu on saavuttanut suhdannehuippunsa (kuva 3). Viime vuosina kasvua ylläpitäneet voimat ovat heikkenevässä. Etenkään yksityinen ja julkinen kulutus eivät

1. USA:n inflaatio



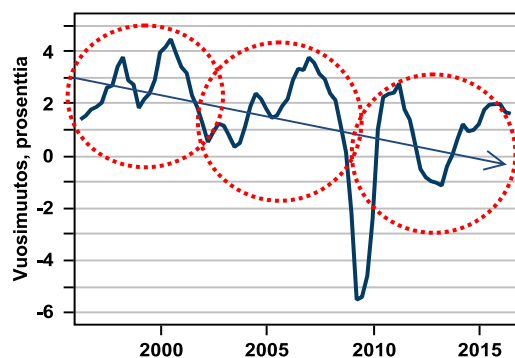
Lähde: Macrobond

2. USA:n yritysvoitot ja työvoimakulut



Lähde: Macrobond

3. Euroalue: BKT:n kasvu



Lähde: Macrobond

enää saa entisenkaltaista tukea korkojen ja energianhintojen laskusta tai asuntojen ja arvopapereiden hintojen noususta. Odotamme lisäksi työllisyyden kasvun hidastuvan (kuva 4), mikä heikentää sekä kotitalouksien kulutusta että julkista taloutta.

On mahdollista, että näköpiirissä oleva BKT:n kasvun hidastuminen voi saattaa talouden säästöpolitiikan uudelleenarvioinnin kohteeksi. Tämä voisi loiventaa ennakkoimaamme BKT:n kasvun hidastumista erityisesti kauan kaivattuihin rakenteellisiin uudistuksiin yhdistettynä, mutta finanssipolitiikan tuntuva keventäminen saattaisi myös kasvattaa euroalueen fiskaalikriisin riskiä usean maan julkisen talouden tasapainon ollessa jo valmiiksi kestäättömällä pohjalla.

Odotamme Euroopan keskuspankin EKP:n hienosäätävän omaisuuserien osto-ohjelmaa vielä tämän vuoden aikana laajentamalla sitä ja muuttamalla sen rakennetta joustavammaksi. Kasvun hidastuessa vuonna 2017 paineet EKP:tä kohtaan todennäköisesti kasvavat. Näkemyksemme mukaan hidastuva talouskasvu avaisi oven uusille rahapolitiisille elvytystoimille siitäkin huolimatta, että EKP vielä tällä hetkellä on entistä haluttomampi lanseeraamaan uusia laajamittaisia ohjelmia.

BRIC-maat epäyhtenäinen joukko

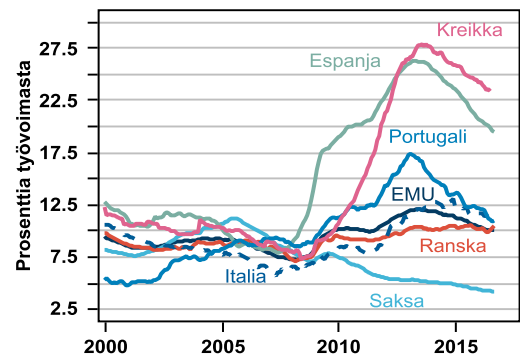
Kiinassa talouden kasvu on vakaata eikä romahdusvaara ole enää yhtä ilmeinen. Todennäköistä kuitenkin on, että kasvun suunta on loivasti alaspäin. Kasvua kannattelevat etenkin talouspolitiikan keinoin ohjattu kiinteistöbuumi ja poliittisella tuella aikaansaatu infrastruktuuri-investointien elpyminen (kuva 5). Ylikapasiteetin poistaminen raskaasta teollisuudesta – etenkin teräs- ja betonteollisuudesta – rasittaa osaltaan Kiinan talouskasvua. Uskomme kuitenkin, että tästä huolimatta rahapolitiikan keventämisestä ei ole toistaiseksi näköpiirissä, ainakaan lähietäisyydellä. Näyttää siltä, että poliittinen johto on asiaa uudelleen harkittuaan tiedostanut liiallisten kevenysten tahattomat haittavaikutukset. Ennustemme toteutumisen voi kuitenkin vaarantaa luottokuplan hallitsematon puhkeaminen.

Intia pysynee vahvan kasvun tiellä. Pääministeri Modin kunnianhimoinen uudistussuunnitelma kilpailukyvyyn lisäämiseksi ja infrastruktuurin kehittämiseksi edistyy tasaisen varmasti. Sen sijaan öljystä riippuvalaiset Brasilia ja Venäjä ovat olleet taantumassa jo viimeiset pari vuotta. Näkemyksemme on, että maat palaavat positiivisen joskin vaatimattoman kasvun tielle. Tämä voi edistää kasvua myös muissa kehittyvissä talouksissa.

Iso-Britannia: Brexit-tie on hidas ja kuoppainen

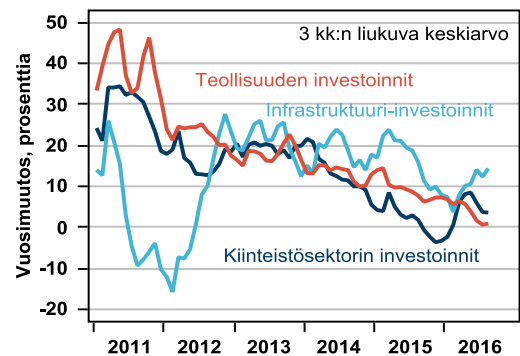
Britannian pääministeri May ilmoitti, että hallitus aikoo käynnistää EU:n artikla 50:n mukaiset eroneuvottelut EU-jäsenyydestä ensi vuoden maaliskuun loppuun mennessä. Tästä huolimatta epävarmuus Ison-

4. Euroalueen työttömyysasteet



Lähde: Macrobond

5. Kiinan investoinnit



Lähde: Macrobond

Britannian ja EU:n suhteen jatkosta on edelleen suuri. Talouden nykytilaa ja tunnelmia mittaavat luvut ovat kuitenkin antaneet kesän kuluessa tilanteesta pelättyä valoisan kuvan. Romahduksen sijaan odotamme Ison-Britannian kasvun jäävän hitaaksi ja vaivalloiseksi. Emme myöskään odota Englannin keskuspankilta uusia rahapolitiittisia kevennyksiä.

Pohjoismaiden vauhti hiipuu

Odotamme kasvuvauhdin hidastuvan lähivuosina Pohjoismaissa. Taustalla on osin kauppakumppaneiden kysynnän heikkeneminen erityisesti Euroopassa mutta syitä löytyy myös kotimaiseen kysyntään liittyvistä rakenteellisista ongelmista.

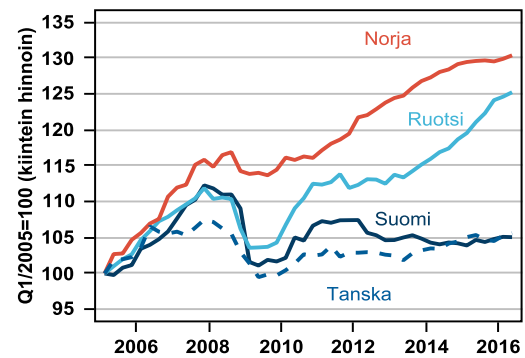
Ruotsissa kasvu pysynee lähivuodet lähellä potentiaalista vauhtiaan. Kotitalouksien kulutus säilyttäne aseman kasvun moottorina. Tulevaisuudessa kulutuksen kasvu onkin enemmän palkkojen kuin työllisyyden kasvun varassa. Työllisyyden kasvu on jo alkanut heikentyä, ja avoimien työpaikkojen määrä kasvaa. Viime vuosien maahanmuuttovirta ja heikko integroituminen yhteiskuntaan johtanevat yhä pahenevaan kohtaanto-ongelmaan ja pitkäaikaistyöttömyyden kasvuun.

