

28. huhtikuuta 2016

Taloussennuste

Uudistusten lykkääntyminen tulisi Suomelle kalliiksi!

Maailmantalous: Sirpaleista kasvua

Euroalue: Talouden yhteinen tahti yhä hukassa

Suomi: Uudistusten lykkääntyminen tulisi Suomelle kalliiksi!

Iso-Britannian EU-kansanäänestys: Selviääkö EU, jos Britannia lähtee...tai jos se jää?



Sisältö

MAAILMANTALOUS Sirpaleista kasvua	3
EUROALUE Talouden yhteinen tahti yhä hukassa	7
SUOMI Uudistusten lykkääntyminen tulisi Suomelle kalliiksi!	12
ISO-BRITANNIAN EU-KANSANÄÄNESTYS Selviääkö EU, jos Britannia lähtee...tai jos se jää?	16
Keskeiset ennusteet	18
Disclaimer	20

Yhteystiedot

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tihe01@handelsbanken.se
Lars Henriksson, +46 8 463 4518, lahe06@handelsbanken.se
Jan Häggström, +460807011097, jaha05@handelsbanken.se
Petter Lundvik, +46 87013397, pelu16@handelsbanken.se
Janne Ronkanen, +358 10 444 2403, jaro06@handelsbanken.se

<http://research.handelsbanken.se/Macro-Research/>

Maailmantalous

Sirpaleista kasvua

Vaikka maailmantaloudesta löytyy paikoittaisia valonpilkahduksia, on elpyminen epätasaista. Osassa euro-alueetta taakkana on korkea velkaperintö, raaka-aineita tuottavat taloudet joutuvat puolestaan sopeutumaan vielä pitkään raaka-aineiden hintojen supersyklin päättymiseen. Deflatorisia virtauksia löytyy, muttei kaikkialta. Koronlaskuille ei kehittyneessä maailmassa ole enää juuri tilaa, ja siksi keskuspankit keskittyvät ylläpitämään talouskasvua ja riittävää inflaatiota valuuttojen avulla. Valuutat ovat edelleen myllerryksessä.

Kun elpymisen edellytykset ovat kovin erilaiset – ei vain alueiden ja maiden välillä vaan myös niiden sisällä – talouspoliittisten päätösten tekeminen vaikeutuu yleensä huomattavasti.

Euroopan keskuspankki EKP, yhtenä esimerkkinä, toimii ympäristössä, jossa Saksan kaltaiset maat edustavat vahvaa ja muut pitkäaikaisesti heikkoa ääripäätä. Luotonanto on vilkasta maissa, joiden talous on tervehtynyt, ja puolestaan hyvin heikkoa eniten elvytystä kaipaavissa talouksissa. Julkisen talouden erot vievät kehitystä samaan suuntaan. Saksa voisi hyvinkin harrastaa finanssipoliittista elvytystä, mutta heikommassa talouksissa vastaava olisi silkkä mahdottomuus.

Myös Kiinan politiikka on samanlaisten haasteiden edessä. Erot heikkojen ja vahvojen alueiden välillä ovat kasvaneet. Suunnanmuutos investoinneista kulutukseen edustaa toisille alueille positiivista kehitystä, toisiin vaikutus on päinvastainen. Viime vuonna asuntojen kysynnän elvyttämiseksi lanseeratut toimet ovat nostaneet asuntojen hinnat pilviin Tier 1 -kaupungeissa kun sen sijaan Tier 3- ja Tier 4 -kaupungeissa vaikutukset ovat jääneet vaisuiksi. Keskuspankin onkin nyt tasapainoteltava aivan eri malliin kuin edellisvuosina.

Kiinan onneksi se voi turvautua finanssipoliittisiin keinoihin hoitaessaan teollisuuslaitosten sulkemisista seurauksena olevia ongelmia. Julkisessa taloudessa on riittävästi liikkumavaraa tarttua myös huonoihin luottoihin, joiden määrä kasvaa heikenevän tuottavuutensa kanssa kamppailevilla teollisuudenaloilla.

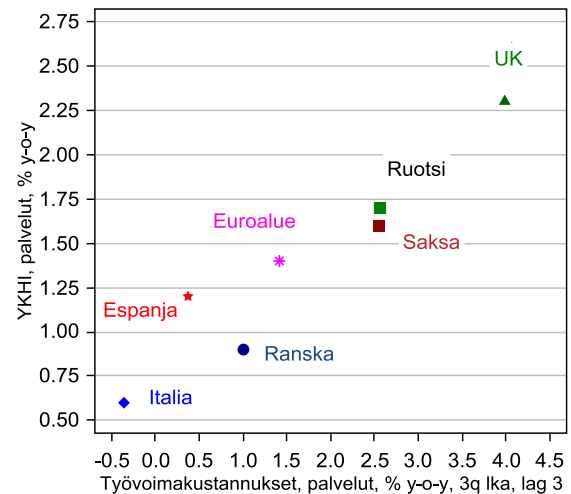
Raaka-ainebuumin päättyminen näkyy kehittyneissä talouksissa edellisvuosikymmentä suurempina eroina maiden välillä. Brasilialla ei ole elpymisen edellytyksiä tänäkään vuonna, ja Venäjän talous jatkaa heikkoa suoriutumistaan. Finanssipoliittinen vyönkiristys on vasta alkamassa joissakin öljyntuottajamaissa, eikä tasapaino löydy hetkessä. Raaka-ainetuottajien negatiivinen vaikutus maailmantalouden kasvulle oli huomattava 2015, ja niin näyttäisi olevan jatkossakin.

Positiivisiakin esimerkkejä löytyy. Odotamme useilta Etelä-Aasian talouksilta hyvää suoritusta tänä vuonna. Intia, Indonesia ja Filippiinit eivät ole monien muiden tavoin yhtä riippuvaisia maailmantalouden kasvusta ja niissä kotimaisen kysynnän näkymät ovat hyvät. Halpatuottajamaissa, Vietnamsa ja Bangladeshissa, kasvu pysyy vahvana niiden hyötyessä tuotannon siirtymisestä pois Kiinasta ja muista korkeamman kustannustason maista.

Toisaalla kuumaa – toisaalla jäätävän kylmää

Työmarkkinat ovat kumentuneet monissa talouksissa ja työvoimapula kasvattaa palkkoihin kohdistuvaa nousupainetta ja kotimaista inflaatiota. Eteläisellä euroalueella deflaatiopaineet ovat yhä voimissaan.

Inflaatio & työvoimakustannukset, palvelut



Lähde: Macrobond

Gloaali deflatorinen paine näkyy yhä myös tuontihyödykkeiden hinnoissa. Jopa täystyöllisyyteen yltäneissä talouksissa keskuspankit ovat haluttomia kiristämään rahapolitiikkaansa siinä pelossa, että vahvistuva valuutta estäisi inflaatiotavoitteen saavuttamisen.

Niinpä ohjauskorot ovat kaukana vuosikymmen takaisesta tasosta, jolloin taloudessa elettiin samanaista noususuhdannetta. Tällöin suhdanteet kulkivat

tiiviimmin käsi kädessä ja useimmat keskuspankit kiristivät rahapolitiikkaansa samaan aikaan.

Yksikään keskuspankki ei toivo vahvaa valuuttua

Yritysten toimintaolosuhteissa on nykyisin isoja maakohtaisia eroja, ja erot rahapolitiikan toteuttamisessa tarjoavat mahdollisuuden suurille valuuttaliikkeille. Esimerkiksi EKP toimii täysin erilaisessa taloudellisessa ympäristössä kuin USA:n keskuspankki Fed. EKP:lla on kova työ elvyttää luotonantoa ja valuutan heikkeneminen olisi sille tervetullut uutinen. Fed puolestaan on lähellä tavoitettaan, mutta taustalla kummittelee edelleen pelko liian nopeasta ohjauksorkojen nostotahdistuessa suhteessa muihin keskuspankkeihin. Vahva dollari kun saattaisi siirtää tavoitteet uudelleen keskuspankin ulottumattomiin.

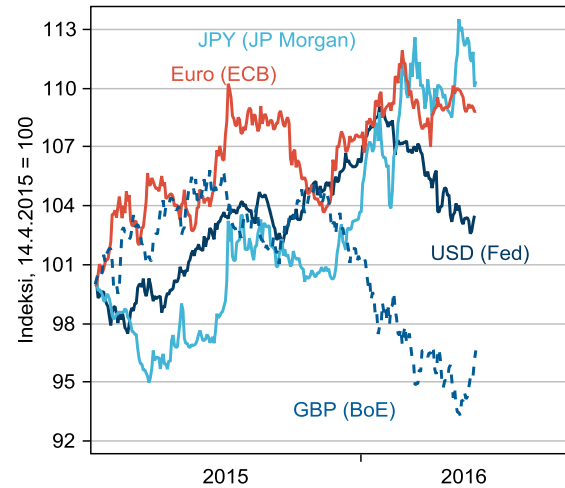
Samalla tavoin järkeilee Ruotsin keskuspankki. Talous ei kaipaa lisäelvytystä, mutta koronnostot on pantu jäihin vielä pitkäksi aikaa. Rahapolitiikan tiukentaminen voisi pahimmassa tapauksessa vahvistaa valuuttua liikaa ja vaarantaa inflaation paluun tavoitetasolle.

On ilmeistä, että kaikki keskuspankit eivät voi hakea apua valuuttakurssista kasvua ja inflaatiota vauhdittaakseen. Valuuttasodassa on myös häviäjiä. Fed teki kuitenkin hiljattain selväksi, että dollarin vahvistuminen vaikuttaa sen korkopäätöksiin ja saa sen harventamaan koronnostojen määrää. Ilmoituksen tuloksena dollari heikkeni ja euro vahvistui. EKP tarjonnee vastineeksi vieläkin avokätisempää rahapoliittista elvytystä. Koska keskuspankkien välillä ei näytä olevan koordinoitua, saatamme päätyä tilanteeseen, jossa ohjauksorot laskevat liian matalalle tasolle.

EKP ja Japanin keskuspankki valuuttasodan häviäjiä

Valuuttasodan häviäjän rooli osui viime vuonna EKP:lle. Keskuspankin ponnistelusta huolimatta kauppapainotettu euro on vahvistunut viime vuoden huhtikuusta 10 prosenttia mutta dollari vain 5 prosenttia. Myös Japanin jeni on vahvistunut noin 10 prosenttia. EKP:llä on siis enemmän syytä valuuttakurssihuoliin kuin Fedillä.