Hintapaineet kasvavat Ruotsissa hiljalleen, mikä kiihdyttää inflaation asteittain nopeammaksi. Ennustamme inflaation saavuttavan Ruotsin keskuspankin kahden prosentin tavoitetason vuoden 2018 loppuun mennessä. Uhkatekijäksi ennusteessamme nousee vahva kruunu, joka on tulosta reippaasta kasvusta ja kiristävästä rahapolitiikasta. Uskomme keskuspankin aloittavan rahapolitiikan kiristämisen vuoden 2017 lopussa.

Tanskaan ennustamme lähivuosiksi vaatimatonta BKT:n kasvua. Kasvuvauhti seuranee paljon heikompa trendiä, joka on vallinnut finanssikriisin ajoista alkaen (kuva 7). Tuottavuuden kasvun nopea lasku on maalle iso haaste. Yritykset ovat suosineet työllisten määrän lisäämistä pääoman sijaan vastatakseen kohtalaiseen kysyntään. Uskomme epävarmojen talousnäkömyiden heikentävän yritysten investointihalukkuutta, mikä taas pitää yllä tuottavuuden heikkoa kasvua. Vaikka tämä kasvattaa riskiä pullonkaulojen syntymiseen myös matalan kasvun skenaariossa, odotamme inflaation jäävän tavoitetasoaan hitaammaksi koko ennustejakson ajaksi.

Odotamme **Suomen** kasvun yltävän lähivuosina suurin piirtein potentiaaliselle tasolle. Kasvua ylläpitävät kotitalouksien kulutus ja rakennusinvestoinnit. IT-sektorin alamäki heikentää edelleen tuottavuutta ja nettovientiä, eikä Suomessa palkanmuodostus ole riittävän joustavaa, jotta tuotantoresurssit saataisiin allokoitua korkean tuottavuuden aloille ja yrityksiin (kuva 8). Lääke ongelmaan on työmarkkinuudistus, joka oikein toteutettuna voisi kasvattaa työvoiman osallistumisastetta nykyiseltä matalalta tasolta muiden Pohjoismaiden tasolle.

6. BKT Pohjoismaissa



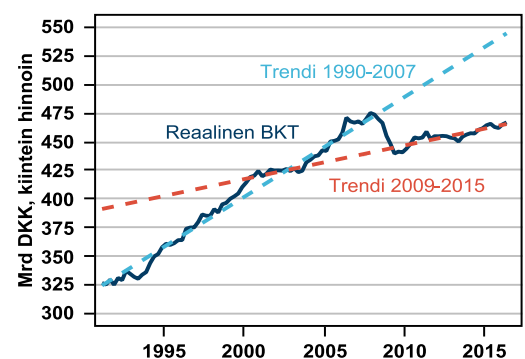
Lähde: Macrobond

Handelsbanken: BKT-ennusteet

Prosenttimuutos	2015	2016E	2017E	2018E
Ruotsi	3.9	3.2	2.3	2.1
Norja, (Manner-Norja)	1.1	0.9	1.7	1.9
Suomi	0.2	1.0	1.0	0.8
Tanska	1.0	0.6	0.5	0.5
EMU	2.0	1.5	1.1	1.3
USA	2.6	1.5	2.1	1.7
Iso-Britannia	2.2	1.9	0.9	1.3
Alankomaat	2.0	1.6	1.0	1.3
Japani	0.5	0.6	0.7	0.6
Brasilia	-3.8	-3.1	1.0	2.3
Venäjä	-3.7	-0.8	1.1	1.5
Intia	7.2	7.5	7.7	8.0
Kiina	6.9	6.6	6.3	5.9
Puola	3.6	3.3	3.3	3.5

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

7. Tanskan BKT



Lähde: Macrobond

Manner-**Norjan** bruttokansantuotteen kasvu elpyy vähitellen. Kasvua kiihdyttää osaltaan asuntorakentaminen, joka on reagoinut asuntojen hintojen yllättävän nopeaan nousuun. Öljyalan investoinnit jarruttavat yhä kasvua, mutta odotamme, että vuoden sisällä öljyn hinnan laskuun on jo sopeuduttu. Yhtä kaikki bruttokansantuotteen kasvu pysyy vaimeana ja vie aikansa, ennen kuin Norjan talous palaa täystyöllisyyteen. Lähitulevaisuudessa odotamme pohjainflaation pysyvän nopeana, mutta kunhan Norjan kruunun heikkenemisen vaikutukset alkavat hiipua, edessä on inflaation nopea hidastuminen.

Taloukasvu vähitellen tiensä päässä

Monissa kehittyneissä maissa työttömyysaste on jo lähellä luonnollista tasoaan. Mikäli talouden ajurit eivät ole riittävän vahvat eikä merkittävää ylikuumenemista ole näköpiirissä, taloukasvu alkaa tässä vaiheessa hidastua ja lähestyä potentiaalista kasvuvauhtiaan.

Näyttää vahvasti siltä, että kehittyneiden talouksien kasvu yltää lähivuosina potentiaaliselle tasolleen tai hieman sen yli. Nykyisessä rahoitus- ja taloustilanteessa laskusuhdanteen riski kuitenkin kasvaa. Taloudet, joilla on niukimmin vapaana olevia resursseja, ovat ensimmäisenä tulilinjalla (kuvat 9 ja 10), koska työmarkkinoiden ylikuumeneminen nostaa ansiotasoa yritysvoittojen kustannuksella. Tuottavuuden ollessa näinkin heikko, pienikin palkkatason nousu riittää syömään katteet. Näkemysmme mukaan laskusuhdanne on noususuhdanteen loogisempi askel kehittyneelle taloudelle, joka jo pidemmän aikaa on sinnitellyt lähellä potentiaalisen kasvun tasoa.

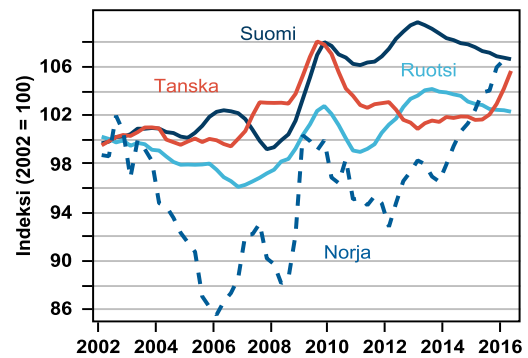
Keskuspankit ovat jo ryhtyneet suunnittelemaan, miten lieventää seuraavan laskusuhdanteen vaikutuksia. Tästä osoituksena on esimerkiksi se, että vuosittaisessa keskuspankkien konferenssissa USA:n Jackson Holessa pohdittiin tänä vuonna, miten tuleviin äkillisiin shokkeihin voidaan reagoida nollakorkoympäristössä.

Miten keskuspankit voivat pehmentää taantumaa?

Nykytilanteessa kehittyneisiin talouksiin kohdistuvaa laskusuhdannetta ei voida lieventää perinteisin rahapolitiikan keinoin laskemalla ohjauskorkoa noin kolmen prosenttiyksikön verran. Ohjauskorot ovat jo nyt negatiiviset tai lähellä nollaa (kuvat 11 ja 12) ja reipas nousu ennen seuraavaa laskusuhdannetta on tuskin todennäköinen.

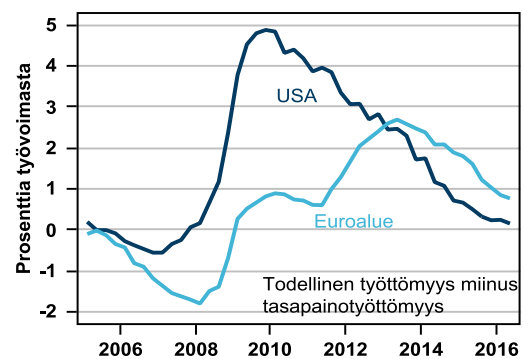
Jackson Holessa pitämässään puheessa USA:n keskuspankin pääjohtaja Janet Yellen totesi, että vaikka finanssipolitiikalla ja rakenteellisilla uudistuksilla voi olla merkittävä rooli talouden vahvistamisessa, tulevaisuudessa rahapolitiikalla on keskeinen rooli laskusuhdanteen loiventajana. Rahapolitiikan uudet keinot, kuten määräelvytys (Quantitative Easing), auttoi Fediä taltuttamaan taantumien vuosina 2007–09, ja se jäänee käytökelpoiseksi työkaluksi myös tulevaisuuden taantumissa.

8. Yksikkötyökustannukset



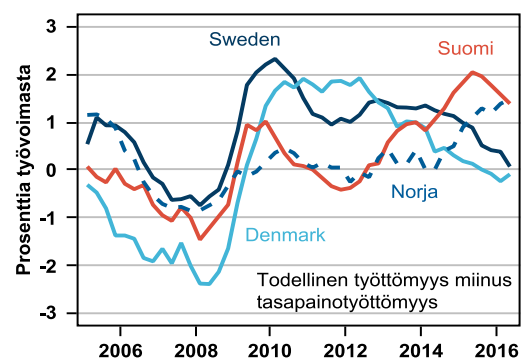
Lähde: Macrobond

9. USA & euroalue: työttömyyskuilu



Lähde: Macrobond

10. Työttömyyskuilut Pohjoismaissa



Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken Capital Markets

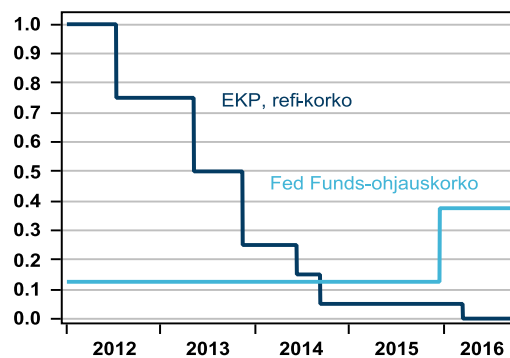
Yellen ei ole kuitenkaan täysin vakuuttunut määräelvytyksen tehosta, sillä hän on myös korostanut uusien työkalujen kehittämisen tärkeyttä, kun korot ovat valmiiksi lähellä nollaa seuraavan taantuman alkaessa.

Näkemyksemme mukaan ei ole lainkaan selvää, tarjoaako rahapolitiikka tehokkaan ratkaisun tilanteessa, jossa ohjauskorot ovat nollassa. Kun halutaan luoda kysyntää, riski muiden maiden kustannuksella käytävään "beggar thy neighbour" -valuuttasotaan kasvaa. Olemmehan jo nähneet globalisaatiota vastustavien poliittisten liikkeiden vahvistumisen monissa kehittyvissä taluksissa.

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

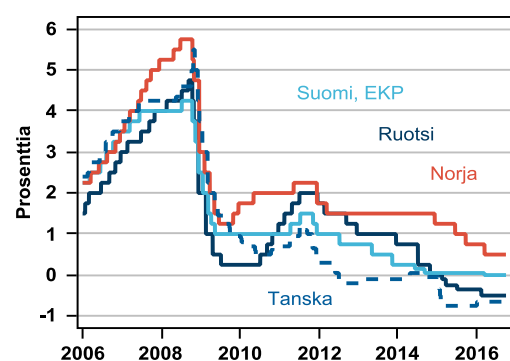
Lisää maailmatalouden suhdannenäkymistä on luettavissa Handelsbankenin englannin- ja ruotsinkielisistä globaaleista talousennusteista, jotka löytyvät internet-osoitteesta <http://research.handelsbanken.se/Macro-Research/>

11. Keskuspankkikorot USA ja EMU



Lähde: Macrobond

12. Keskuspankkikorot Pohjoismaissa



Lähde: Macrobond

Euroalue

Avaako heikentyvä suhdanne oven kevyemmälle finanssipolitiikalle?

Olosuhteet huomioon ottaen euroalueen talous on viimeiset kaksi vuotta suoriutunut suhteellisen hyvin. Työmarkkinoiden kohentuminen ja luotonannon kasvu alkavat kuitenkin hidastumaan, ja uskommekin, että vallitseva suhdanne on tulossa tiensä päähän. Vaikka Euroopan keskuspankki tehnee voitavansa, vetovastuu siirtyy taas kerran finanssipolitiikan puolelle, jossa poliittinen toimintaympäristö muuttuu koko ajan haastavammaksi.

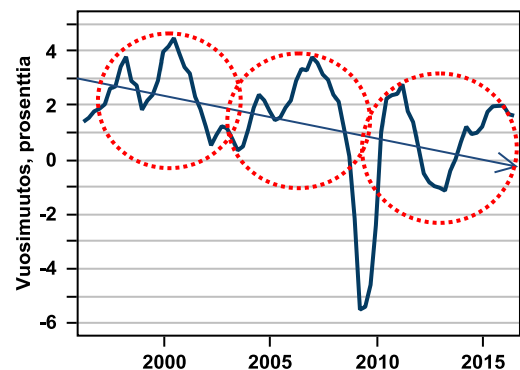
Taloussuhdanne on kypsymässä

Näemme talouskasvun hidastumisen toisella neljänneksellä merkinä siitä, että euroalueella on edessään uusi verkkaisan kasvun vaihe. Odotamme euroalueen bruttokansantuotteen kasvun putoavan tänä vuonna 1,5 prosenttiin. Ensimmäistä kertaa sitten finanssikriisin olemme samassa kasvuvauhdissa USA:n kanssa. Uskomme kuitenkin, ettei tämän parempaan euroalueella edes päästä, ja ennakoimme ensi vuodelle vieläkin heikompa kasvua riippumatta mahdollisista Brexit-vaikutuksista. Vaikka finanssikriisi ja sitä seurannut velkakriisi ovat tehneet nykyisestä taloussuhdanteesta hyvin poukkoilevan, näemme euroalueen suhdanteen edelleen noudattavan "normaalia" M-muotoa, ja odotamme talouden saavuttavan käyrän oikean "olkapäähän" (kuva 1). Tämä osuu yksiin sen kanssa, mitä jo aiemmin tähdensimme: myötäiset tuulet ovat laantumassa ja heikentyvä suhdanne on uusi haaste euroalueelle, jonka potentiaalinen kasvu on ollut alamäkivoittoinen alueen perustamisesta lähtien ja jossa alamäen odotetaan lähivuosina vain syvenevän. Taustalla ovat sekä tuottavuuden trendikasvun hidastuminen että demografiset muutokset.

Kotimainen kysyntä on parin viime vuoden ajan ollut kasvun selkäranka. Kotitalouksien kulutuksen kasvua ovat kiihdyttäneet energianhintojen lasku, matalat korot, varallisuuden kasvaminen (asuntojen ja arvopapereiden hintojen nousun takia) sekä odotettua nopeammin helpottanut työttömyys erityisesti EU:n eteläosissa (kuva 2). Myötätuulet ovat nyt laantumassa (kuva 3), ja julkisen kulutuksen BKT:ta kasvattava vaikutuskin heikkenee samassa tahdissa kun talouden säästöpolitiikan vaimeamisen positiiviset vaikutukset menettävät teränsä.