Kauppapainotetut valuuttakurssit



Lähde: Macrobond

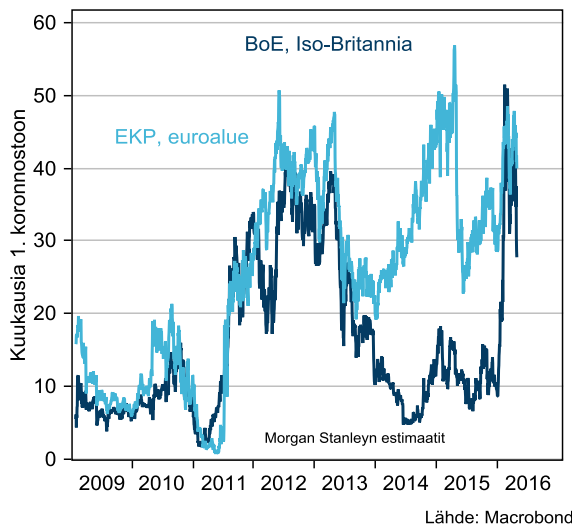
Koska USA:n taloudella on tukenaan voimakas kotimainen kysyntä, uskomme sen sietävän vahvaa valuuttua euroaluetta paremmin. Ennustamme, että dollari vahvistuu suhteessa euroon. Tämä on todennäköinen seuraus Fedin kiristyvistä rahapolitiikasta ja EKP:n ahkerasta elvytyksestä.

Jos euron arvo ei heikkene, kestää pitkään, ennen kuin heikkojen talouksien työmarkkinat pääsevät lähellekään täystyöllisyyttä. EKP:n on toimillaan varmistettava, että ne eivät ajaudu deflatoriseen kuiluun. Neljästä suuresta eurotaloudesta Italia on lähinnä deflatorista kuilua ja pankkien heikko tila kasvattaa riskiä entisestään.

Brexitin pelko heijastuu Ison-Britannian finanssimarkkinoille

Euroopan suurista talouksista työmarkkinat ovat kuumentuneet eniten Ison-Britanniassa. Palvelusektorin palkat ja inflaatio ovat lähteneet reippaaseen kasvuun. Valuutan vahvistumisen aikaansaama tuontihintojen lasku käänsi kokonaisuinflaation laskuun viime vuonna. Mutta kasvava pelko Brexitistä eli Britannian EU-erosta on heikentänyt puntaa huomattavasti ja kasvattanut inflaatiopaineita. Brexit-riskin kasvu on saanut markkinaosapuolet siirtämään koronnostotodotuksiaan kauas tulevaisuuteen. Englannin keskuspankki onkin yhtäkkiä samanlaisten näkymien edessä kuin EKP. Taustalla on pelko siitä, että päätös EU-erosta sysää talouden matalalentoon. On hyvinkin mahdollista, että tulevaisuus tuo tullessaan suuria valuuttakurssi- ja korkoheilahteluja – kaikki riippuu kesäkuun 23. päivän kansäänestyksestä.

BoE:n ja EKP:n koronnostojen odotus



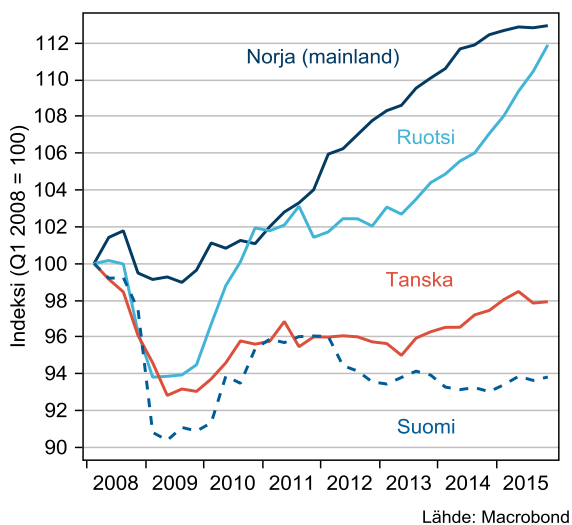
Mielipidemittauksissa EU-jäsenyyden kannattajat ja vastustajat ovat jokseenkin tasoissa, mutta oma ennustemme kallistuu sen puoleen, että EU:ssa pysymistä kannattava puoli voittaa äänestyksen.

Jos äänestys johtaa Britannian eroon EU:sta, kielteiset vaikutukset eivät heijastu vain Ison-Britannian talouteen, vaan myös poliittisten vaikeuksien piinaamaan Euroopan Unioniin. Brexitin toteutuessa olisi entistäkin vaikeampi suitsia niitä puolueita, jotka tavoittelevat suurempaa poliittista ja taloudellista riippumattomuutta Brysselistä. Vaikutukset ulottuisivat myös euroon.

Myös Pohjoismaat eriytyneet

Erot eri Pohjoismaiden talustilanteessa ovat huomattavat. Norja ja Ruotsi elpyivät hyvin vuosien 2008–2009 finanssikriisistä, kun taas Suomessa ja Tanskassa toipuminen on ollut kituliasta.

BKT



Tällä hetkellä Ruotsin talouskasvu on paljon vahvempi kuin muissa Pohjoismaissa. Talous kasvaa monella rintamalla, joskin nettoviennin odotetaan hiipuvan lähivuosina kruunun vahvistumisen ja heikkenevän globaalien kysynnän seurauksena. Merkittävää työttömyyden kasvua ei kuitenkaan ole näköpiirissä nopeasta väestönkasvusta huolimatta. Työmarkkinat ovat käytännössä jo ylikuumenemisen partaalla. Keskeisin syy on uusien maahanmuuttajien heikko työllistyminen. Ennustamme Ruotsille 3,5 prosentin BKT-kasvua vuonna 2016.

Tanskassa talous on jo pitkään kasvanut hyvin hitaasti. Asuntokuplan puhkeaminen ja kotitalouksien korkea velkaantumistaso ovat heikentäneet kotimaista kulutusta, ja epävarmat talousnäkyvät saavat yritykset välttämään investointeja. Myöskään elvyttävälle finanssipolitiikalle ei ole liemmin tilaa. Öljyn hinnan romahdus on vienyt valtiolta tuloja. Saattaa jopa olla, että finanssipolitiikkaa joudutaan kiristämään, jotta EU:n ja Tanskan omat budjettisäännöt täyttyvät. Vuodelle 2016 odotamme 0,3 prosentin BKT:n kasvua.

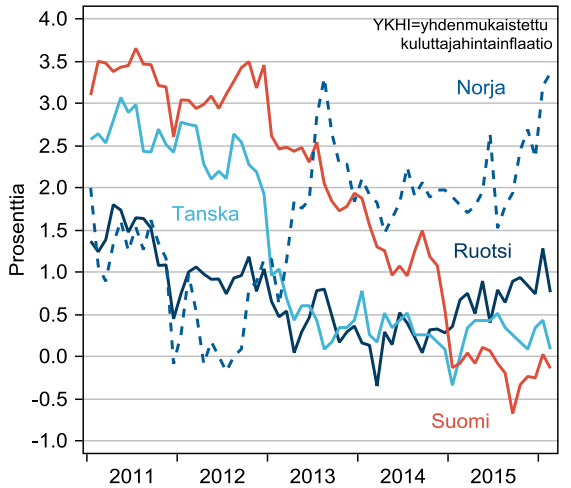
Suomen talous koki kovia tieto- ja viestintäteknologiasektorin ja paperiteollisuuden romahdettua. Myös Venäjän vientimarkkinoiden tyrehtyminen on ollut maalle kova isku. Koska Suomi on valuuttaunionin jäsen, valuutan devalvointi kilpailukyvyntä parantamiseksi ei ole mahdollista. Ratkaisua haetaankin kululeikkauksilla. Hallituksen tavoitteena on palauttaa kilpailukyky leikkaamalla työvoimakustannuksia 15 prosenttia. Odotamme BKT:n kasvavan vuonna 2016 prosentin verran.

Öljyn hinnan lasku on iskenyt lujaa Norjan talouteen. Sekä öljyteollisuuden investointihyödykkeiden vienti että kotimaiset öljyalan investoinnit ovat romahtaneet. Työ elinkeinorakenteen monipuolistamiseksi etenee hitaasti. Elvyttävä finanssipolitiikka loiventaa kuitenkin talouden alamäkeä. Odotamme BKT kasvavan tänä vuonna 0,6 prosenttia.

Olosuhteet rahapolitiikan harjoittamiselle ovat Pohjoismaissa kovin erilaiset. Sekä Norjalla ja Ruotsilla on oma itsenäinen keskuspankki, jotka molemmat ovat asettaneet inflaatiotavoitteeksi 2 prosenttia. Tanskassa ja Suomessa rahapolitiikkaa ohjaa Euroopan keskuspankki EKP. Suomi on valuuttaunionin täysjäsen ja Tanska on kytkenyt kruununsa euroon. EKP:n inflaatiotavoite on euroalueelle 2 prosenttia, mutta se ei ole asettanut jäsenmaakohtaisia tavoitteita.

Norjassa ja Ruotsissa rahapolitiikan ja inflaation välinen kytkös muodostuu valuuttakurssin kautta. Toisin sanoen valuuttakurssin heikkeneminen kasvattaa tuontituotteiden hintoja mutta antaa samalla kansainvälisesti kilpaileville yrityksille tilaisuuden nostaa hintoja. Vuoden 2013 alusta Norjan kruunu on heikentynyt 17,3 prosenttia suhteessa Ruotsin kruunuun, mikä selittää Norjan selvästi korkeamman inflaation suhteessa Ruotsiin samalla ajanjaksolla.

Inflaatio (YKHI)



Lähde: Macrobond

Keskeiset maailmantalouden ennusteet

	2015	2016E	2017E	2018E
USA	2.4	1.7	2.0	1.7
Euroalue	1.6	1.5	1.5	1.4
Iso-Britannia	2.3	2.1	2.0	1.8
Japani	0.5	0.5	0.6	0.7
Venäjä	-3.7	-2.0	1.0	1.5
Kiina	6.9	6.5	6.3	6.1
Intia	7.1	7.5	7.7	8.0
Brasilia	-3.8	-4.0	0.2	1.5

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Jan Häggström, +46 87011097, jaha05@handelsbanken.se
 Petter Lundvik, +46 87013397, pelu16@handelsbanken.se

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

Euroalue

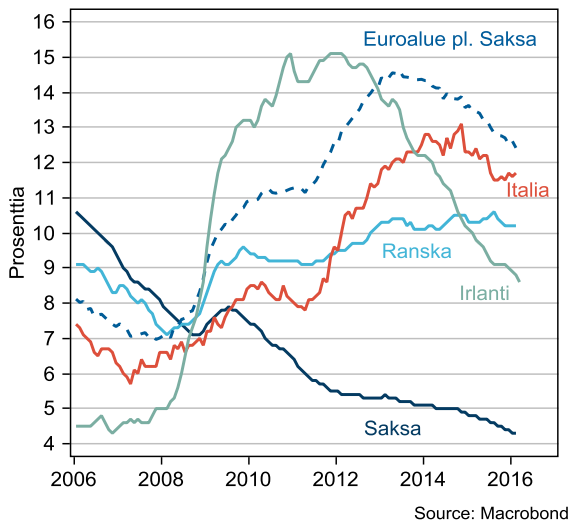
Talouden yhteinen tahti yhä hukassa

Deflaatiopaineet eivät ota hellittääkseen euroalueen heikoissa talouksissa. Vapaata työvoimaa on runsaasti, mikä pitää palkkojen ja hintojen nousun hitaana. Tämä synnyttää negatiivisia kerrannaisvaikutuksia pankeille ja heikentää keskuspankin rahapoliittisten toimien tehoa. Euroopan keskuspankin EKP:n on jatkettava deflaationtorjuntaa. Siltä vaaditaan myös järeämpiä toimia luotonannon kasvattamiseksi ja euron heikentämiseksi. Kestää ainakin kolme vuotta, ennen kuin ohjauskorkoja voidaan nostaa.

Kuilu vahvojen ja heikkojen eurotalouksien välillä on teema, johon säännöllisesti palaamme. Heikon talustilanteen pitkittyminen monissa maissa johtaa siihen, että euroalueen rahapolitiikan tulee pysyä höyhenenkevyenä vielä pitkään, vaikka se ei olisikaan oikea lääke aivan kaikille jäsenmaille. Tämä tarkoittaa, että yhdenlainen rahapolitiikka ei sovi kaikille ja vahvistaa sen, että euroalue on kaukana optimaalisesti toimivasta valuutta-alueesta.

Kun tarkastelemme talouden tilaa kuvaavia suhdanneindikaattoreita tai ostopääliköindeksejä, erot eivät ole suuren suuria. Jopa heikoimmassa maissa on nähty huomattavia suhdannepiikkejä. Sen sijaan työmarkkinatilanteessa on havaittavissa merkittäviä eroja, kun tarkastellaan työttömyysastetta ja työmarkkinoilla esiintyvää työvoimaresurssien vajaakäyttöä.

Työttömyysasteet



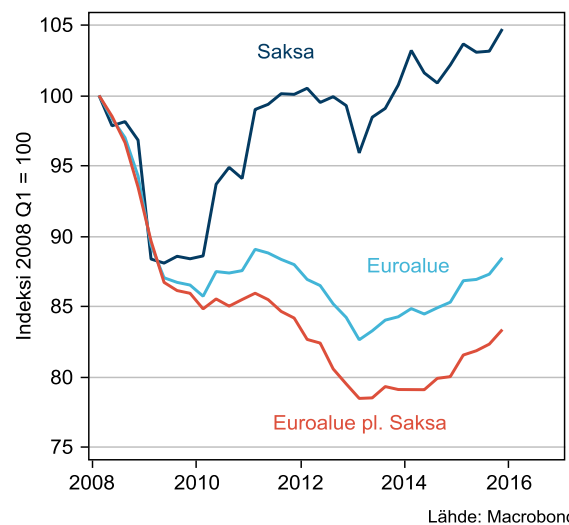
EKP on vaikean tehtävän edessä, sillä heikkojen työmarkkinoiden maissa keskuspankin toivotaan lääkitsevän ongelmaa avokätisen rahapoliittisen elvytyksen avulla. Siellä, missä tilanne työmarkkinoilla on vahva, kuten Saksassa, puolestaan näytetään vihreää valoa päinvastaisille toimille. Niin kauan kuin palkkainflaatio pysyi hallinnassa kaikissa

alueen talouksissa, kevyt rahapolitiikka oli oikea resepti ongelmiin. Tilanne on Saksassa nyt kuitenkin toinen, mikä saa maan protestoimaan entistä kovaäänisemmin EKP:n lisäelvytystä vastaan.

Myös yritysvoittojen kehityksessä on valtavia eroja. Saksalaisyritykset ovat saaneet nauttia voittomarginaalien vahvasta kasvusta samaan aikaan kun Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa voitot ovat jääneet vaatimattomiksi. Voittojen kehitys heijastaa osittain talouden yleistä elpymistä, jossa markkinakohtaiset erot ovat suuret. Pidämme sitä myös merkinä siitä, että vahvan euron kielteinen vaikutus voittojen kehitykseen on ollut suurempi Välimeren alueen maissa kuin Saksassa.

Voittojen hidas elpyminen näkyy selvästi myös investoinneissa, joiden elpyminen on lähestulkoon yksinomaan saksalainen ilmiö. Investoinnit ja uusien työpaikkojen syntyminen kulkevat tyypillisesti käsi kädessä ja siksi heikko voittomarginaalien kehitys on keskeinen syy työmarkkinoiden heikkoon suorituskykyyn monissa talouksissa.

Kiinteät bruttoinvestoinnit



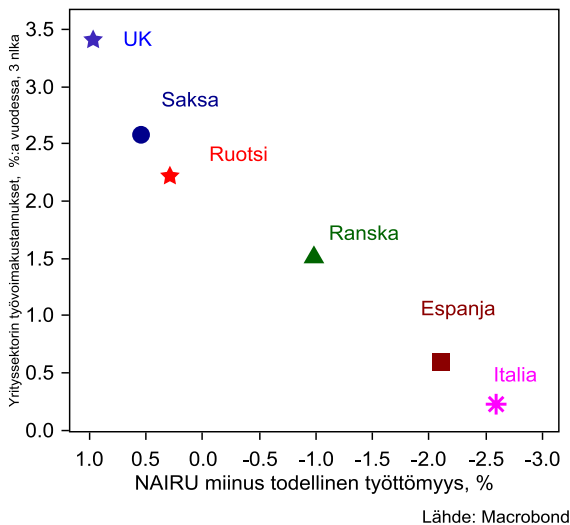
Työmarkkinat eriytyvät

Saksassa työttömyys jatkaa laskuaan, kun taas Ranska näyttäytyy edelleen korkean työttömyyden maana. Italiassa viime vuonna alkuun päässyt työttömyyden lasku on pysähtynyt. Vajaakäytössä olevan työvoiman määrä vaihtelee myös huomattavasti. Saksassa työmarkkinoiden ylikuumeneminen alkoi jo viime vuonna, kun taas Ranskassa ja etenkin Italiassa työttömiä on runsaasti.

Kriisin pahiten koettelemisissa maissa työmarkkina-kehitys on epäyhtenäistä. Kreikan työttömyys pysyttelee lähellä ennätystasoa, mutta Espanjassa työttömyys on Irlannin tavoin hitaassa laskussa. Espanjassa työmarkkinat ovat edelleen vajaakäytössä, mutta Irlannissa ollaan jo lähellä ylikuumenemistä, jos mittarina käytetään OECD:n arviota täystyöllisyydelle.

Työvoimakustannusten kehitys heijastaa eroja työttömien määrässä eri puolilla Eurooppaa. Työvoimakustannukset ovat kivunneet Saksassa, Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa, mutta pysyneet matalana Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa.

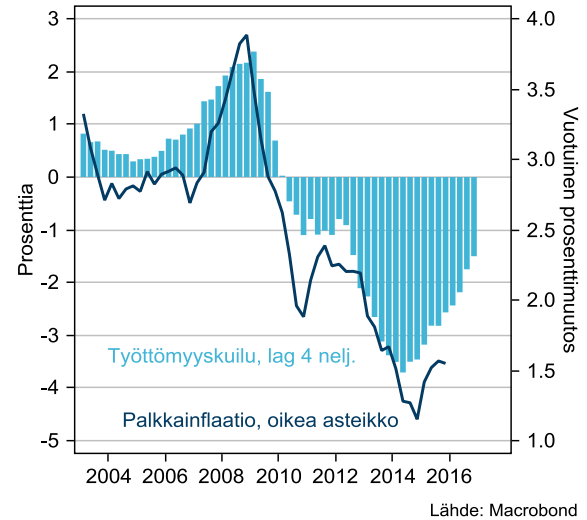
Työvoimakustannukset vs työttömyyskuilu



Kun tarkastellaan työmarkkinoiden vajaakäytön keskiarvoa euroalueella, on helppo huomata, että se on yksi tärkeimmistä syistä palkkainflaation hidastumiseen, joka lähti liikkeelle kriisin alkuaikoina. Työttömyysasteen tulee laskea vielä noin 1,5 prosenttiyksikköä ennen kuin voidaan puhua täystyöllisyydestä. Aikaa tähän kuluu kolmisen vuotta edellyttäen, että BKT:n kasvu pysyy nykyisten ennusteiden tasolla. Jos työmarkkinatilanteen (mitattuna työttömyyskuilulla, jolla tarkoitetaan havaitun työttömyyden eroa talouden estimoituun tasapainotyöttömyyteen nähden) ja palkkojen nousun välinen viive on yhden vuoden luokkaa,

palkkojen nousuvauhti kiihtyy vuoteen 2019 mennessä 2,5–3 prosenttiin. Tämän verran palkkojen tulee nousta, jotta inflaatio kiihtyy 2 prosentin tavoitevauhtiinsa.

Euroalue poislukien Saksa

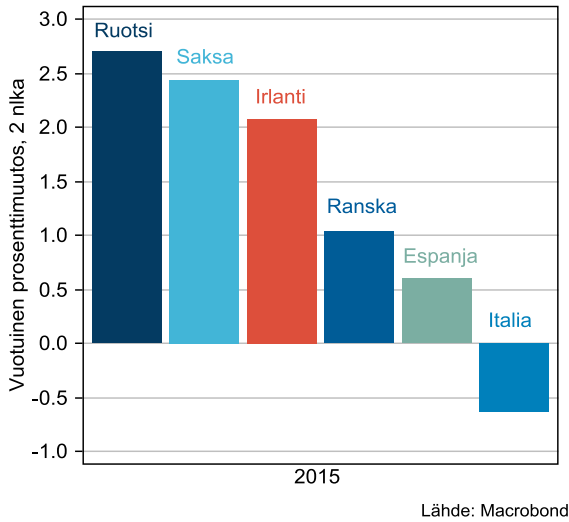


Tämä on se näkökulma, josta EKP:n rahapolitiikka tulee tarkastella. Koska odotettavissa ei ole tarjontashokkia tai euron arvon huomattavaa heikkenemistä, rahapolitiikan tulee pysyä erittäin elvyttävänä vielä pitkään.