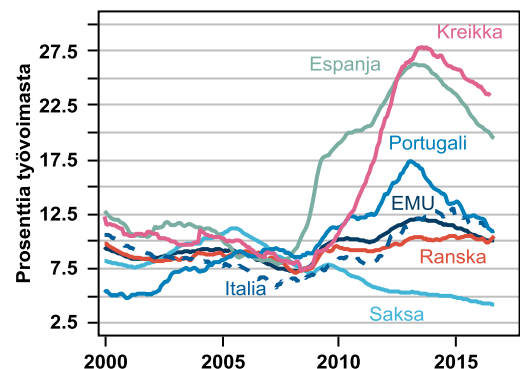
Talouden näkymien kannalta avoimeksi jää, onko suunnitelmissa keventää finanssipolitiikkaa ja näin lieventää ennakoitavissa olevaa laskusuhdannetta. Vuosi 2017 on suuri vaalivuosi, ja jo tänä vuonna on ollut havaittavissa pehmenemistä EU:n suhtautumisessa budjettisääntöihin. Koska rahapolitiikka on menettänyt tehoaan kasvun moottorina, talouskasvun tukeminen jää finanssipolitiikan harteille. Askel elvyttävämpään suuntaan saisi lisätehoa kauan kaivatuista rakenneuudistuksista.

1. Euroalue: BKT:n kasvu



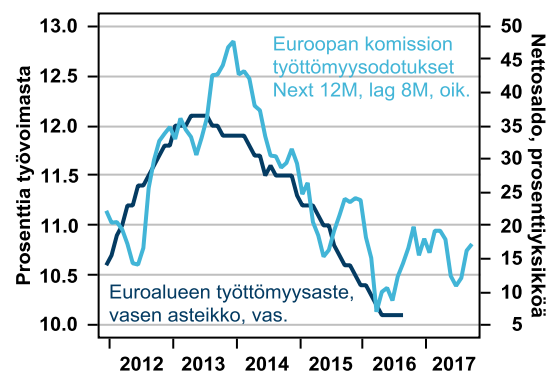
Lähde: Macrobond

2. Euroalueen työttömyysasteet



Lähde: Macrobond

3. Työttömyysasteen lasku päättymässä



Lähde: Macrobond

Tuottavuus on matala ja huoltosuhde heikko

Tuottavuus on laskenut euroalueella jo reilut kymmenen vuotta, ja viimeisten kahden vuoden aikana alamäki näyttää vain syventyneen (kuva 4). Demografiset trendit indikoivat myös, että työvoimaan kuuluva osa väestöstä (15–65 vuotta) pienenee vuosittain lähes 2,5 miljoonalla vuoteen 2050 asti. Näin ollen euroalue tarvitsee maahanmuuttajia kompensoimaan työvoiman hupenemista.

Potentiaali maahanmuuton kasvulle on merkittävä (kuva 5), sillä entistä useampi tavoittelee parempaa elintäsoa. Näköpiirissä ei liene nopeaa pehennystä euroalueen maahanmuuttolinjaan, sillä julkiset kustannukset taloudellisen ja poliittisen epävarmuuden ohella varjostavat maahanmuuton potentiaalisia hyötyjä pitkällä aikavälillä. Maahanmuuttajien joukkoryntäys työmarkkinoille voisi lisäksi synnyttää palkkoihin kohdistuvia laskupaineita ja hidastaa inflaatiota.

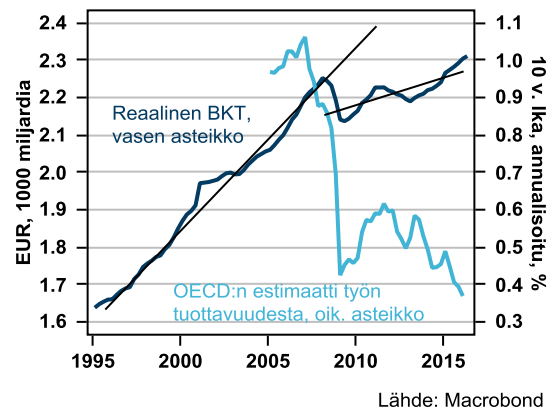
Luotonannon kasvu ja inflaatio pysyvät pohjalukemissa

Luotonannon romahtaminen on osaltaan pitänyt euroalueen suhdannekehityksen vaatimattomana. Luottojen määrä on silti kääntynyt nousuun viimeisten kahden vuoden aikana, mikä on pönkittänyt vaatimatonta elpymistä. Euroopan keskuspankin EKP:n luottokyselyt osoittavat kuitenkin, että luotonannon kasvu on jo saavuttanut lakipisteensä. Ensi vuonna inflaatiota rajoittavat sekä heikko talouskasvu että energian hinnan inflaatiota kiihdyttävän vaikutuksen asteittainen eliminointuminen, mikäli energiakustannukset pysyvät kutakuinkin muuttumattomana. Näkymät voivat muuttua, jos palkkojen nousukehitys kiihtyy. Palkat eivät tähän mennessä ole reagoineet näkyvästi työttömyyskuilun sulkeutumiseen (kuva 6), mikä selittynee sillä, että työttömyysasteen lasku vuosina 2015–2016 osui samaan aikaan työvoiman määrän kasvun kanssa. Seuraavan kahden vuoden aikana näköpiirissä on hienoinen palkkatason nousu, joka osaltaan kiihdyttää inflaatiota vuoteen 2018 siirryttäessä. Palkkakustannusten nousu yhdistyneenä heikkoon tuottavuuden kasvuun heikentää yritysvoittoja, mikä puolestaan rajoittaa yritysten investointien lisäämistä.

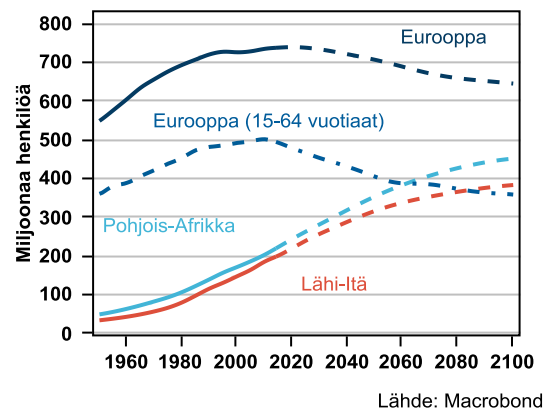
Ottaako EKP etäisyyttä?

Lyhyellä aikavälillä odotamme EKP:n omaisuuserien osasto-ohjelmaan vain pientä hienosäätöä, joka näkyy ohjelman laajentumisena ja joustavampana rakenteena. Siirryttäessä vuoteen 2017 "todellisen" elvytyksen tarve kasvaa, sillä ennakoimme talouskasvun heikkenevän EKP:n arvioita nopeammin ja kuluttajahintainflaation kääntyvän uuteen laskuun vuoden alun kiihtymisen jälkeen. Juuri nyt näyttää kuitenkin siltä, että EKP on ottamassa etäisyyttä uusiin elvytyspaketteihin. Uskomme suhtautumisen vielä muuttuvan. Riskinä pääskenaariollemme on, että palkkojen nousu kiihtyy odotettua

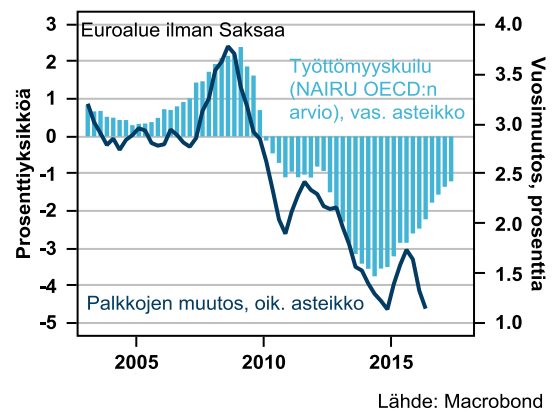
4. Heikko tuottavuus vs. trendikasvu



5. Euroopan väestömäärä huipussaan



6. Palkkojen nousu pysyy vaimeana



enemmän ja/tai finanssipoliittisen elvytyksen määrä voimistuu. On syytä palauttaa mieleen, että tämänsuuntaista kehitystä on ollut jo havaittavissa Japanissa ja että myös Iso-Britannia lienee matkalla samaan suuntaan.