Hyödykkeiden hintoja ohjaavat pitkälti globaalit tekijät, valuuttakurssi mukaan lukien. Palveluiden hinnat sen sijaan linkittyvät tiiviimmin kotimaisiin kysyntäpaineisiin ja palkkakustannuksiin.

Kuluttajahintainflaatio on pysytellyt viime vuosikymmenet 0,5 prosentin tasolla. Tämä tarkoittaa, että palveluinflaation tulee olla merkittävästi yli 2 prosentin tason ennen kuin EKP voi olla tyytyväinen. Jos mittarina pidetään palvelusektorin työvoimakustannuksia, tavoitetaso saavutetaan Saksassa 1–2 vuodessa; muualla aikaa kuluu huomattavasti enemmän. Neljästä suuresta euroalueen taloudesta paine palvelusektorin työvoimakustannusten ja inflaation laskulle on erityisen suuri Italiassa.

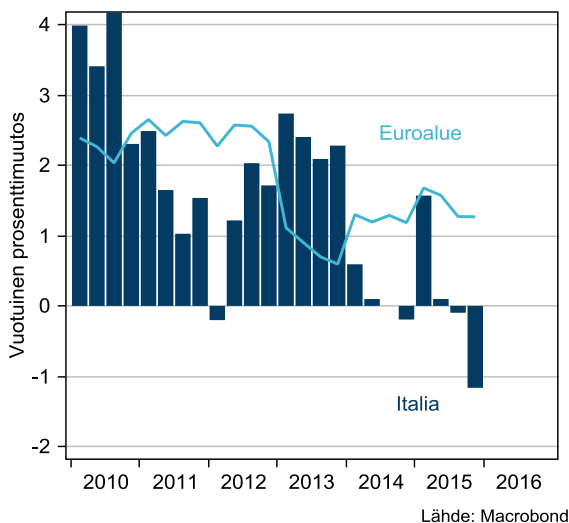
Palvelusektorin työvoimakustannukset



Deflaatiokierre Italian uhkana

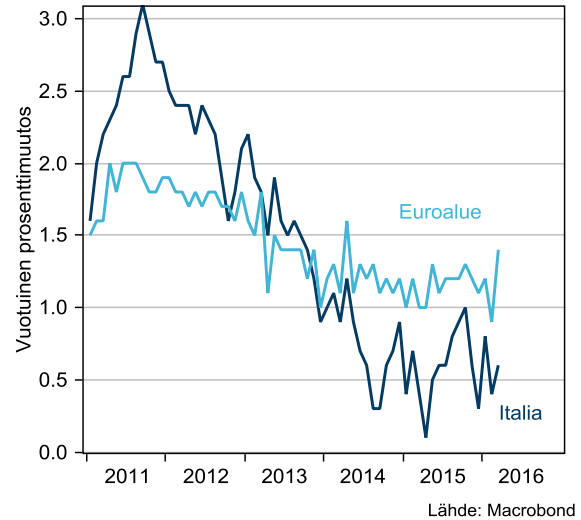
Deflaation uhka on erityisen ongelmallinen niille talouksille, joilla on runsaasti velkaa ja joiden pankit ovat heikossa kunnossa. Tästä hyvä esimerkki on Italia. Maan talous toipui taantumasta vuonna 2015, mutta työmarkkinat ovat edelleen vaikeassa tilanteessa tolalla. Vuonna 2015 työttömyysaste laski, mutta vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä suunta on jälleen ollut yölspäin. Italian työttömyys on nyt 2,5 prosenttiyksikköä korkeampi kuin OECD:n määrittelemä taso Italian täystyöllisyydelle. Siksi työvoimakustannuksiin kohdistuu edelleen laskupaineita. Palkkainflaatio on hidastunut tasaisesti vuodesta 2011. Palvelusektorin työvoimakustannukset laskivat yli prosentin vuoden 2015 viimeisellä neljänneksellä, kun verrataan kustannuksia vuoden takaiseen ajankohtaan, mikä on paljon heikompi suoritus kuin euroalueella keskimäärin.

Palvelusektorin työvoimakustannukset



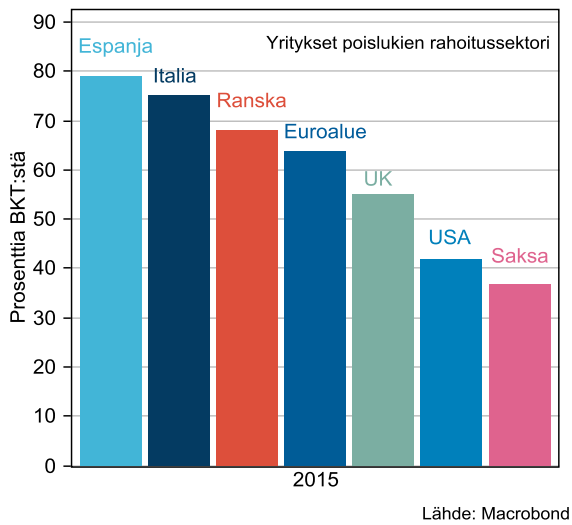
Italian deflaatiopaineet tuskin väistyvät, ennen kuin talouskasvu käynnistyy toden teolla ja/tai euron arvo heikkenee suhteessa keskeisiin valuuttoihin ja auttaa osaltaan kasvattamaan tuonti-inflaatiota.

Palvelujen inflaatio, YKHI



Italian kantaessa painavaa velkataakkaa, deflaatio on viimeinen asia, jota niin julkinen kuin yksityinenkään sektori haluavat. Palkkojen ja hintojen lasku heikentää paitsi valtion saamaa tulovirtaa, myös kotitalouksien ja yritysten tuloja, ja vaikeuttaa velan hoitoa. Myös Italian pankkeja on tänä vuonna koeteltu. Toistuvat taseiden alaskirjaukset ja luottotappiovaraukset ovat tehneet tyhjäksi yritykset kasvattaa vakavaraisuutta. Vuoden 2015 kasvuykäyksestä ja jälleenrahoituskustannusten laskusta huolimatta järjestämättömien luottojen määrä kasvoi. Uusi sääntely ja ongelmpankkien velkojen maksattaminen veronmaksajien sijaan sijoittajilla ja tallettajilla ovat lisänneet Italian pankkeihin kohdistuvaa riskiaversiota. Tämän seurauksena osakkeiden hinnat ovat laskeneet ja luottoriskien vakuuttamisen hinta on kallistunut. Deflatorisena pysynyt ympäristö kasvattaa näitä paineita entisestään.

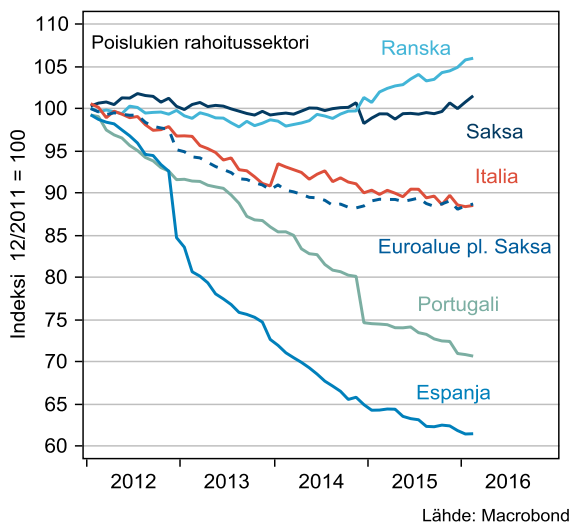
Velkasuhteet



EKP:n ponnisteluilla vain vähäinen vaikutus luotonantoon

EKP:n toimilla luotonuksen kasvattamiseksi on ollut toistaiseksi vain vähän vaikutusta luotonantoon kokonaisuudessaan. Finanssikriisin varjo on pitkä. Yritysten velkaantuminen kasvoi monissa maissa liian suureksi, ja talouden hidaskelvyminen on hidastanut velkojen takaisinmaksua. Järjestämättömien lainojen määrän kasvu on heikentänyt pankkien taseita ja tehnyt ne varovaisiksi myöntämään uusia luottoja. Yritysluottokannan supistuminen heikoissa talouksissa painaa edelleen enemmän koko rahaliiton luotonannon kasvussa kuin luottoekspansion käynnistyminen Ranskassa ja Saksassa.

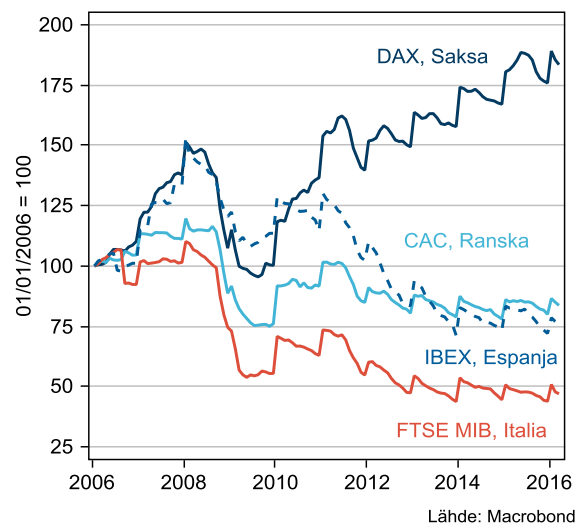
Lainat yrityssectorille



Yritysvuorot elpyvät epätahtiin

Yritysvuorojen elpyminen on ollut euroalueella hyvin epätaisaista. Kun tarkastelemme osakekohtaisia tuloksia neljän keskeisen euroalueen osakeindeksin osalta, erot saksalaisen DAX-indeksin ja muiden välillä ovat huomattavat. Saksalaisyrityksien osalta osakekohtainen tulos on kasvanut lähes 80 prosenttia vuodesta 2006, kun taas ranskalaisen CAC-indeksin yhtiöiden osalta on nähty 20 prosentin pudotus ja espanjalaisen IBEX-indeksin yhtiöiden osalta lähes 30 prosentin lasku. Italialaisen FTSE-MIB-indeksin yhtiöissä osakekohtainen tulos jää yli 50 prosenttia vuoden 2006 tasosta.

EPS-estimaatit seuraavalle 12 kk:lle



Erot yritysten voittomarginaalien kehityksessä vaikuttavat investointien kautta tapahtuvaan elpymiseen, joka Saksassa on ollut vahvaa mutta muualla heikkoa. Tiivis yhteys investointien ja työllistämisen välillä selittää myös sen, miksi Saksan työmarkkinat ovat elpyneet ja eriytyneet täysin muista.

Syvä kuilu yritysten voittomarginaalien kehityksessä linkittyy selvästi talouden elpymisvauhtiin, mutta on todennäköisesti myös seurausta suurista kilpailukyeroista. Vahva euro on taustalla euroalueen vientiteollisuuden suhteellisen hitaassa toipumisvauhdissa USA:han verrattuna. Saksa kuitenkin erottuu muista merkittävästi vahvemmalta suorituksellaan.

Osittain taustalla on hintakilpailukyky. Saksa onnistui pitämään työvoimakustannukset aisoissa taantumaa edeltävinä vuosina samaan aikaan kun työmarkkinoiden ylikuumeneminen johti monissa maissa kustannusten karkaamiseen.

Saksan kilpailuetuihin voidaan lukea myös sen tuotevalikoima ja kyky vastata globaalin markkinan haas-

teisiin. Maailmantalous koki valtaisan sokin, kun armoton hintakilpailu – erityisesti Kiinan suunnasta – pääsi valloilleen hieman vuosituhannen vaihteen jälkeen. Ne taloudet, joiden vientiteollisuus nojasi vahvasti yksinkertaisiin kuluttajahyödykkeisiin kokivat vaikutukset raskaampina kuin erikoistuneiden pääomahyödykkeiden valmistajat, kuten Saksa.

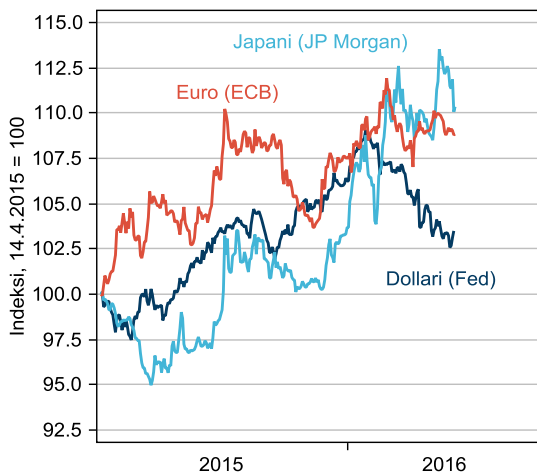
Kun tavoitteena on hyvä hintakehitys suhteessa kustannuksiin, vahvan kustannuskilpailukyvyyn ja kilpailukykyisen tuotevalikoiman yhdistelmällä saavutetaan parempia tuloksia kuin jos kustannukset ovat jo lähtötilanteessa liian korkeat eikä hinnoisakaan ole tilanteen korjaamiseksi vaadittavaa korotusvaraa. Tämä selittää erot voittomarginaalien kehityksessä ja antaa vastauksen sille, miksi toiset taloudet ovat muita alttiimpia vahvan euron kielteisille vaikutuksille.

Yksi tulkinta on, että euro ei ole ollut Saksan näkökulmasta liian vahva. Muussa tapauksessa emme olisi nähneet siellä niin vahvaa yritysvoittojen ja investointien elpymistä. Se, että yritysvitot jäävät edelleen hyvin vaatimattomiksi kolmessa muussa suuressa eurotaloudessa osoittaa, että euro on niiden näkökulmasta edelleen liian vahva.

EKP häviäjänä valuuttasodassa

EKP:n saama opetus on, että mikäli euro ei heikkene, kestää vielä kauan, ennen kuin heikkojen talouksien työmarkkinoilla päästään niin lähelle täystyöllisyyttä, että ne välttävät varmasti juuttumisen deflatoriseen kierteseen. Italia on tältä osin neljästä ydinmaasta suurimmassa vaarassa. Keskuspankin ponnisteluista huolimatta kaupappainotettu euro on vahvistunut viime vuoden huhtikuusta 10 prosenttia mutta dollari vain 5 prosenttia. Myös Japanin jeni on vahvistunut 10 prosenttia.

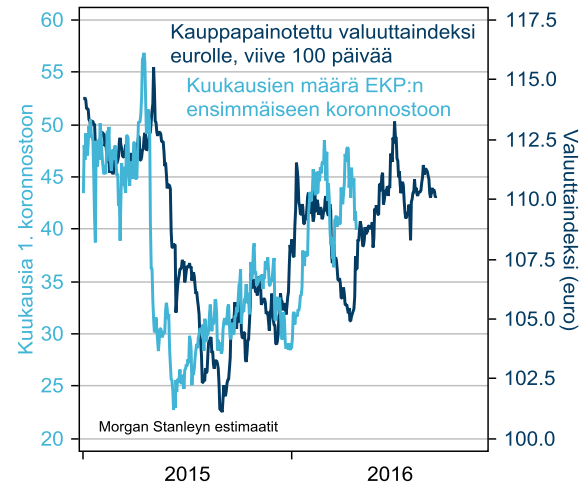
Kaupappainotetut valuuttakurssit



Lähde: Macrobond

Valuuttakurssien muutosten dynamona ovat tyypillisesti erot suhteellisissa rahapolitiikkaodotuksissa. Viime aikoina yhteys on kulkenut päinvastaiseen suuntaan. Euron kaupappainotetun valuuttakurssin arvon muutokset näyttävät olleen ennakoiva indikaattori markkinoiden EKP-odotuksille. Kun euron arvo heikentyi vuoden 2014 kesällä, markkinoiden tunnelma muuttui optimistisemmäksi ja odotukset EKP:n ensimmäisestä koronnostosta aikaistuivat noin neljän vuoden päässä tapahtuvasta nostosta kahden vuoden päähän. Viimeisen 12 kuukauden aikana nähty euron kaupappainotettu vahvistuminen on puolestaan siirtänyt markkinapessimismin mukana koronnosto-odotukset takaisin noin 4 vuoden päähän.

EKP:n koronnoston odotus & euro



Lähde: Macrobond

Keskeiset ennusteet euroalueelle

	2015	2016E	2017E	2018E
BKT:n kasvu	16	15	15	14
Inflaatio	0.0	0.3	1.3	1.6
Työttömyysaste	10.9	10.4	10.1	9.8

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Jan Häggström, +46 8 7011097, jaha05@handelsbanken.se

Suomi

Uudistusten lykkääntyminen tulisi Suomelle kalliiksi!

Suomen talous palasi maltilliseen kasvuun vuonna 2015, mutta on silti vielä ennenaikaista julistaa talouden kulkevan nyt kohti kestävästä elpymisestä. Heikko vienti ja hiipuva teollisuuden työllisyys enteilevät vahvasti, että Suomen ongelmat ovat seurausta heikosta hintakilpailukyvyistä. Se rajoittaa myös kotimaisen kysynnän kasvua, ja ennustamme ainoastaan maltillista BKT:n kasvua vuosille 2016–18.

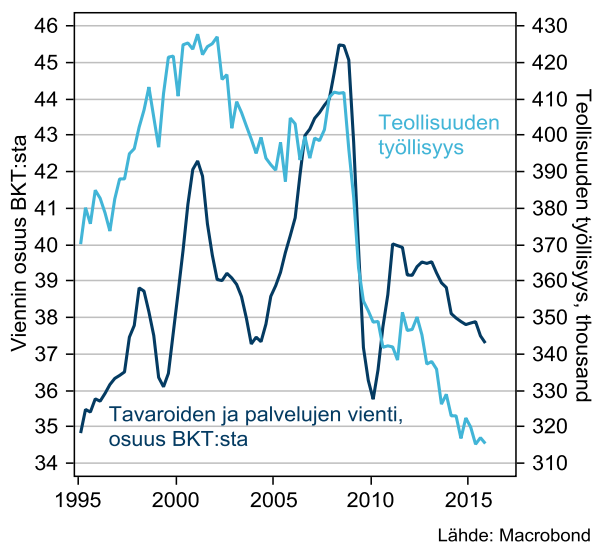
Niukka kasvu ei anna aihetta tyytyväisyyteen

Kolme vuotta kestänyt Suomen BKT:n supistuminen päättyi vihdoin viime vuonna 0,5 prosentin kasvuun. Tästä huolimatta talouden kokonaiskuvaan ei voi olla tyytyväinen. Tavaroiden vienti kutistui viime vuonna vielä 1,4 prosenttia ja viennin suhde BKT:hen jatkoi laskuaan ollen 37 prosenttia, merkittävästi alle kriisiä edeltäneen 45 prosentin huipputasoa. Lisäksi teollisuuden työpaikat ovat yhä vähentyneet. Teollisuuden työllisyys kohentui hetken aikaa vuodesta 2010 alkaen globaalin elpymisen tukemana, mutta vuoden 2012 puolivälin jälkeen on teollisuudesta kadonnut melkein 35 000 työpaikkaa. Teollisuuden osuus Suomen kokonaisviennistä on jopa 80 prosenttia, ja siten teollisuustyöpaikkojen häviäminen on vahvasti sidoksissa viennin alamäkeen. Viennin näkymät ovat yhä erittäin epävarmat, varsinkin kun talouden suhdanteet ovat vähitellen kypsyneissä kehittyneissä talouksissa ja kehittyvien markkinoiden kasvuodotuksia rajoittavat monet epävarmuudet. Tästä syystä näemme Suomen viennin kasvun olevan ennusteperiodillamme 2016–18 vain maltillista.

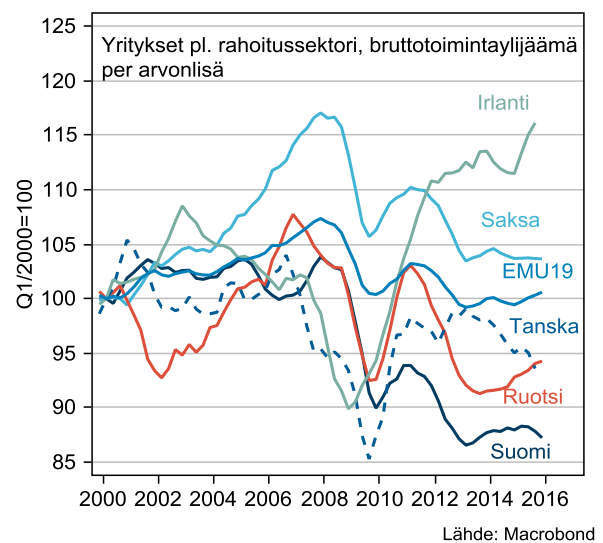
Kilpailukyvyn puute on suurin ongelma...