Rasmus Gudum-Sessingø, +45 46791619, ragu02@handelsbanken.dk

Keskeiset talousennusteet

Prosenttimuutos	2015	2016E	2017E	2018E
BKT	2.0	1.5	1.1	1.3
Kotitalouksien kulutus	1.7	1.5	1.0	1.2
Investoinnit	2.2	2.0	1.6	1.8
Nettovienti*	0.1	0.2	0.3	0.2
Työttömyysaste**	10.9	10.2	10.0	10.0
Kuluttajahintaindeksi	0.0	0.2	1.3	1.3
Keskuspankkikorko***	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30

*kontribuutio BKT-kasvuun, **%:a työvoimasta, ***talletuskorko

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Suomi

Elpyminen huteralla pohjalla

Suomen talouden elpyminen on ollut maltillista, mutta jatkossakaan BKT:n kasvuvauhti ei juuri yllä nykyistä vahvemmaksi. Ennustamme vaimeaa noin yhden prosentin keskimääräistä BKT:n vuosikasvua vuosille 2016–18. Lisääntyvä velkaantuminen kannattelee talouskasvua, joka perustuu pääosin yksityiseen kulutukseen ja rakennusinvestointeihin. Ilman nettoviennin tukea elpyminen pysyy vaimeana.

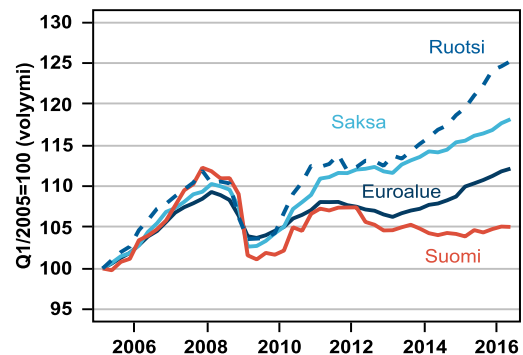
Suomen talous on ollut finanssikriisin jälkeen yksi heikoiten menestyneimmistä kehittyneistä talouksista euroalue mukaan lukien (kuva 1). Syynä vaisuun esitykseen ovat olleet niin sykliset kuin rakenteelliset vaikeudet. Suomi vajosi toiseen taantumaa vuosina 2012–14, mistä elpyminen on ollut hidasta vuoden 2015 BKT:n kasvun ollessa ainoastaan 0,2 prosenttia. Myös kuluvaan vuoden ensimmäisen neljänneksen 0,3 prosentin kasvu jäi hetkelliseksi, kun kasvu putosi nolnaan heti toisella neljänneksellä. Ennustamme maltillista vain noin yhden prosentin keskimääräistä BKT:n vuosikasvua ennusteperiodillamme 2016–18. Talouskasvu pohjautuu lisääntyvään velkaantumiseen, ja perustuu pääosin yksityiseen kulutukseen ja rakennusinvestointeihin. Kestävä elpymisen vaatisi myös nettoviennin merkittävää positiivista kontribuutiota (kuva 2).

Informaatio- ja viestintäteknologia-alan tuottavuuden heikkeneminen rajoittaa yhä niin kokonaistuotannon kasvua, koko talouden tuottavuuden kasvua kuin nettovientiä. Myös resurssien uudelleen allokoituminen korkean tuottavuuden sektoreille ja yhtiöille on edelleen puutteellista. Siksi on hyvin todennäköistä, että Suomen talous jatkaa alisuoriutumista verrattuna tärkeimpiin kilpailijamaihin, ja väestön ikääntymisen vauhdittuessa kasvavien julkisen sektorin menojen rahoittaminen vaikeutuu. Emme siten odota julkisen velan BKT-osuuden vähenevän ennusteperiodimme aikana.

Viennissä valoa, mutta nousukiitoon tuskin päästään

Suomen vienti on tuottanut pettymyksiä jo pidemmän aikaa. Olemme kuitenkin hieman optimistisempia tämän vuoden jälkipuoliskon osalta, kun teollisuustuotanto on kääntynyt laaja-alaiseen kasvuun vuoden toisella neljänneksellä ja viimeisimmät tilastot osoittavat elpymisen jatkuneen myös kolmannen kvartaalin alussa (kuva 3). Britannian kansanäänestys EU:sta eroamisesta aiheutti markkinoilla heiluntaa, mutta sittemmin maailmantalouden kasvunäkymät ovat olleet suotuisemmat. Se ja rahoitusolosuhteiden keventyminen näyttävät vauhdittaneen myös Suomen teollisuustuotantoa ja vientiä. Ei ole kuitenkaan yllätys, että Suomen vaihtotase on jälleen alijäämäinen, sillä Suomen talouskasvu perustuu kotimaiseen kysyntään ja tuonnin kasvu on vientiä nopeampaa. Ilman viennin tukevaa elpymistä (mitä ei ole näköpiirissä) ja palve-

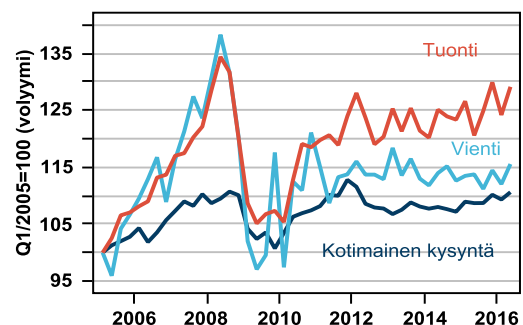
1. BKT: Suomi vs. kauppakumppanit



Lähde: Macrobond

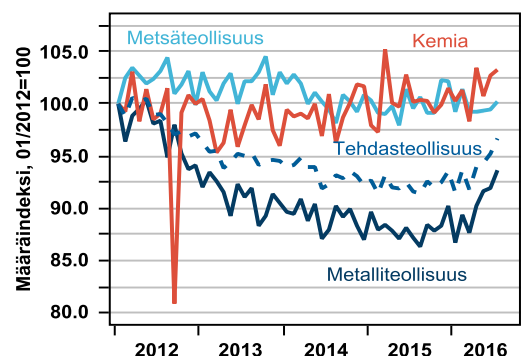
Suomi oli taantumassa vuosina 2012–14, jolloin BKT supistui melkein 3 prosenttia. Sen jälkeen elpyminen on ollut vaatimatonta, BKT kasvoi vuonna 2015 vain 0,2 prosenttia.

2. Kotimainen kysyntä & ulkomaankauppa



Lähde: Macrobond

3. Tehdasteollisuus: päätoimialat



Lähde: Macrobond

luiden nettovienninkin ollessa selvästi negatiivinen, emme odota vaihtotaseen kääntyvän vakaasti ylijäämäiseksi ennusteperiodilla.

Suomen heikko vienti kilpailijamaihin verrattuna ennakoi pitkittävää taivalta hintakilpailukyyn palauttamisessa. Kun useimmat euroalueen maat yrittävät samaa, niin tehtävä on erityisen haastava (kuva 4).

Kotimainen kysyntä elpyy, mutta inflaatiopaineet pysyvät silti vaimeina

Yksityisen kulutuksen vuosikasvun voimistumiseen 2,5 prosenttiin kuluvaan vuoden toisella neljänneksellä vaikutti usea tekijä. Kuluttajaluottamus on selvästi kohentunut (kuva 5), ja varsinkin näkemykset Suomen talouden kehityksestä ovat valoisammat. Hidas inflaatio ja työmarkkinoiden hienoinen parantuminen ovat piristäneet kotitalouksien ostovoimaa ja mielialoja. Kotimaista kysyntää on tukenut myös lisääntynyt velanotto. Kotimaiset kysyntälähteet eivät kuitenkaan riitä synnyttämään inflaatiopaineita, varsinkin kuin ansiotasoindeksiin odotamme vain reilun prosentin kasvua.