Vuonna 2008 alkanut Suomen talouden taantuma oli seurausta viennin romahtamisesta, mikä johtui peräkkäisistä shokeista, ensin kahdella merkittävimmällä teollisuudenalalla, tieto- ja viestintäteknologia-alalla sekä paperiteollisuudessa, ja myöhemmin viennissä Venäjälle, joka on ollut yksi Suomen päävientimarkkinoista. Vahvan hintakilpailukyvyn olisi pitänyt auttaa Suomea selviytymään kriisistä, mutta niin ei kuitenkaan tapahtunut. Nykyinen talouden kurimus onkin pitkälti seurausta riittämättömästä hintakilpailukyvyistä. Siitä kertovat monet tekijät: Suomen markkinaosuus on maailmankaupassa selvästi laskenut, Suomen BKT:n kasvuvauhti on erittäin heikkoa verrattuna muihin pieniin avoimiin talouksiin, vaihtotaseen ei ole onnistuttu kerryttämään riittävästi ylijäämää ja yritysvoitot ovat laskeutuneet erityisesti avoimella sektorilla. Kilpailukyvyn menetystä ei voi pitää yllättävänä, kun huomioidaan työvoimakustannusten kilpailijamaita selvästi nopeampi kasvu edellisen suhdannenousun lopulla – juuri ennen finanssikriisin alkua.

Suomen vienti & teollisuuden työpaikat



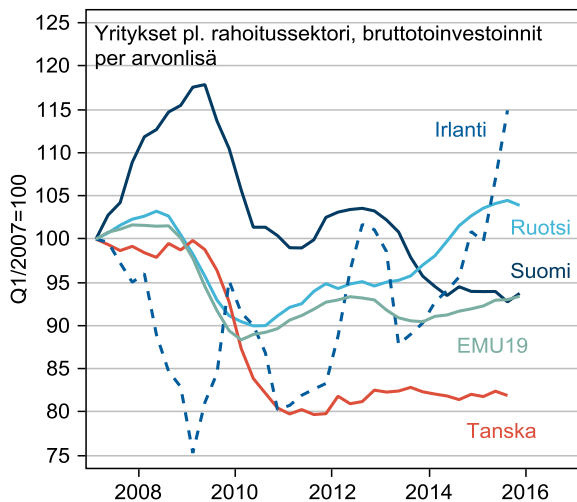
Yrityssektorin voittoasteet



...ja sen on palauduttava, jotta viheliäinen kierre katkeaa

Kilpailukyvyyn puute on Suomelle valtaisa ongelma aikana, jolloin globaali kysyntä on vahvasti siirtymässä palveluihin ja maailmantalouden kasvu perustuu aiempaa vähemmän investointeihin. Teollisuuden elpyminen pysyy vaimeana niissä maissa, jotka tuottavat väli- ja pääomahyödykkeitä. Ne ovat molemmat Suomen viennin ja teollisuuden päätuotteita. Vientimme suuntautuessa väli- ja pääomahyödykkeisiin, kohtaa teollisuutemme maailmantaloudessa ylikapasiteettia, tuottajahintojen laskua, korkeaa kysynnän vaihtelua sekä vakavia kannattavuusongelmia. Riittämätön hintakilpailukyky verrattuna verrokkimaihin yksinkertaisesti voimistaa näitä ongelmia, ja heikon kannattavuuden turvin suomalaisten yritysten on hyvin riskialtista investoida. Uhkana on viheliäinen kierre, jossa investointien puute heikentää myös yritysten tulevaa kasvua ja kannattavuutta.

Yritykset - investointiasteet



Lähde: Macrobond

Suomessa on koettu mittava teollisuuden arvonlisän ja yritysten investointien lasku, erityisesti viennin sektorilla. Heikkous on pikku hiljaa levinnyt viennistä ulkomaankauppaa käymättömälle suljetulle sektorille, kun vientiyritysten kysyntä kotimaisille palveluille on vähentynyt. Heikko kilpailukyky kaventaa suomalaisten kotimarkkinayritysten mahdollisuuksia pärjätä kilpailukykyisempiä tuontitavaroita ja -palveluita vastaan. Kaiken tämän seurauksena aneeminen taloudellinen toimeliaisuus rapauttaa myös julkisen talouden tasapainoa ja luo negatiivisen kierteen kuluttajien reaalisiin käytettävissä oleviin tuloihin.

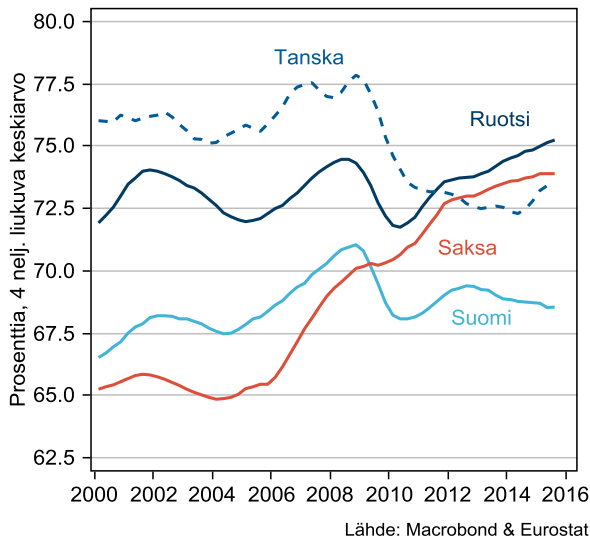
Fokus työmarkkinauudistuksissa

Suomen hintakilpailukyvyyn palauttamisen suuruudesta kauppakumppaneihin nähden käydään jatkuvaa debattia, mutta arviot liikkuvat 5-15 prosentin välillä. Hallitusohjelmassa on asetettu tavoitteeksi yksikkötyökustannusten alentaminen koko talouden osalta 15 prosentilla. Hallitus on tämän saavuttaakseen alustavasti sopinut kilpailukyypaketista työmarkkinaosapuolien kanssa.

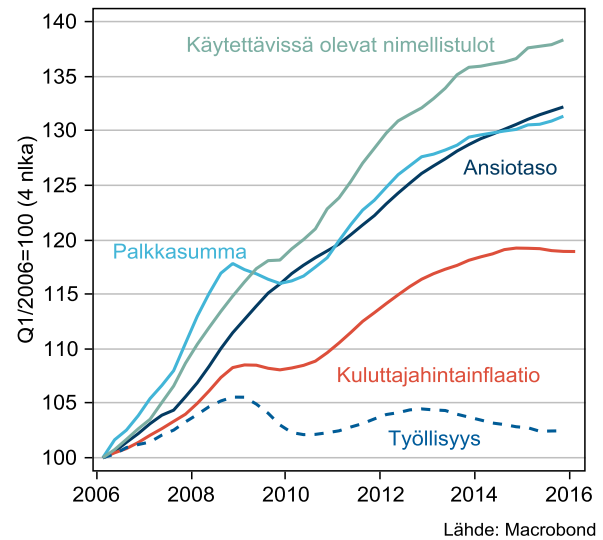
Esitetyt uudistukset ovat seuraavia: vuotuinen kolmea työpäivää vastaava työtuntien lisäys palkkaa muuttamatta, työntekijöiden työeläkevakuutusmaksun nosto 1,2 prosentilla vuoteen 2020 mennessä, keskimäärin 0,85 prosentin nosto työntekijöiden työttömyysvakuutusmaksuun vuosien 2017–18 aikana ja vastaavan suuruinen vähennys työnantajien maksuihin sekä 30 prosentin leikkaus julkisen sektorin lomarahoitukseen vuosina 2017–20. Lisäksi työnantajien sosiaaliturvamaksua alennetaan noin 1 prosentilla vuosina 2017–19. Tämä kilpailukykyso- pimus ei kuitenkaan ratkaise koko 15 prosentin yksikkötyökustannustavoitetta. Lisäksi 5 prosenttia pitäisi saavuttaa monivuotisella maltillisella palkkaratkaisulla ja loput 5 prosenttia yritysten tuottavuutta parantavilla uudistuksilla.

Mielestämme kaikkein tärkeintä olisi muuttaa kollektiivisten palkkasopimusten malli yrityskohtaiseksi sekä muuttaa yleinen työehtosopimusten kattavuus joustavammaksi. Nämä uudistukset auttaisivat ylläpitämään yritysten kannattavuutta vaikeinkin aikoina ja turvaisivat mahdollisimman monen työpäi- kan säilymistä. Toteutuessaan nämä uudistukset merkitsisivät kokonaisuudessaan isoa askelta eteenpäin. Uskomme, että edistämällä samalla hyödykemarkkinoiden kilpailua, poistamalla työttömyyskorvaus- ja sosiaaliturvajärjestelmää liittyviä kannustinloukkuja sekä parantamalla asuntomarkkinoiden toimivuutta kasvukeskuksissa avautuisi mahdollisuuksia sellaisille uusille yrityksille ja tuotteille, jotka lisääisivät tuottavuutta sekä synnyttäisivät Suomelle kaivattua uutta arvonlisää. Tärkein seuraus olisi kuitenkin uusien työpaikkojen syntyminen sekä monen nykyisen työpaikan säilyminen. Tätä tarvitaan, jotta Suomen julkisen talouden noin 10 miljardin kestävyysvaje saadaan katettua. Kestämätön tilanne Suomelle muodostuisi korkeasta pitkäaikaistyöttömyydestä ja matalasta työllisyysasteesta.

Työllisyysaste



Kotitalouksien ostovoiman lähteet



Kulutuksen kasvu luvassa vastatuulta

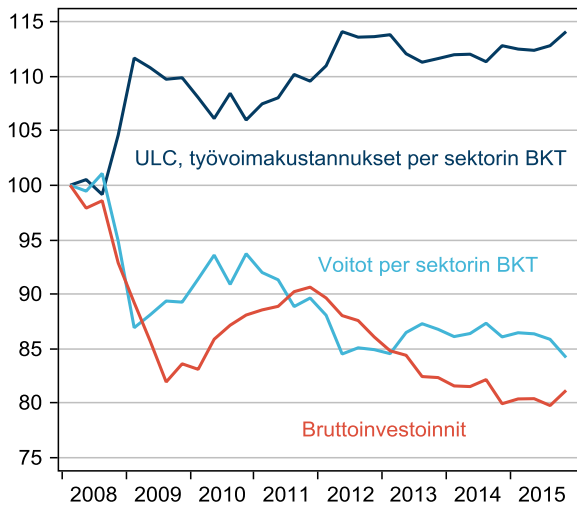
Kansantalouden tilinpidon tarkempi analyysi vuodelta 2015 tuo esiin muutamia mielenkiintoisia seikkoja. Karkeasti laskettuna koko vuoden osalta noin puolet talouskasvusta syntyi nettoviennistä ja puolet kotimaisesta kysynnästä. Aivan vuoden lopussa kuitenkin ainoastaan kotimainen kysyntä kiihdytti kasvua ja nettoviennin kontribuutio oli negatiivinen, kun kulutuksen ja investointien elpyminen vauhdittivat tuontia. Tällainen kasvu ei ole pidemmän päälle tasapainoista. On vaikea nähdä kulutuksen ripeän kasvun edelleen jatkuvan, kun monet kulutusta tukeneet tekijät todennäköisesti väistyvät ennusteperiodillamme. Kulutusta ovat tukeneet erityisesti työllisyyden vakautuminen, nimellispalkkojen yli 1 prosentin nousu sekä hidas inflaatio. Kotitalouksien kulutusta kasvatti viime vuonna myös pankkien tarjoamien lyhennysvapaiden runsas käyttö sekä vanhojen autojen romutuspalkkiot.

Reaalitulojen kasvunäkymät eivät luo uskoa vahvaan kotitalouksien kulutuksen kasvuun vuosina 2016–18. Julkisen sektorin sopeutustoimet jatkuvat, korkea työttömyys pitää palkat korkeintaan hyvin maltillisessa nousussa ja inflaatio kiihtyy raaka-ainehintojen nousun myötä. Myös työntekijöiden nousevat palkkojen sivukulut kilpailukykysojimuksen lopputuloksena vähentävät kuluttajien ostovoimaa. On mahdollista, että hallitus tekee 1 miljardin euron tuloveron kevennykset vuosina 2018–19, mikäli kilpailukykysojimuksen tavoitteet saavutetaan. Tämä on yhä avoimena kirjoitushetkellä, mutta toteutuessaankin odottaisimme veronkevennyksen vaikutusten kulutukseen jäävän rajallisiksi, kun huomioidaan edessä olevat kulutusta heikentävät tekijät. Maltilliseksi jäävän kotimaisen kysynnän kasvun takia on työmarkkinoiden elpyminen ennusteperiodilla hyvin hidasta.

Investointitaantuma on loppumassa

Investoinnit vähenivät viime vuonna 1,1 prosenttia, mutta investointiaktiiviteetti nousi selvästi vuoden loppua kohti mentäessä. Koneiden ja laitteiden investoinnit lisääntyivät vuoden viimeisellä neljänneksellä noin 30 prosenttia vuoden takaisesta, ja siten investointien supistuminen näyttäisi saavuttaneen pohjan. Osittain kysymys on yritysten patoutuneiden korvausinvestointien toteuttamisesta, joita lykättiin epävarman kysyntänäkymän ja heikentyneen kannattavuuden takia. Vuoden alun tilastot osoittavat lisäksi muiden kiinteistöjen kuin asuinrakennusten rakentamisen piristyneen, mikä normaalisti indikoi yritysten investointien kasvua.

Suomi: yritykset pl. rahoitussektori



Lähde: Macrobond

Investointien selvä vauhdittuminen riippuu pidemmällä aikavälillä siitä, miten yritysten kannattavuus kohenee. Matalampien yksikkötyökustannusten pitäisi parantaa avoimen sektorin kannattavuutta ja johtaa tuotannon lisääntymiseen. Myös suljetulla sektorilla on matalampien palkkakustannuksien myötä parempi mahdollisuus kilpailla tuontitavaroiden kanssa sekä myydä palvelujaan avoimelle sektorille.

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle

Prosenttimuutos, suluissa edellinen ennuste	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Yksityinen kulutus	0.6	1.4	1.0 (1.0)	0.7 (0.7)	0.8
Julkinen kulutus	-0.3	-0.9	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	-0.1
Investoinnit	-2.6	-1.1	4.2 (3.7)	4.0 (4.5)	3.0
Vienti	-0.9	0.6	1.5 (3.2)	2.5 (2.5)	1.0
Tuonti	0.0	-0.4	2.6 (3.8)	2.6 (3.0)	1.2
BKT	-0.7	0.5	1.0 (1.0)	1.2 (1.2)	0.9
Ansiotasoindeksi	1.4	1.2	1.0	0.8	0.8
Kuluttajahintaindeksi	1.0	-0.2	0.2	1.0	1.4
Työttömyysaste*	8.7	9.4	9.3	9.1	8.9
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä**	-3.2	-2.7	-2.3	-2.0	-1.8

* prosenttia työvoimasta

** prosenttia BKT:sta

Lähde Handelsbanken Capital Markets

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

Iso-Britannian EU-kansanäänestys

Selviääkö EU, jos Britannia lähtee...tai jos se jää?

Iso-Britannian neuvottelut uudesta suhteesta EU:n kanssa ja tuleva kansanäänestys EU:sta eroamisesta ajoittuvat aikaan, jolloin lähes kaikissa jäsenmaissa on kasvamassa negatiivisia asenteita EU:ta kohtaan. Asenteiden jyrkentymistä on selvästi edistänyt Eurooppaan kohdistuva massiivinen pakolaisvirta, mutta asenneilmapiiri oli heikentynyt jo ennen kuin Lähi-idän tilanne huonontui. Euroalueella on ollut lähes koko muun maailman lailla vaikeuksia nousta USA:n finanssikriisiä seuranneesta syvästä taantumasta. Taloudellisten vastoin käymisten ajat ovat aina lisänneet kansalaisten tyytymättömyyttä valtaapitäviä kohtaan. On täysin selvää, että Iso-Britannian ero EU:sta saattaa lisätä muissakin jäsenmaissa epäilyjä EU:ta kohtaan. Niin voi käydä myös siinä tapauksessa, että britit päättävät pysyä EU:ssa.

Kaikille poliittisille unioneille on olennaista, että selvä enemmistö kokee elämänlaatunsa parantuvan uuden regiimin myötä. Näin koettiin myös euroalueen alkuaikoina. Eteläisissä jäsenmaissa oli historian perintönä runsaasti julkisen talouden ongelmia, korkea korkotaso sekä heikko valuutta. Rahaliiton jäsenyyden myötä nämä maat saivat nauttia yhtäkkiä kulutusjuhlista, jotka aikaisempaa matalampi korkotaso ja vahvistunut ostovoima mahdollistivat. Ne valtiot, jotka olivat ennen jäsenyyttään hoitaneet julkista talouttaan hyvin, ja joilla korkotaso oli aikaisemmin matala ja valuutta vahva, saivat jäsenyyden ansiosta puolestaan nauttia vientiteollisuutensa kukoistuksesta aliarvostettujen valuuttojen avulla.

Tällaisissa olosuhteissa ei ole vaikeaa kannattaa yhteistä aatetta. Integraation syventäminen kohti yhteistä finanssipolitiikkaa olisi näihin aikoihin saatanut jopa onnistua; seikka mitä enemmistö alun perinkin piti edellytyksenä valuuttaunionin toimivuudelle. Nyt integraation syventäminen tuntuu hyvin kaukaiselta ajatukselta. Iso-Britannia ei ole koskaan kuulunut yhteiseen valuutta-alueeseen, mutta epäilemättä Britannian ero EU:sta lisäisi entisestään useissa Euroopan maissa ilmeneviä protektionistisia suuntauksia. Ne vaikeuttavat solidaaristen ratkaisujen löytämistä yhteisiin suuriin kysymyksiin, kuten esimerkiksi Kreikan valtiontalouden pelastamiseen tai Italian pankkien ongelmiin. Näin ollen Britannian EU-kansanäänestys vaikuttanee suoraan myös euroon.

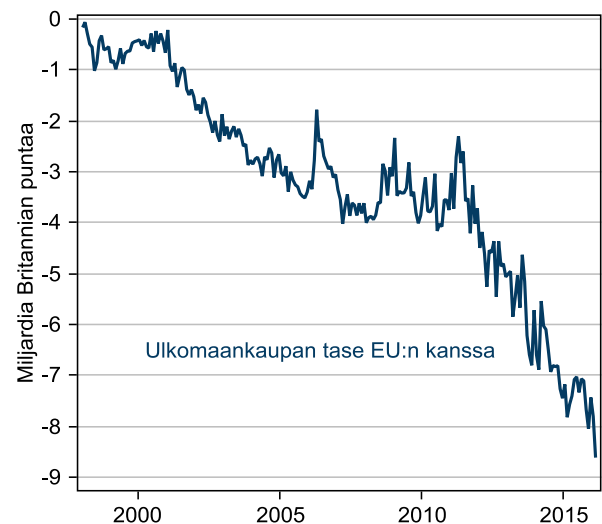
Millä EU-mailla on eniten hävittävää?

Britannian EU-erolla - eli Brexitillä - olisi selvästi suurin vaikutus Irlantiin. Irlanti ei jaa pelkästään maarajaa Iso-Britannian kanssa, vaan naapurit ovat integroituneet toisiinsa monin eri tavoin: kielellisesti sekä maahanmuuton ja taloudellisten yhteyksien kautta. Melkein 12 prosenttia Irlannin BKT:stä muodostuu viennistä Iso-Britanniaan.

Myös Alankomailla on vahvat taloudelliset siteet Iso-Britanniaan. Suorien investointien arvo Englannin kanaalin toiselle puolelle ylsi vuonna 2013 peräti 112 prosenttiin Alankomaiden BKT:stä. Toisin kuin Irlannissa Alankomaissa tyytymättömyys EU:ta kohtaan on kuitenkin laaja-alaista.

Iso-Britannia aloitti helmikuussa uudestaan neuvottelut EU-suhteestaan, ja ei ollut sattumaa, että Saksa ponnisteli eniten ratkaisun saavuttamiseksi. Saksalla on valtava kauppataseen ylijäämä Iso-Britannian kanssa sekä suuria investointeja maahan monien yhtiöiden kautta: mm. BMW, BASF, E.ON ja Deutsche Bank. Myös tärkeissä EU-kysymyksissä on Iso-Britannia usein ollut Saksan kanssa samalla puolella Ranskaa vastaan.

UK: Ulkomaankauppa EU:n kanssa



Lähde: Macrobond

Iso-Britannia on EU:ssa suuri nettomaksaja (yhdessä Saksan, Alankomaiden ja Ruotsin kanssa), tärkeä kauppakumppani EU:lle sekä yksi maista, jonka kanssa EU:lla on suuri kaupan ylijäämä.

Iso-Britannia on myös useissa kysymyksissä hyvin tärkeä poliittinen kumppani Pohjois-Euroopan maille. Yhdessä nämä maat toimivat vastapainona Etelä-Euroopan maatalousvaltaisimmille maille. Iso-Britannia kannattaa vapaakaupan periaatetta ja on siten tärkeä kumppani keskusteluissa EU:n ja USA:n välisestä vapaakauppasopimuksesta.