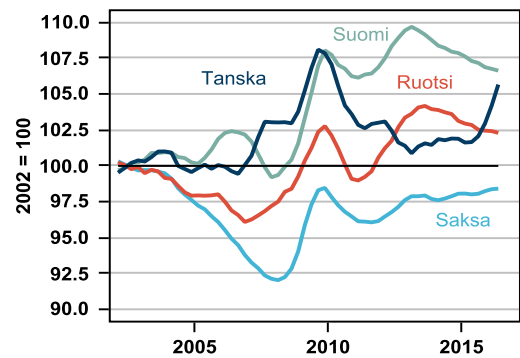
Ensi vuonna kotitalouksien ostovoimaa tukee hallituksen lupaamat 515 miljoonan euron tuloverojen kevennykset. Veronmaksajain keskusliiton mukaan ne tulevat lisäämään keskitulolaisen palkansaajan ostovoimaa 0,7 prosenttia ensi vuonna. Odotamme yksityisen kulutuksen kasvun kuitenkin hidastuvan vuosina 2017–18 asteittain kiihtyvän inflaation ja pienten nimellispalkkojen korotusten vuoksi. Maailmantalouden suhdanteen kypsyminen vuonna 2018 todennäköisesti lisää ennestään kuluttajien säästämistä.

Investoinneissa on nähty vahva käänne ylöspäin vuotuisen kasvuvauhdin yltyessä tämän vuoden toisella neljänneksellä 7,1 prosenttiin. Varsinkin rakennusinvestoinnit kasvavat ripeästi (kuva 6), kun sisäisen muuttoliikkeen takia pienten asuntojen patoutunut kysyntä purkautuu kasvukeskuksissa ja varsinkin pääkaupunkiseudulla. Asuinrakentamisen huippu nähtäneen kuitenkin jo tänä vuonna. Rakentamisen aktiviteetti pysyy todennäköisesti vahvana myös vuosina 2017–18, mutta odotamme kasvuvauhdin tuolloin hieman hidastuvan.

Työmarkkinat kääntyneet parempaan suuntaan

Työmarkkinat ovat elpyneet hitaasti vuoden 2015 kesäkuusta lähtien. Kausitasoitettu työttömyysaste on pudonnut tänä aikana 9,5 prosentista 8,7 prosenttiin (elokuu 2016). Uusia työpaikkoja syntyy erityisesti rakennus- ja kuljetusaloilla, terveydenhuollossa sekä hallinto- ja tukipalveluissa. Työvoima supistui aavistuksen tämän vuoden tammi-elokuussa, mikä viittaa siihen, että työvoimaa siirtyy yhä enemmän työelämän ulkopuolelle, osittain eläköitymisen johdosta (kuva 7). Näin ollen työttömyysasteen aleneminen antaa liian ruusuisen kuvan

4. Yksikkötyökustannukset



Lähde: Macrobond

5. Kulutus & kuluttajaluottamus



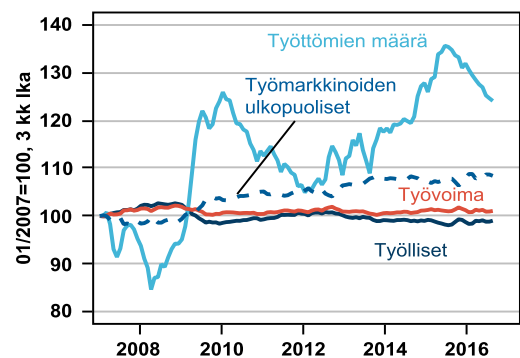
Lähde: Macrobond

6. Rakennusaloitukset



Lähde: Macrobond

7. Työmarkkinat



Lähde: Macrobond

Suomen työmarkkinoiden kehityksestä.

Pitkästä heikon talouskasvun ajanjaksosta huolimatta työmarkkinoiden vajaakäyttö ei ole OECD:n ja Euroopan komission estimaattien sekä omien laskelmiemme mukaan erityisen suuri. Siksi emme odota työttömyysasteen juuri laskevan 8,5 prosenttia alemmaksi ennusteperiodimme aikana. Ilman merkittäviä työmarkkinauudistuksia, työllisyysaste jää paljon alemmaksi kuin mitä nykyisenlaisen hyvinvointivaltion rahoittaminen edellyttäisi.

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tihe01@handelsbanken.se
 Janne Ronkanen, +358 10 444 2403, jaro06@handelsbanken.se

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle

Prosenttimuutos	2015	2016f	2017f	2018f
BKT	0.2	1.0	1.0	0.8
Yksityinen kulutus	1.5	1.7	1.3	0.8
Investoinnit	0.7	4.5	3.2	2.0
Nettovienti*	-0.8	-0.8	-0.2	-0.1
Työttömyysaste**	9.4	8.8	8.5	8.4
Kuluttajahintaindeksi	-0.2	0.3	0.9	1.2

*Kontribuutio BKT:n kasvuun **Prosenttia työvoimasta

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Korot, valuutat ja öljyn hinta

Keskuspankit edelleen ruorissa

Maailmantalous on jumittunut heikkoon talouskasvuun ja inflaatioon, ja keskuspankit ovat joutuneet sopeutumaan tähän. Tämä merkitsee sitä, että joukkovelkakirjojen tuotot pysyvät todennäköisesti matalina ja valuuttamarkkinoiden heilunta on entistä vähäisempää. Sijoitusmarkkinoiden itseriittainen tottuminen mataliin korkoihin pitää sisällään kuitenkin riskin jyrkille, mutta lyhyille volatiilisuuksien piikeille, kun olosuhteet äkisti muuttuvat.

Joukkovelkakirjojen tuotot pysyvät matalin

Euroopan keskuspankki (EKP) joutuneen pidentämään määrällistä elvytysohjelmaansa (QE) eteenpäin vuoden 2017 ensimmäisestä neljänneksestä, sillä osto-ohjelman lopettaminen tai määrän supistaminen ensi vuoden maaliskuussa ei olisi EKP:lle todellinen vaihtoehto pankkisektorin ongelmien ja euroalueen heikon kysynnän takia.

Japanin keskuspankin osto-ohjelmalle ei sen sijaan näy loppua keskuspankin jatkaessa arvopapereiden ostoja siihen asti, kunnes inflaatio kiihtyy yli kahteen prosenttiin (kuva 1). Monien mielestä vielä aggressiivisempi rahapolitiikan keventäminen on ehkä Japanin ainoa mahdollisuus inflaation kiihtymiseen.

Yhdysvaltojen keskuspankki Fed on ainoa suurista keskuspankeista, joka on voinut purkaa rahapolitiittista elvytystään. Odotamme Fediltä toista koronnostoa ensi joulukuussa, mutta sen jälkeen kolmatta nostoa saamme odottaa joulukuuhun 2017 asti. Keskuspankin koroista päättävä elin FOMC tulee siis edelleen laskemaan arviotaan Fedin tulevasta ohjauskoron urasta (kuva 2).

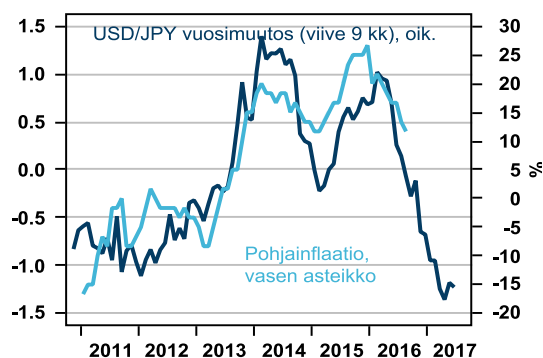
Heikon talouskasvun ja hitaan inflaation ympäristö tarkoittaa, että joukkovelkakirjojen tuotot pysyvät matalina emmekä näe myöskään merkittävää korkotasonnousua ennusteperiodillamme.