On selvää, että jotkut maat voisivat hyötyäkin Brexitistä. Todennäköisesti ne palvelujen tuottajat ja teollisuusyhtiöt, joiden kotipaikka on EU:n ulkopuolella, halusivat siirtyä Iso-Britanniasta EU-jäsenmaahan saadakseen edelleen pääsyn EU:n yhteismarkkinoille. Ranska toivoo hyötyvänsä eniten EU:sta uutta päämajaa etsivistä yhtiöistä, joihin lukeutuisi todennäköisesti erityisesti pankkeja. Ranskalaiset eivät myöskään juuri kaipaisi talousliberaalimpaa Britanniaa EU:n tulevaisuudesta keskusteltaessa.

Muut maat, jotka saattaisivat seurata

Eurooppaa viime aikoina vavisuttaneiden terroriskujen jälkeen ovat muukalaisvihamieliset, usein äärioikealla olevat poliittiset puolueet, saaneet jalansijaa yleisen mielipiteen muokkaamisessa. Ranskassa Kansallisen rintaman Marine Le Pen johtaa mielipidekyselyissä ennen ensi vuoden presidenttivaaleja (mutta hän ei olisi kuitenkaan voittamassa lopullisessa viimeisen kierroksen äänestyksessä). Belgiassa Antwerpenin pormestari ja Flaamien nationalistisen puolueen johtaja on ilmaissut tukensa Le Penille ja puolue oli jo vuoden 2014 vaaleissa suurimpia voittajia. Myös Alankomaissa ja Itävallassa ovat nationalistiset puolueet suurimpia, ja Puolassa ja Unkarissa kansallismieliset puolueet ovat myös vallassa. Ruotsissa, Tanskassa ja jossain määrin myös Saksassa samansuuntainen politiikka on lisännyt kannatustaan. Yhteistä kaikille näille puolueille on vieroksunta muslimiväestöstä ja siirtolaisuutta kohtaan sekä voimakas EU-kritiikki. Vaikka tätä suuntausta kannattavat puolueet eivät pääsisi valtaan kaikissa EU-maissa, ajavat ne keskustelua EU-kriittisempään suuntaan. Saksassa ja Ruotsissa olemme jo nähneet kaikkien puolueiden asenteiden tiukentuneen siirtolaisuutta kohtaan.

Koettelemusten vuosi edessä

Ensi vuonna pidetään vaalit Alankomaissa, Ranskassa ja Saksassa. On hyvin todennäköistä, että EU-kysymykset hallitsevat vaaleja. Ainakin Alankomaissa ja Ranskassa on odotettavissa voimakaita mielipiteitä EU-sopimuksen uudistamisen tai unionista eroamisen puolesta. Pitää muistaa, että nämä maat muodostavat tärkeän osan EU:n ydintä.

Tämän vuoden heinäkuussa kuukausi Britannian EU-äänestyksen jälkeen Kreikalla erääntyvät maksuun merkittävät lainat kansainväliselle valuuttarahastolle IMF:lle ja EKP:lle. IMF painostaa unionia ja erityisesti Saksaa ottamaan joko IMF:n osuutensa tukipaketista kannettavakseen tai alaskirjaamaan tuntuvan osan lainoista. Euroopan pankkien ongelmat, jotka kohdistuvat pääasiassa Italiaan, laikaistiin juuri maton alle, mutta ne saattavat minä hetkenä tahansa nousta uudelleen esiin. Kevään aikana alkanee myös uudestaan maastamuuton aalto Syyriasta ja Afganistanista, ja tämä lisänee entisestään jännitteitä EU:n jäsenmaissa.

Äänestyksen lopputuloksesta riippumatta häviäjiä ovat sekä EU että euro

Britannian EU-eron toteutuminen olisi epäilemättä merkittävä rasite unionille, ja vaikka euro saattaisi aluksi vahvistua, se kuitenkin todennäköisesti heikentyisi pian uudestaan. Brexitin myötä uusien konfliktien uhka kasvaisi unionin sisällä, ja mahdollisuudet ratkaista yhdessä asioita kuten Kreikan ongelmia heikentyisivät. Iso-Britannian neuvottelut uudesta EU-sopimuksesta ovat joka tapauksessa luoneet paljon huonoa verta jäsenvaltioiden välille, vaikka Britannia pysyisikin EU:ssa mukana. Muut jäsenmaat ovat jo suunnittelemassa omia vaatimuksia jäsenyyden uudistamiseksi. Monet maat tuntisivat helpotuksen, mikäli Iso-Britannia päättäisi pysyä EU:ssa, mutta seuraava kysymys kuuluisikin, onko se sen arvoista. Näyttää valitettavasti siltä, että Eurooppa häviää Britannian kansanäänestyksen lopputuloksesta riippumatta, vaikkakin merkittävästi vähemmän, jos Britit pysyvät mukana. On vaikea nähdä euron hyötyvän kummastakaan lopputuloksesta.

Lars Henriksson, +46 8 463 4518, lahe06@handelsbanken.se

Keskeiset ennusteet

Suomen huoltotase, reaalin vuosimuutos, prosenttia

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Kulutus	0.3	0.7	0.7	0.5	0.5
Yksityinen kulutus	0.6	1.4	1.0	0.7	0.8
Julkinen kulutus	-0.3	-0.9	0.0	0.0	-0.1
Investoinnit	-2.6	-1.1	4.2	4.0	3.0
Vienti	-0.9	0.6	1.5	2.5	1.0
Tuonti	0.0	-0.4	2.6	2.6	1.2
BKT	-0.7	0.5	1.0	1.2	0.9

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle, prosentuaalinen vuosimuutos ellei toisin mainita

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Ansiotasoindeksi	1.4	1.2	1.0	0.8	0.8
Kuluttajahintaindeksi	1.0	-0.2	0.2	1.0	1.4
Työttömyysaste, %a työvoimasta	8.7	9.4	9.3	9.1	8.9
Teollisuustuotanto	-1.7	-0.6	1.7	2.0	0.5
Vaihtotase, mrd EUR	-1.9	0.3	0.3	0.5	0.1
Vaihtotase, %a BKT:sta	-0.9	0.1	0.1	0.2	0.0
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, %a BKT:sta	-3.2	-2.7	-2.3	-2.0	-1.8
EMU-velka, %a BKT:sta	59.3	63.1	65.1	66.5	67.5

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Valuutta- ja korkoennusteet

	27.4.2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q4 2017	Q4 2018
EKP refi-korko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Federal funds, USA*	0.375	0.625	0.625	0.875	1.125	1.625	2.50	2.50
Repo-korko rate, Ruotsi	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.25	1.00
10 vuoden obligaatiokorko, Saksa	0.30	0.20	0.20	0.25	0.30	0.35	0.70	0.90
10 vuoden obligaatiokorko, USA	1.93	1.90	1.95	2.00	2.05	2.10	2.50	2.50
10 vuoden obligaatiokorko, Ruotsi	0.95	0.80	0.85	0.95	1.10	1.35	1.75	2.25
10 vuoden obligaatiokorko, Suomi	0.56	0.50	0.50	0.55	0.60	0.65	1.10	1.30
korkoero Saksaan, korkopistettä	26	30	30	30	30	30	40	40
EURUSD	1.13	1.10	1.00	0.95	0.95	0.95	0.95	1.00
USDJPY	111.7	115.0	123.0	120.0	123.0	125.0	130.0	132.0
EURGBP	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.75	0.75
EURSEK	9.17	9.10	9.00	8.90	8.80	8.75	8.75	8.75
EURRUB	74.66	72.30	67.30	64.00	63.50	62.80	65.40	64.60

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	2.4	1.7	2.1	1.7
Euroalue	1.6	1.5	1.6	1.4
Japani	0.5	0.5	0.8	0.7
Iso-Britannia	2.3	2.1	2.1	1.8
Ruotsi	3.8	3.5	3.7	2.1
Tanska	1.2	0.3	0.9	0.5
Suomi	0.5	1.0	1.0	1.2
Norja pl. Ölyteollisuus	1.0	0.6	0.7	1.0
Tsekki	4.3	2.5	2.4	2.7
Unkari	2.9	2.4	2.4	2.6
Puola	3.6	3.5	3.5	3.5
Slovakia	3.5	3.1	3.1	2.3
Brasilia	-3.8	-4.0	-3.8	1.0
Venäjä	-3.7	-2.0	-2.0	1.0
Intia	7.1	7.5	7.5	8.0
Kiina	6.9	6.5	6.5	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 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: <https://reon.researchonline.se/#/Disclosures>.

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).

Contact information

Capital Markets

Debt Capital Markets

Tony Lindlöf	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 25 10
Per Jäderberg	Head of Corporate Loans	+46 8 701 33 51
Måns Niklasson	Head of 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
Johan Sahlström	Chief Credit Strategist	+46 8 463 45 37
Ola Eriksson	Senior Credit Strategist	+46 8 463 47 49
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

Jan Haggström	Chief Economist	+46 8 701 10 97
Sweden		
Petter Lundvik	USA, Special Analysis	+46 8 701 33 97
Gunnar Tersman	Eastern Europe, Emerging Markets	+46 8 701 20 53
Helena Trygg	Japan, United Kingdom	+46 8 701 12 84
Anders Brunstedt	Sweden	+46 8 701 54 32
Eva Dorenius	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	+45 467 91203
Rasmus Gudum-Sessingø	Denmark	+45 467 91619
Bjarke Roed-Frederiksen	China and Latin America	+45 467 91229

Norway

Kari Due-Andresen	Head, Macro Research	+47 22 39 70 07
Knut Anton Mork	Senior Economist, Norway and China	+47 22 39 71 81
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Marius Gonsholt Hov	Norway	+47 22 39 73 40

Regional Sales

Copenhagen

Kristian Nielsen +45 46 79 12 69

Gothenburg

Per Wall +46 31 743 31 20

Gävle

Petter Holm +46 26 172 103

Helsinki

Mika Rämänen +358 10 444 62 20

Linköping

Fredrik Lundgren +46 13 28 91 10

London

Ray Spiers +44 207 578 86 12

Luleå/Umeå

Ove Larsson +46 90 154 719

Luxembourg

Snorre Tysland +352 274 868 251

Malmö

Ulf Larsson +46 40 24 54 04

Oslo

Petter Fjellheim +47 22 82 30 29

Stockholm

Malin Nilén +46 8 701 27 70

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