USA:n dollari vahvistuu lähietäisyydellä

Odotamme Yhdysvaltojen dollarin vahvistuvan vuoden 2016 lopulla keskuspankin koronnoston seurauksena. Brexitistä seurannut epävarmuus, euroalueen talouskasvun heikentyminen ja EKP:n elvytystoimien jatkaminen heikentävät puolestaan yhdessä euroa vuoden 2017 ensimmäisellä puolikkaalla. Näiden tekijöiden vuoksi ennustamme dollarin vahvistuvan euroa vastaan ensi vuonna. USA:n talouskasvu kuitenkin asteittain vaimeene suhdanteen kypsyessä eikä EKP:n rahapolitiikka pysy loputtomiin yhtä elvyttävänä kuin nykyisin. Siksi vuonna 2018 on dollarin vuoro heikentyä euroa vastaan.

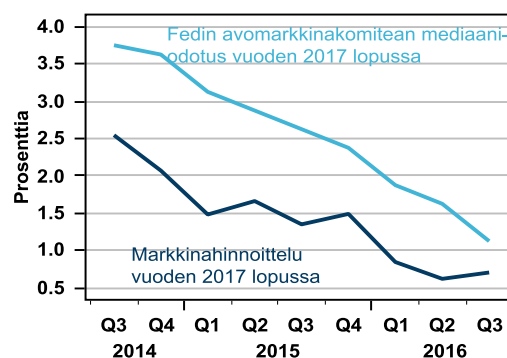
Englannin punnan ennustamme pysyvän euroa vastaan tasoilla, jotka ovat historiallisesti ennätysheikkoja punalle (kuva 3). Brexitin toteuttamiseen liittyvä epävarmuus heikentää punttaa myös USA:n dollaria vastaan seuraavan puolen vuoden aikana. Vuoden 2018 lopussa

1. Japani: inflaatio ja jeni



Lähde: Macrobond

2. Fedin & markkinoiden odotukset



Lähde: Macrobond

Brexit-epävarmuus uskoaksemme hälvenee ja uskomme punnan tuolloin jälleen vahvistuvan dollaria vastaan.

Kiinan juan jatkaa heikentymistään USA:n dollaria vastaan, mutta uskomme heikentymistahdin hidastuvan tänä vuonna nähdystä, sillä Kiinan viranomaiset tuskin haluaivat houkutella lisää spekulatiota valuuttansa ympärille.

Japanin keskuspankilta ja hallitukselta odotamme lopulta yhä rohkeampia raha- ja finanssipoliittisia toimia, sillä ilman niitä ei Japanin jeni taloudenpitäjien toiveiden mukaisesti heikkene riittävästi.

Ennustamme Ruotsin kruunun vahvistuvan ennusteperiodillamme Riksbankenin kiristäessä rahapolitiikkaansa. Vahvistuva valuutta synnyttää luonnollisesti vastatuulta Ruotsin suhdannekehitykselle. Ruotsin asuntolainojen koroista puhdistetun pohjainflaation kiihtyessä lähemmäs 2 prosenttia keskuspankki käyttänee tilaisuutta hyväkseen ja nostaa ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran vuoden 2017 viimeisellä vuosineljänneksellä. Odotamme pohjainflaation yltäneen tuolloin 1,7–1,8 prosenttiin. Emme kuitenkaan usko keskuspankin pääsevän koronostoissaan kovin pitkälle vielä vuoden 2018 loppuun mennessä, ja siten Riksbankenille jää vain vähän perinteisiä elvytyskeinoja tulevia talousshokkeja varten. Kaiken kaikkiaan odotamme Ruotsin talouspolitiikan hiukan kiristyvän ennusteperiodilla.

Öljy: OPEC iskee takaisin

Yllätyksellisellä päätöksellään öljyntuottajamaiden järjestö OPEC vetäytyi kaksi vuotta kestäneestä vapaiden öljymarkkinoiden strategiastaan ja vakiinnutti Algerin lisäkokouksessaan uudelleen rooliaan hintojen ohjaajana. Sopimus on vielä viimeistelyä vailla ja tämä viimeistely täytyy saada päätökseen ennen virallista marraskuun lopun Wienin OPEC-kokousta. Venäjä on osoittanut epätavallista kiinnostusta liittyä sopimukseen (kuva 4). Keskustelut ennen Wienin marraskuun 30. päivän kokousta tukevat öljyn hintaa, ja uskomme, että tämä riittää nostamaan öljyn hintaa 10 dollarilla barreilta. Nostamme siksi ennustettamme vuoden 2016 lopun hintatasosta 40 dollarista 50 dollariin barreilta.

Öljymarkkinoilla ylitarjontaa

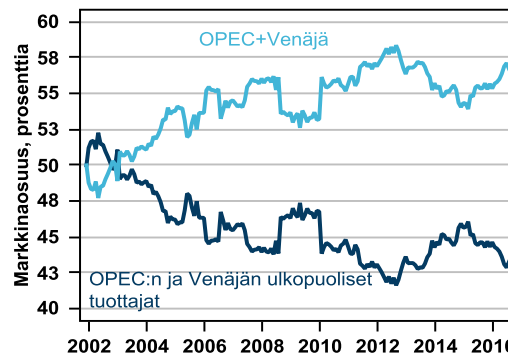
Pidemmällä aikavälillä ei OPEC:lla ole mahdollisuutta leikata tarjontaa, sillä se ojentaisi vain markkinaosuutta amerikkalaisille liuskeöljytuottajille. Olemme siksi skeptisiä OPEC:n uuden strategian onnistumismahdollisuuksien suhteen, kun mennään ensivuoteen. OPEC:n tuotantoleikkauksista huolimatta öljymarkkinoilla vallitsee edelleen ylitarjonta ja siksi hintarallit jäävät lyhyiksi. Olemme markkinoiden kanssa enemmän "uskon, kun näen" laidalla, ja kartellilla on paljon todistettavaa ennen kuin öljymarkkinat ovat jälleen tasapainossa. Lisäksi avain hintasäännöstelijänä onnistumiseen on onnistunut sopi-

3. EUR/GBP



Lähde: Macrobond

4. OPEC & Venäjä on vahva kartelli



Lähde: Bloomberg

5. Iranin tuotanto-odotukset



Lähde: Bloomberg, Handelsbanken Capital Markets

muksen implementointi.

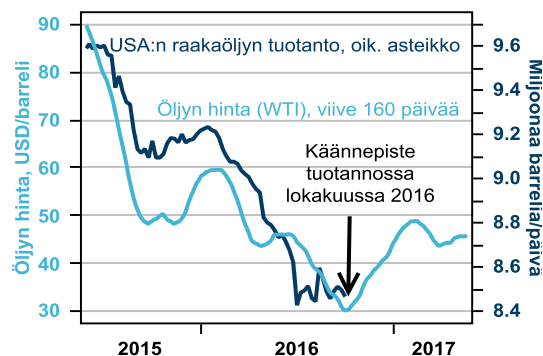
OPEC:n historia kertoo, etteivät tuotantoleikkaukset tarjontavetoisessa hintojen laskussa ole koskaan olleet menestystarina. Nykyinen yritys vain todistaa, miten epätoivoiseksi Saudi-Arabian tilanne on käynyt ja että Iran näyttää saaneen ”valkoisen kortin”, mikä mahdollistaa Iranille tarjonnan kasvattamisen alkuvuonna poistuneiden sanktioiden jälkeen (kuva 5). Saudien aikaisemmin orkestroima matalan hinnan strategia, jonka tarkoitus oli poistaa liusketuotantoa markkinoilta, ei selvästikään ole toiminut. Korkeiden kustannusten tuottajat eivät ole leikanneet tuotantoaan vaan madaltaneet tuotantokustannuksiaan ja jatkaneet tuottamista.

USA:n liuskeöljyn feeniksmäinen nousu

Yhdysvalloissa liuskeöljytuottajat ovat lisänneet poraustornien määrää 109 tornilla kesäkuun 300 tornin pohjalukemista. Tämä on ollut pisin kasvuperiodi öljybuumin päätyttyä vuoden 2014 alussa. Porausaktiviteetti on selvin merkki kasvaneesta tuotannosta. Muita merkkejä tästä on kasvanut yrityskauppojen määrä ja se, että toimialan yritykset ovat onnistuneet jälleen keräämään rahoitusta. Öljyn hinnan hintaralli keväällä ja kesällä on todennäköisesti ollut riittävä kimmoke tuotannon lisäämiseen (kuva 6), ja porauslaivueen kasvu on lopullinen todiste siitä, että toimiala on terveemmällä pohjalla. Perusoletuksemme on, että liuskeöljyn tuotannon kasvu painaa osaltaan öljyn hintaa seuraavan puolen vuoden aikana.

Lars Henriksson, +46 8 463 4518, lahe06@handelsbanken.se
 Martin Jansson, +46 8 701 23 43, nija03@handelsbanken.se
 Claes Måhlén, +46 8 46 34535, clma02@handelsbanken.se

6. USA:n liuskeöljytuotanto elpyy



Lähde: Bloomberg, Handelsbanken Capital Markets

Keskeiset ennusteet

Suomen huoltotase, reaalin vuosimuutos, prosenttia

	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Kulutus	0.3	11	12	11	0.5
Yksityinen kulutus	06	15	15	13	0.8
Julkinen kulutus	-0.5	0.4	0.5	0.5	-0.2
Investoinnit	-2.5	0.7	4.5	3.2	2.0
Vienti	-17	-0.2	10	16	0.4
Tuonti	-0.2	19	3.1	2.3	0.8
BKT	-0.7	0.2	10	10	0.8

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle, prosentuaalinen vuosimuutos ellei toisin mainita

	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Ansiotasoindeksi	14	14	12	0.9	10
Kuluttajahintaindeksi	10	-0.2	0.3	0.9	12
Työttömyysaste, %a työvoimasta	8.7	9.4	8.8	8.5	8.4
Teollisuustuotanto, bruttoarvonlisä	-0.5	-2.5	0.5	2.0	0.5
Vaihtotase, mrd EUR	-2.3	-0.9	-10	-0.6	0.2
Vaihtotase, %a BKT:sta	-11	-0.4	-0.5	-0.3	0.1
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, %a BKT:sta	-3.2	-2.8	-2.5	-2.3	-2.0
EM U-velka, %a BKT:sta	60.2	63.6	65.1	65.6	66.4

Valuutta- ja korkoennusteet

	07/10/2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q4 2018
EKP talletuskorko	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30
Federal funds, USA*	0.375	0.625	0.625	0.625	0.625	0.875	1.125
Repo-korko rate, Ruotsi	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.25
10 vuoden obligaatiokorko, Saksa	0.02	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	0.00	0.00
10 vuoden obligaatiokorko, USA	1.73	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.60
10 vuoden obligaatiokorko, Ruotsi	0.28	0.30	0.40	0.50	0.55	0.60	0.70
10 vuoden obligaatiokorko, Suomi	0.16	0.05	0.05	0.05	0.05	0.15	0.20
korkoero Saksaan, korkopistettä	14	10	10	10	10	15	20
EURUSD	1.11	1.09	1.07	1.07	1.07	1.07	1.12
USDJPY	103.17	105.0	108.0	110.0	110.0	110.0	112.0
EURGBP	0.90	0.87	0.88	0.88	0.88	0.88	0.87
EURSEK	9.63	9.35	9.25	9.15	9.00	8.85	8.85
EURRUB	69.57	70.90	70.60	70.60	70.10	69.00	68.90

Ennusteet periodin lopulle, ellei toisin mainita

*Ennuste on periodin keskiarvo

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

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

	2015	2016E		2017E		2018E	
USA	2.6	15	17	2.1	2.2	17	17
Euroalue	2.0	15	15	11	10	13	13
Japani	0.5	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
Iso-Britannia	2.2	19	16	0.9	0.9	13	13
Ruotsi	3.9	3.2	3.0	2.3	2.2	2.1	2.1
Tanska	10	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Suomi	0.2	10	10	10	12	0.8	0.9
Norja pl. Ölyteollisuus	11	0.9	0.8	17	14	19	19
Brasilia	-3.8	-3.1	-2.7	10	12	2.3	2.2
Venäjä	-3.7	-0.8	-0.4	11	13	15	15
Intia	7.2	7.5	7.5	7.7	7.7	8.0	8.0
Kiina	6.9	6.6	6.6	6.3	6.3	5.9	6.1
Puola	3.6	3.3	3.5	3.3	3.5	3.5	3.3

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 Authority 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.

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.

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 and click through to About the bank - Investor relations - Corporate social responsibility - Ethical guidelines.

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.

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)(3). 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).

Contact information

Capital Markets

Debt Capital Markets

Tony Lindlöf	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 25 10
Per Eldestrand	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 03
Måns Niklasson	Head of Corporate Loans and Acquisition Finance	+46 8 701 52 84
Ulf Stejmar	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 79

Trading Strategy

Claes Måhlén	Head, Chief Strategist	+46 8 463 45 35
Martin Jansson	Senior Commodity Strategist	+46 8 461 23 43
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Andreas Skogelid	Senior Strategist FI	+46 8 701 56 80
Pierre Carlsson	Strategist FX	+46 8 463 46 17
Lars Henriksson	Foreign Exchange Strategist	+46 8 463 45 18

Macro Research

Ann Öberg	Chief Economist	+46 8 701 28 37
Jimmy Boumediene	Head of Forecasting	+46 8 701 30 68
Sweden		
Petter Lundvik	USA, Special Analysis	+46 8 701 33 97
Gunnar Tersman	E. Europe, Emerging Markets, Japan	+46 8 701 20 53
Anders Brunstedt	Sweden	+46 8 701 54 32
Eva Dorenus	Web Editor	+46 8 701 50 54
Finland		
Tiina Helenius	Head, Macro Research	+358 10 444 2404
Janne Ronkanen	Senior Analyst	+358 10 444 2403

Denmark		
Jes Asmussen	Head, Macro Research	+45 46 79 12 03
Rasmus Gudum-Sessingø	Denmark	+45 46 79 16 19
Bjarke Roed-Frederiksen	China and Latin America	+45 46 79 12 29
Norway		
Kari Due-Andresen	Head, Macro Research, Norway; UK	+47 22 39 70 07
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Marius Gonsholt Hov	Senior Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Halfdan Grangård	Senior Economist, Norway	+47 22 39 71 81

Regional Sales

Copenhagen		Luleå/Umeå	
Kristian Nielsen	+45 46 79 12 69	Ove Larsson	+46 90 154 719
Gothenburg		Luxembourg	
Jaan Kivilo	+46 31 774 83 39	Snorre Tysland	+352 274 868 251
Gävle		Malmö	
Petter Holm	+46 26 172 103	Ulf Larsson	+46 40 24 54 04
Helsinki		Oslo	
Mika Rämänen	+358 10 444 62 20	Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29
Linköping		Stockholm	
Fredrik Lundgren	+46 13 28 91 10	Malin Nilén	+46 8 701 27 70
London			
Ray Spiers	+44 207 578 86 12		

Toll-free numbers	From Sweden to N.Y. & Singapore 020-58 64 46	From Norway to N.Y. & Singapore 800 40 333	From Denmark to N.Y. & Singapore 8001 72 02	From Finland to N.Y. & Singapore 0800 91 11 00	Within the US 1-800 396-2758
--------------------------	--	--	---	--	--

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 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

Helsinki

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

Oslo

Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London

3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8668
Fax. +44 207 578 8090

New York

Handelsbanken Markets Securities, Inc.
875 Third Avenue, 4th Floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC