

3. syyskuuta 2009

# Talousennuste

## Suomi elpyy muiden mukana

- Maailmantalous: kasvaa epätasaisesti – Kiina kärjessä
- Suomi: kasvuun, mutta varovaisesti
- Korot ja valuutat: rahapolitiikan kiristymisen aika koittaa



**Macro Research** | The world view from a Nordic perspective

Page intentionally left blank

# Sisältö

MAAILMANTALOUS	
Maailmantalous elpyy epätasaisesti – Kiina kasvun kärjessä	4
SUOMI	
Kasvuun, mutta varovaisesti	9
KOROT JA VALUUTAT	
Rahapolitiikan kiristymisen aika koittaa	18
Keskeiset ennusteet	21

## **Yhteystiedot**

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

Tuulia Asplund, +358 10 444 2403, tuulia.asplund@handelsbanken.fi

## MAAILMANTALOUS

## Maailmantalous elpyy epätasaisesti – Kiina kasvun kärjessä

Finanssi- ja rahapoliittiset elvytystoimet ovat tainnuttaneet luottokriisin ja käynnistäneet elpymisprosessin. Merkit ovat selvimmät Kiinassa, mutta myös muualta kantautuu positiivisia viestejä. Odotamme maailmantalouden kääntyvän jälleen kasvuun vuoden viimeisellä puoliskolla. Kiinassa kasvuvauhti on nopea, kun taas euroalue laahaa perässä. Kasvuodotuksiin vaikuttavat kotitalouksien ja julkisen sektorin taseiden kunto, jossa on merkittäviä maa- ja aluekohtaisia eroja. Tällä on vaikutusta myös nk. exit-strategioihin, eli taantuman eniten kolhimat maat hyllyttänevät toistaiseksi suunnitelmansa rahapolitiikan kiristämisestä.

Vaikka vientimarkkinat pysyivät heikkoina, Kiina onnistui kiihdyttämään taloutensa kasvua toisen vuosineljänneksen aikana. Koska luottokriisi sivuutti Kiinan, rahapoliittinen elvytys on johtanut siellä rahavirtojen ja luotonannon kasvuun. Toisin on USA:ssa ja monissa Euroopan maissa, joissa pääomaruisket eivät ole lisänneet pankkien luotonantoa. Finanssipoliittiset elvytystoimet ovat olleet laajalti käytössä ja saaneet aikaan todellisen investointipiikin Kiinassa.

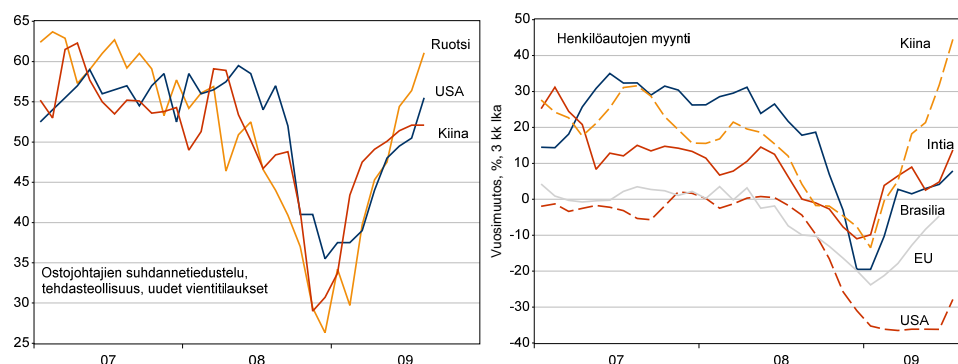
Myös muut Asian maat ovat saaneet osansa piristysruiskeesta: Japanissa ja Etelä-Koreassa tuotanto kasvaa vauhdilla. Raaka-aineiden viejät ovat hyötynneet hintojen reippaasta noususta, jonka taustalla on Kiinan tuonnin räjähdysmäinen kasvu. Näyttääkin selvästi siltä, että Kiina on ottamassa USA:lle perinteisesti kuuluneen roolin maailmantalouden kasvun veturina.

### Ekspansiivinen politiikka elpymisen taustalla

Talouden indikaattoreissa tapahtunut nopea käänne vahvistaa lyhyellä aikavälillä markkinoiden luottamusta. Kuluttajille ja yrityksille lienee tässä vaiheessa selvää, että nykyinen talouspolitiikka on estänyt rahoituksellisen ja taloudellisen luhistumisen. 1930-luvun lama ei ole toistumassa, vaikka vielä puoli vuotta sitten monet sitä pelkäsivätkin. Äärimmäinen varovaisuus on vähitellen väistymässä varovaisen optimismin tieltä ja kysynnän kasvu on vahvistumassa. Varastoja ei enää pureta entiseen tapaan tai lainkaan, mikä on johtanut tuotannon kasvun kiihtymiseen tilausten määrän kasvaessa. Ajan kuluessa tämä näkynee myös työllisyyden parantumisena. Erityisen selvästi elvytystoimien vaikutus näkyy autoteollisuudessa ympäri maailman: Kiinassa autojen myynti on kasvanut 70 prosenttia ja päätynyt jo USA:n tasolle. Myönteisen kehityksen ansiosta autojen myynti on maailmanlaajuisesti mitattuna saavuttanut jo romahdusta edeltävän tason.

Äärimmäinen varovaisuus on vähitellen väistymässä varovaisen optimismin tieltä

### Kiina elpyy eturintamassa, toisin julkisen talouden tuella



Lähde: Reuters Ecowin

*Vaikka pankit selviytyivät pahimmasta kriisistä, taseongelmat eivät ole ratkenneet*

### Elpymisvauhdissa eroja

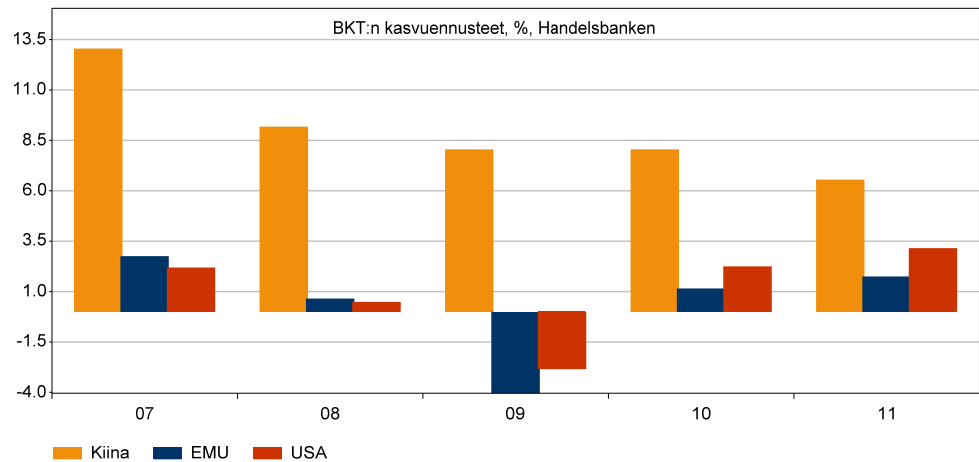
Useissa maissa kehityksen suunta on lyhyellä aikavälillä positiivinen, mutta kun katsotaan eteenpäin vuosiin 2010–2011, ero taseongelmien kanssa tuskailevien ja niiltä välttyneiden maiden välillä kasvaa. Kiina, muu kehittyvä Aasia ja raaka-aineiden tuottajat etenevät nopeinta kaistaa, kun taas monilla kehittyneillä mailla on painolastinaan holtiton luotonannon kasvu. Vaikka amerikkalaiset ja eurooppalaiset pankit selviytyivät pahimmasta kriisistä, kaikki taseongelmat eivät suinkaan ole ratkenneet. Luottokriisin taustalla oli kotitalouksien ja yritysten ylivelkaantuminen. Kestää vielä pitkään, ennen kuin kotitalouksien velka suhteessa tuloihin laskee kohtuulliselle tasolle.

Velankevennyksen ja säästämisen kasvun negatiivista vaikutusta kysyntään on onnistuttu vaimentamaan finanssipoliittisella elvytyksellä. Pankkijärjestelmän tukemiseen suunnatut, massiiviset pääomaruiskeet ja ekspansiivinen finanssipolitiikka yhdessä syvän taantumun kanssa ovat siirtäneet velkataakan julkisen sektorin kannettavaksi. Nämä tekijät yhdessä ovat johtaneet julkisen sektorin taseen nopeaan heikkenemiseen useissa maissa. Kun niiden talous viimein alkaa elpyä, on aika siirtyä kriisinhallinnan seuraavaan vaiheeseen eli taseen tervehdyttämiseen. Vaikutukset näkyvät verojen nousuna ja kulutuksen heikkenemisenä.

*Kasvutaloudet ovat velkaantuneet muita lievemmin*

Onneksi velkaantumisongelma ei ole yhtä vakava kaikkialla. Erityisesti kasvutaloudet ovat velkaantuneet muita lievemmin. Julkisen sektorin velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on kehittyvissä G-20-maissa vielä maltillisella tasolla – noin 40 prosentin luokkaa – kun taas kehittyneissä G-20-maissa velan suhteen BKT:hen odotetaan kipuavan taantumaa edeltävästä 60 prosentista yli 100 prosenttiin. Julkisen talouden alijäämä on kehittyneissä talouksissa kaksinkertainen G-20:n kasvutalouksiin verrattuna.

### Rikkaiden maiden velkataakka luo aneemisen elpymisuran kotimaiselle kysynnälle



Lähde: Handelsbanken ja Reuters Ecowin

Tulevina vuosina onkin syytä odottaa, että kotimaisen kysynnän kasvukäyrät eroavat toisistaan jyrkästi kehittyvissä ja kehittyneissä talouksissa. Kehittyvät taloudet eivät enää voi laskea sen varaan, että Länsi-Euroopan ja USA:n kulutuskysyntä siivittäisi niiden viennin lentoon. Kehittyneiden maiden vientiteollisuus sen sijaan hyötyy kehittyvien maiden kysynnän vahvasta kasvusta, mutta kärsii toisaalta velkaongelmaisten talouksien hitaasta elpymisestä.

*Maailmantalous tasapainottuu, kun kaupan ylijäämät sulavat*

Myönteistä on, että maailmantalous tasapainottuu tämän kehityksen myötä. USA:ssa ulkomaankaupan alijäämä on kutistunut vauhdilla ja odotamme suunnan säilyvän. Kiinassa tuonnin kasvu toipuu vientiä nopeammin ja ulkomaankaupan ylijäämä on hyvää vauhtia tasoittumassa. Ehkäpä maailma on muuttumassa suuntaan, jossa rahoitusvirrat ovat kestäväällä pohjalla ja jossa kotitalouksien säästöt ”rikkaissa” maissa kanavoituvat kehittyviin maihin eikä päinvastoin, kuten viimeksi kuluneen vuosikymmenen aikana on tapahtunut. Suunnanmuutoksen myötä voidaan odottaa valuuttojen vahvistuvan kasvutalouksissa.

*Kun elvytys päättyy, nähdään miten vahvalla pohjalla talouden kehitys todellisuudessa on*

### Onko exit-strategioita tarpeen koordinoita?

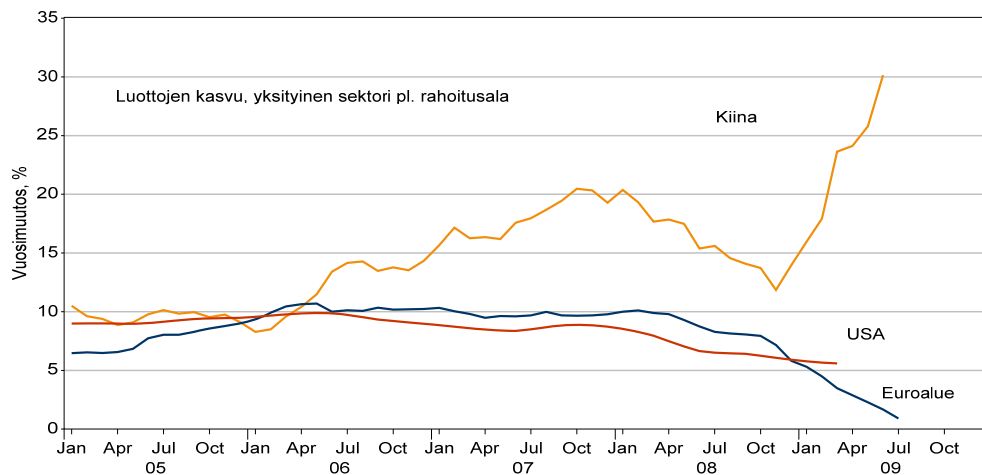
Finanssi- ja rahapolitiittiset elvytystoimet sekä rahoituslaitoksille kohdistettu massiivinen tuki pelastivat monet maat negatiiviselta kierteeltä. Havaittavissa olevat elpymisen merkit ovat pitkälti ennennäkemättömän ekspansiivisen talouspolitiikan ansiota. Vasta kun elvytystoimet päättyvät, nähdään miten vahvalla pohjalla talouden kehitys todellisuudessa on. Rahapolitiikan osalta tukihanat tuskin sulkeutuvat ennen kuin keskuspankit ovat täysin varmoja siitä, että tuotannon kasvu kestää myös korkojen nousun ja muiden elvytystoimien päättymisen. Toisaalta joissain maissa on pian kiire aloittaa finanssipoliittisten elvytyspakettien purkaminen, jotta julkisen sektorin velkaantuminen ei kasva hallitsemattomaksi ja näin kasvata valtionvelan riskipreemioita. Mitä nopeammin hallitukset kiristävät finanssipolitiikkaansa sitä vähemmän ne joutuvat sitä kiristämään myöhemmin.

Maissa, joissa budjettivaje ja velkaantumisaste ovat pienet, finanssipoliittisten elvytystoimien karsimiseen ei ole yhtä kova kiire – varsinkaan, jos talous kasvaa nopeammin kuin korkotasoa. Näissä maissa budjettialijäämä voi olla suurikin ilman että valtionvelka kasvaa suhteessa kansantuotteeseen. Tilanne on päinvastainen niissä maissa, joissa oli lähtötilanteessa merkittävä alijäämä, korkea velkaantumisaste ja korkotasoa hitaammin kasvava talous. Japanissa, lukuisissa Länsi-Euroopan maissa ja USA:ssa on pian aika sanoa hyvästit finanssipoliittisille elvytystoimille.

*Rahapolitiikan vaikutuksessa luotonannon kasvuun on suuria eroja*

Valitettavaa on, että rahapolitiikan vaikutus kotimaiseen kysyntään on jäänyt näissä maissa pienehköksi. Syynä on ollut pankkien haluttomuus lisätä luotonantoa, vaikka niiden oma rahoitus on ollut edullista. Vaikka pankkien taseet paranisivat, pysynee luottokysyntä matalana kotitalouksien ja yritysten keventäessä raskasta lainataakkaansa. Riippumatta siitä, että korot ovat alhaalla, luotonanto ei siis kasva merkittävästi. Tällä hetkellä nähtävissä on suuria eroja rahapolitiikan vaikutuksesta luotonannon kasvuun vaikkapa Kiinan ja USA:n tai Kiinan ja euroalueen välillä.

#### Rahapolitiikan tehokkuudessa eroja



Lähde: Reuters Ecowin

*Exit-strategioiden maailmanlaajuiselle koordinoinnille ei ole olemassa perusteita*

Ilhanteellisinta olisi, jos elvytystoimien karsiminen eli niin kutsutut exit-strategiat toteutettaisiin hallitusti eri tekijät huomioiden. Maissa, joissa julkisen talouden tulevaisuus on vaaravyöhykkeellä, olisi tärkeää keskittyä ensisijaisesti finanssipoliittisten elvytystoimien pikaiseen karsimiseen ja pitää kiinni löysästä rahapolitiikasta kasvun vauhdittajana. Jos tätä mallia noudatetaan, ei rahapolitiikan nopea kiristäminen ole ajankohtaista vielä ainakaan ensi vuonna Isossa-Britanniassa, USA:ssa, euroalueella ja Japanissa. Kiinassa tilanne on pikemminkin päinvastainen – suurin vaara piilee luotonannon liiallisessa kasvussa, kun taas maan julkinen talous on elämänsä kunnossa. Kiinan keskuspankki on jo antanut merkkejä luottopolitiikkansa kiristämisestä. Sen sijaan finanssipoliittisesta elvytyksestä Kiina voi

luopua hitaasti, usean vuoden kuluessa, ilman että tästä aiheutuu merkittävää riskiä julkiselle taloudelle. Exit-strategioiden maailmanlaajuiselle koordinoinnille ei ole olemassa perusteita – koordinointi lienee tarpeen ainoastaan niissä maissa, joita taantuma koetteli eniten. Nähtäväksi jää, ovatko hallitukset valmiit kiristämään finanssipolitiikkaansa jo vuosina 2010 ja 2011. Ennustamme, että Fed, EKP ja Englannin keskuspankki nostavat ohjauskorjojaan ensi vuonna, mutta maltillisesti.

### Pohjoismaat kulkevat eri suuntiin

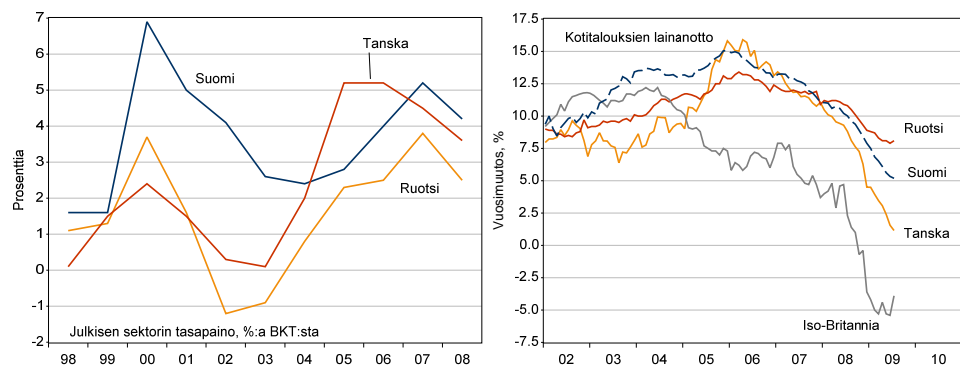
*Norjan taloutta on vahvistanut öljyn hinnan nousu*

Kasvunäkymät eri Pohjoismaissa eroavat hyvinkin paljon toisistaan. Norja nousi taantumasta jo toisella vuosineljänneksellä esitellen hämmästyttävän vahvat 0,3 prosentin BKT:n kasvulukemat edelliseen vuosineljännekseen verrattuna. Samaan aikaan Ruotsi pysyi nollassa, mikä sekini yllätti myönteisesti. Norjan taloutta on vahvistanut öljyn hinnan nousu. Myös asuntojen hinnat ovat nousseet lähes entisiin huippulukemiinsa. Inflaatio on pysytellyt itsepintaisesti korkeana; keskuspankki on jo väläytellyt rahapolitiikan kiristämistä ja ensimmäistä koronnostoa odotellaan lokakuussa.

*Tanska on Pohjoismaiden heikoin lenkki tässä syklissä*

Toisessa ääripäässä on Tanska, jossa luotonoton valtava kasvu ja aiemmin nopeasti kiihtynyt asuntohintainflaatio ovat saattaneet maan pankit suurten ongelmien eteen. Asuntojen hinnat ovat romahtaneet 30–50 prosenttia kahden vuoden takaisista huippulukemista. Tanskan kruunu on vahvistunut huomattavasti suhteessa Ruotsin kruunuun, mikä on kiihdyttänyt vähittäiskaupan kasvua ja pientalojen kysyntää Juutinrauman alueella. Tämä on vakauttanut taloudellisia oloja Etelä-Ruotsissa mutta vaikuttanut käänteisesti Tanskan talouteen. Onneksi maan julkinen talous oli suhteellisen hyvässä kunnossa ennen taantumaa luisumista. Odotamme silti, että Tanskan elpymisvauhti ei yllä muiden Pohjoismaiden tasolle.

### Pohjoismaissa vahva julkiset talouden asema, mutta kotitalouksien taseissa eroja



Lähde: Reuters Ecowin

*Suomi on riippuvainen vientimarkkinoiden toipumisesta*

Myös Suomi on saanut osansa maailmantalouden taantumasta ja erityisesti Venäjän heikosta taloustilanteesta – onhan maasta tullut viime vuosina Suomelle merkittävä kauppakumppani. Vahva euro on saanut monet tuottajat siirtämään valmistustaan Ruotsiin, jonka valuutta on heikentynyt. Suomessa kotitalouksien velkaantuminen on jäänyt maltilliselle tasolle, mikä on estänyt kulutusta laskemasta yhtä nopeasti kuin Tanskassa. Suomi joutuu kuitenkin odottamaan vientimarkkinoidensa toipumista ennen kuin kotimainen kysyntä pääsee vahtiin.

*Ruotsin keskuspankki aloittavaa korkojen nostot ensi keväänä*

Maailmankaupan alamäki on iskenyt erityisen kovaa Ruotsiin, vaikkakin rahoitussektori on selvinnyt pudotuksesta vähemmällä. Maan kotitalouksien velkaantumisaste ei ole ollut lähelläkään Tanskan lukuja, ja aggressiiviset koronleikkaukset ovat siivittäneet asuntojen hinnat uuteen nousuun. Valtiontalous oli erittäin vakaalla pohjalla ennen kriisiä. Operaatiot pankkien pelastamiseksi ovat olleet maltillisia, vaikkakin pankkien vastuut Baltiassa voivat vielä tuottaa niille harmaita hiuksia. Finanssipoliittisena elvyttäjänä maa on kuulunut OECD:n kärkikaartiin. Vaikka veroja leikataan ja kuluja kasvatetaan vielä 2011, julkinen talous on edelleen OECD-alueen vahvimpiä. Suhdannebarometrit ennustavat vientisektorin

voimakasta kasvua ja työmarkkinaindikaattorit puhuvat alkukesään verrattuna positiivista kieltä. Kaiken kaikkiaan vaikuttaa siltä, että saamme pian sanoa hyvästit äärimmäisen löysälle rahapolitiikalle. Odotamme Ruotsin keskuspankin aloittavan korkojen hinaamisen ylöspäin ensi keväänä ja siirtyvän reippaassa tahdissa kohti tavanomaisempaa ohjauskorkotasoa. Samalla valuutta vahvistuu, aivan kuten kävi Norjan kruunulle aiemmin kesällä.

**BKT:n kasvuennusteet**

	2008	2009E	2010E	2011E
USA	0.4	-2.8	2.2	3.1
Euroalue	0.6	-4.0	1.1	1.7
Iso-Britannia	0.7	-4.4	1.1	1.7
Japani	-0.7	-5.8	0.7	1.2
Venäjä	5.6	-7.2	3.4	4.3
Kiina	9.0	8.0	8.0	6.5
Intia	7.2	6.0	7.0	8.0
Brasilia	5.1	-1.4	4.0	4.4

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

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

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

SUOMI

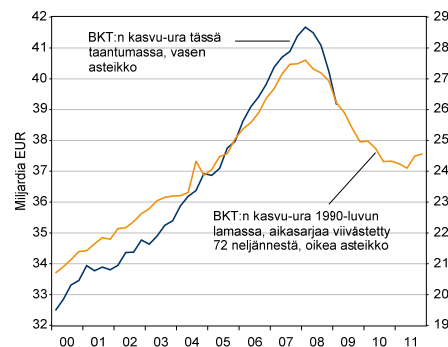
## Kasvuun, mutta varovaisesti

Toiveet Suomen BKT:n kasvun käynnistymisestä ovat heräämässä maailmantalouden optimistisempien näkymien myötä. Odotamme Suomen talouden palaavan vaimeaan kasvuun viennin vetämänä tämän vuoden kolmannella neljänneksellä. Kotimainen kysyntä pysyy kuitenkin aneemisena vielä pitkään, sillä runsas käyttämätön kapasiteetti ja yritysten kannattavuuden heikentyminen laman seurauksena pitävät investoinnit vähäisinä. Kulutus kärsii heikosta tulojen kasvusta ja kotitalouksien säästämisasteen noususta.

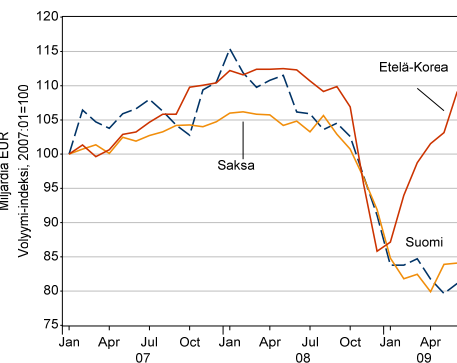
*BKT:n supistunee tänä vuonna 5,5 prosenttia, mutta ensi vuonna kasvaa jo*

Suomen talous on kuluneen vuoden aikana kokenut pudotuksen joka jyrkkyydessään vetää vertoja jopa 1990-luvun alun lamalle. Vuoden 2008 ensimmäisen neljänneksen huipusta bruttokansantuotteen määrä on laskenut tämän vuoden ensimmäiseen neljännekseen mennessä lähes 6 prosenttia. Kesän aikana maailmalta on onneksemme kantautunut merkkejä siitä, että globaali lama olisi päättymässä ja talouskasvu käynnistymässä. Suomelle tämä on elintärkeä kysymys, sillä Suomi ei pääse kunnolla nousuun ilman vientikysynnän elpymistä. Edellisessä toukokuussa julkaistussa suhdanne-ennusteessamme odotimme Suomen bruttokansantuotteen supistuvan tänä vuonna reilut 5 prosenttia ja ensi vuonna vielä vajaan prosentin verran. Vuoden alkupuoliskon tilastot indikoivat BKT:n supistuvan tänä vuonna hieman ennustamaamme enemmän. Globaalit ja suomalaiset suhdannebarometrit, teollisuustuotantotilastot sekä tiedot teollisuuden tilauksista ennakoivat käännettä nousuun, tosin hyvin matalalta tasolta. Uskommekin Suomen palaavan vaimeaan kasvuun viennin vetämänä tämän vuoden kolmannella neljänneksellä. Odotettua aikaisempi elpyminen ja siitä seuraava kasvuperintö vievät BKT:n ensi vuonna 1,5 prosentin kasvuun. Kestävää elpymistä Suomelle ja maailmantaloudelle ei ole vielä kiveen kirjoitettu, mutta uskomme talouspolitiikan elvytystoimien kantavan maailmantalouden ja Suomen kasvuun ennusteperiodillamme 2009–2011.

### Suomen BKT pudonnut ennätysjyrkästi



### Teollisuustuotanto kääntymässä?



Lähde: Reuters Ecowin

*Vaimea kasvu ei riitä parantamaan työmarkkinatilannetta nopeasti*

Paluu vaimeaan kasvuun ei riitä parantamaan työmarkkinatilannetta Suomessa nopeasti. Työllisyyden elpyminen onkin normaalia verkkaisempaa, sillä ennätysrunas käyttämätön kapasiteetti teollisuudessa ja rakentamisessa, työn yksikkökustannusten raju nousu sekä yritysten kannattavuuden heikentyminen eivät tue nopeaa investointien elpymistä, joka normaalisti edeltää työllisyyden kasvua. Kotitalouksien reaalitulot ovat siten hitaasta inflaatiosta huolimatta puristuksissa vielä pitkään, ja sen vuoksi säästämistä viime vuosina karttaneet kotitaloudet ovat haluttomia lisäämään kulutustaan. Aneemista yksityistä kulutus- ja investointikysyntää tuetaan vielä ensi vuonnakin elvyttävällä finanssipolitiikalla, mutta selvää on, etteivät julkisen talouden toimet riitä kompensoimaan yksityisen kotimaisen ja ulkomaisen kysynnän romahtamisen aiheuttamia tuotannon menetyksiä.

**Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle**

Prosenttimuutos, suluissa edellinen ennuste	2008	2009	2010	2011
Yksityinen kulutus	1.9	-3.0 (-2.5)	0.0 (-0.5)	1.8 (1.5)
Julkinen kulutus	2.0	1.5 (1.5)	1.0 (1.3)	0.5 (1.3)
Investoinnit	0.3	-13.0 (-14.0)	-2.3 (-4.0)	3.9 (2.7)
Vienti	7.3	-18.5 (-19)	7.8 (-2.7)	7.0 (6.0)
Tuonti	7.0	-19.3 (-17.4)	5.0 (-2.5)	5.6 (4.4)
BKT	1.0	-5.5 (-5.2)	1.5 (-0.6)	2.3 (2.0)
Ansiotasoindeksi	5.5	3.9	2.2	2.0
Kuluttajahintaindeksi	4.1	0.1	1.0	1.5
Teollisuustuotanto	0.1	-13.0	5.5	4.5
Työttömyysaste*	6.4	8.5	9.8	9.7
Julkisen talouden rahoitusasema**	4.4	-2.5	-4.0	-3.0

\* prosenttia työvoimasta

\*\* prosenttia BKT:sta

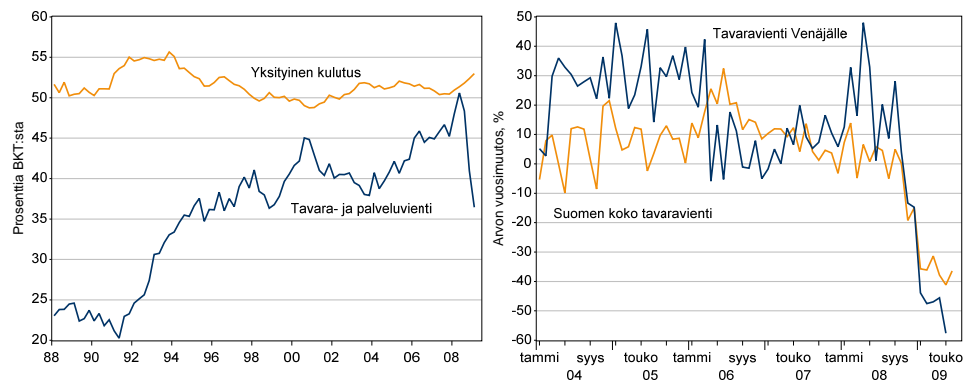
Lähde Handelsbanken Capital Markets

**Viennissä positiiviset yllätykset mahdollisia**

*Vienti Venäjälle romahti rajusti*

Vuonna 2008 alkanut laskusuhdanne yllätti suomalaiset olemalla euroajan ensimmäinen todellinen talouskriisi. Vahvasti vientiin nojaavana taloutena Suomi koki globaalin kysynnän jyrkän supistumisen erittäin rajusti, ja teollisuustuotannossa ja viennissä koettu pudotus olikin yksi pahimmista teollisuusmaiden joukossa. Suomen kokemaa lamaa voimisti muutama erityinen tekijä. Suomen vienti Venäjälle on 2000-luvulla kasvanut merkittävästi yltäen viime vuosina noin 10 prosentin osuuteen kokonaisviennistä. Kun finanssikriisi iski Venäjän kysyntään dramaattisesti raaka-aineiden hintojen romahduksen, ruplan heikentymisen ja luotonsaannin vaikeutumisen kautta, supistui Suomen vienti Venäjälle rajusti.

**Taloukasvun rakennemuutos Suomessa Tavaraviennin kasvu**

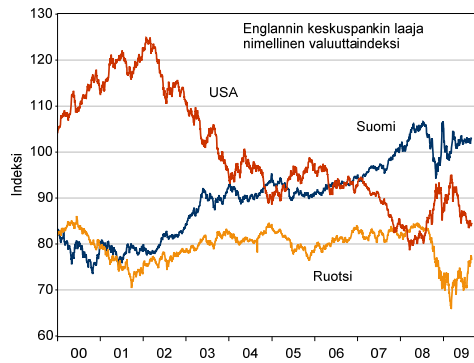


Lähde: Reuters Ecowin ja Handelsbankenin laskelmat

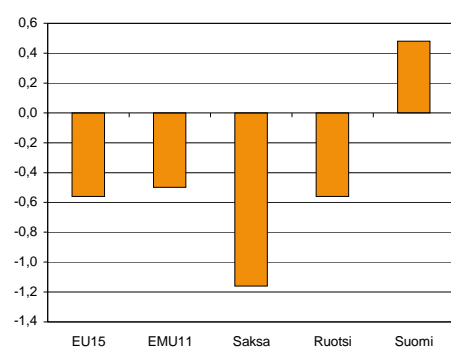
*Metsäteollisuus kärsii rakenteellisista kustannus- ja kysyntäongelmista*

Toinen tilannetta kärjistänyt tekijä oli se, että metsäteollisuus on kärsinyt pitkään merkittävästä rakenteellisista kustannus- ja kysyntäongelmista, jotka kärjistyivät entisestään finanssikriisin myötä. Sekä metsä- että muun teollisuuden pudotuksen jyrkkyyteen vaikutti myös vahva yhteisvaluutta euro. Kauppapainotetulla valuuttaindeksillä mitattuna euro on kallistunut 2000-luvun alusta 30 prosenttia samalla, kun tärkeä kilpailijamaa Ruotsi on hyötynyt kruunun noin 30 prosentin heikentymisestä. Nykyisen talouskriisin aikana kruunun heikentyminen onkin siirtänyt erityisesti metsäteollisuuden kysyntää Suomesta Ruotsiin. Neljäntenä ongelmana voidaan mainita vielä vuonna 2007 solmittu verrattain kallis palkkatarkaisu, jonka ansiosta työn yksikkötyökustannusten nousu on ollut Suomessa kilpailijamaita selvästi nopeampaa.

**Valuuttojen kilpailukyky**



**Työn yksikkökustannusten kasvu 04–08**

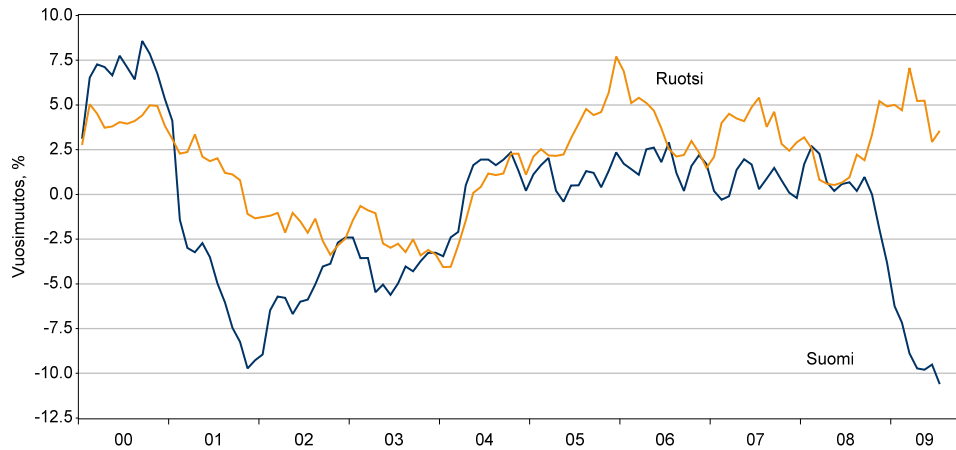


Lähde: Reuters Ecowin ja Eurostat

*Kallis euro on syönyt suomalaisten vientiyri-tysten kilpailukykyä*

Palkkatarkaisu ja valuutan kallistuminen ovat yhdessä syöneet suomalaisten vientiyri-tysten kilpailukykyä ja kannattavuutta. Tämä tulee hyvin ilmi, kun vertaamme Suomen ja Ruotsin viennin hintojen muutoksia vuodesta 2008 eteenpäin. Ruotsin vientihinnat ovat pysyneet kasvussa koko laskusuhdanteen ajan, tosin hintojen nousu on hidastunut tämän vuoden aikana. Suomen viennin hinnat ovat sen sijaan romahtaneet ollen heinäkuussa yli 10 prosenttia edellisvuotta matalammat.

**Teollisuuden vientihinnat Suomessa ja Ruotsissa**



Lähde: Reuters Ecowin

*Venäjän kysyntä saattaa olla yllättävänkin nopeaa*

Edellä mainittuihin Suomen viennin syöksyn rajuutta selittäviin tekijöihin sisältyy ennusteperiodilla sekä riskejä että mahdollisuuksia. Raaka-aineiden ja energiahyödykkeiden hintojen jo nähty nousu tukee Venäjän talouden vakautumista ja elpymistä. Venäjän kysyntä saattaa olla yllättävänkin vahvaa, mikä loisi Suomelle odotettua enemmän vientimahdollisuuksia.

Metsäteollisuudessa kemiallisen metsäteollisuuden tilanne on vielä erittäin epäselvä. Uusista tehtaiden alasajoista ilmoitettiin elokuussa ja ensi vuonna tuotanto Suomessa edelleen supistuu. Mekaaninen metsäteollisuus kärsii vielä aneemisesta rakentamisesta, ja elpymistä saatetaan joutua odottamaan siihen asti, kun rakentaminen lähtee kunnolla liikkeelle Suomessa ja Euroopassa. Tämä vaihe lienee edessä vasta ennusteperiodimme loppupuolella.

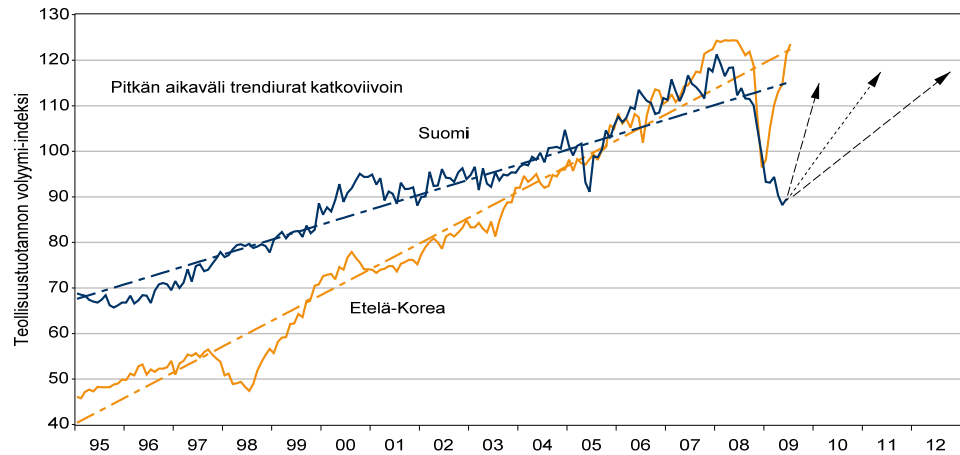
*Valuutta on Suomen kilpailukyvyllä vähemmän negatiivinen tekijä tulevaisuudessa*

Valuutan odotamme olevan Suomen kilpailukyvyllä vähemmän negatiivinen tekijä lähivuosina. Eurotalous elpyy muuta maailmaa verkkaisemmin ja tämä heijastunee euron kurssiin. Suomen viennissä Aasian merkitys on kasvanut tuntuvasti viime vuosina, vientiosuus on noussut jo yli kymmeneen prosenttiin, josta Kiina osuus on 6 prosenttiyksikköä. Euron heikentyminen olisikin tervetullut piristysruiske Aasian viennin kilpailukyvyllä.

*Suomella on kohtuullisen hyvät edellytykset saada kiinni globaalista kasvusta*

Suomella on kohtuullisen hyvät edellytykset saada kiinni maailmantalouden kasvusta. Vienti-palettimme osoittautui menestyksekkääksi edellisessä nousussa, ja uskomme, että kehittyvien markkinoiden infrastruktuurihankkeet ja entistä enemmän kotimaiseen kysyntään nojaava kasvu luovat edelleen kysyntää investointitavaroiden tuottajamaille. Suomalaisyrietykset kuten muidenkin maiden yritykset leikkasivat tuotantoaan ja varastojaan ennen näkemättömän rajusti. Nyt globaali talouspoliittinen elvytys alkaa purra ja kysyntä on vakautumassa ja kääntymässä kasvuun. Kasvu saattaa käynnistytyään olla paikoitellen yllättävänkin nopeaa, kun elpävän kysynnän lisäksi myös varastoja joudutaan jälleen täyttämään. Etelä-Korea on hyvä esimerkki ääripäästä. Siellä tuotanto putosi rajusti, mutta elpyminenkin on ollut vastaavasti hyvin nopeaa. Aivan tämän kaltaiseen elpymisuraan emme Suomen kohdalla usko, mutta odotamme Suomen elpävän maltillisesti maailmantalouden vanavedessä.

**Suomella tuskin on edellytyksiä Etelä-Korean kaltaiseen elpymiseen**



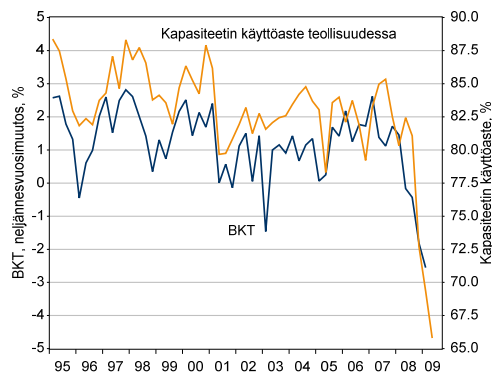
Lähde: Reuters Ecowin

*Ylikapasiteetti ei poistu nopeasti, vaikka kysyntä elpysisikin*

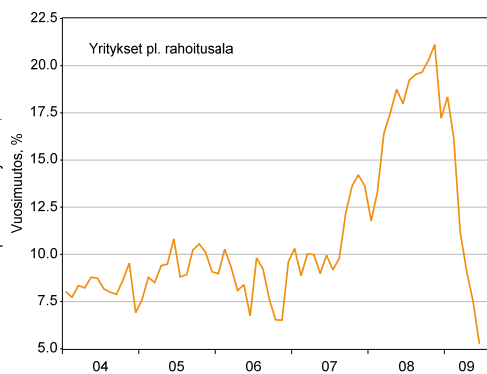
**Investoinnit toipuvat hitaasti**

Taloudellisen aktiviteetin romahdus tämän vuoden alussa kasvatti käyttämättömän kapasiteetin määrän ennätysuureksi. Kapasiteetin käyttöaste putosi tehdasteollisuudessa noin neljänneksen pitkän ajan keskiarvostaan. Näin suuri ylikapasiteetti ei poistu nopeasti, vaikka kysyntä elpysisikin. Myös työn tuottavuuden kasvu on supistunut rajusti vuoden 2008 alusta lähtien, mikä on luonnollisesti heikentänyt yritysvoittoa ja kannattavuutta tuntuvasti. Hupenevat voitot ja kannattavuusongelmat korjaantuvat kustannussäästöjen ja elpävän myynnin myötä, mutta uskomme yritysten vielä pitkään pidättäytyvän merkittävistä investoinneista ja odottavan varmuutta kysynnän kestävydestä.

**Kapasiteetin käyttöaste romahtanut**



**Yritysten lainakannan kasvu**



Lähde: Reuters Ecowin

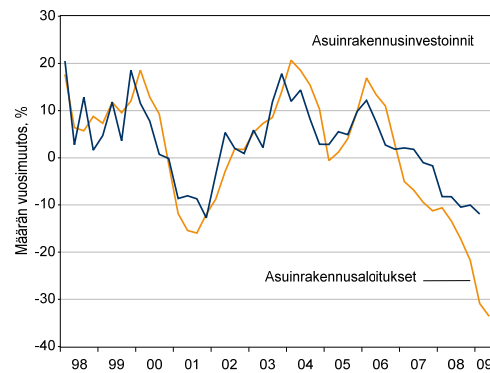
*Rahoituksen saatavuus on edelleen kireää*

Rahoituksen saatavuus on edelleen vaikeampaa kuin ennen finanssikriisiä, vaikka rahoitus-tilanne onkin parantunut merkittävästi, erityisesti suurten yritysten osalta. Rahoitusympäristön kireydestä merkinä on esimerkiksi muiden kuin rahoitusalan yritysten luottokannan kasvun merkittävä hidastuminen. Vaikka rahoitusmarkkinoiden toiminta elpyy asteittain, on luultavaa, ettei entisiin olosuhteisiin palata aivan nopeasti. Siten luotonsaannin vaikeutuminen on tekijä, joka hidastaa osaltaan investointien kasvua lähivuosina. Suurin syy heikolle investointiaktiiviteetille yrityksissä lienee ennusteperiodilla kuitenkin viennin ja teollisuustuotannon varovainen elpyminen ja runsas käyttämätön kapasiteetti. Tämä pitää yritysinvestoinnit aneemisena, vaikka talouskasvu käynnistyy.

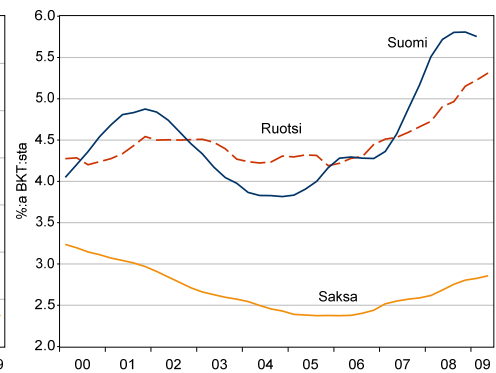
*Asuinrakentamisen elpyy ennen muuta talonrakentamista*

Rakennusinvestointeihin emme myöskään odota nopeaa käännettä. Asuinrakentamisen volyymi on supistunut nyt jo seitsemän neljännessä peräkkäin vuoden 2007 toisen neljänneksen suhdannehuipusta, ja uskomme asuinrakentamisen elpyvänkin ensi vuonna ennen muuta talonrakentamista, jossa aloitustilastojen perusteella pahin näyttää olevan vasta edessä. Muun talonrakentamisen kuin asuntojen bruttokansantuoteosuus nousi vuosina 2004–2008 tuntuvasi, kokonaiset 2 prosenttiyksikköä, mikä on varsin paljon verrattuna muihin maihin. Siten on luultavaa, ettei talouden elpessä suuria patoutuneita rakennustarpeita aivan heti purkaudu.

#### Asuinrakentamisen näkymät



#### Talonrakentaminen pl. asunnot



Lähde: Reuters Ecowin

Julkiset investoinnit kasvavat tänä ja ensivuonna keskimäärin 1,5 prosenttia, mutta tämä ei riitä paikkaamaan yksityisten investointien noin 9 prosentin supistumista. Odotamme yksityisten investointien elpyvän kasvuun vasta vuonna 2011.

#### Kulutusnäkymät ovat kaksijakoiset

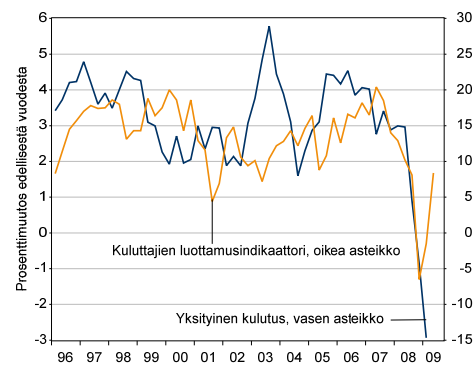
Yksityisen kulutuksen määrä kasvoi yhtäjaksoisesti 1990-luvun laman jälkeisen ajan keuhkaan 2008 asti, josta lähtien yksityinen kulutus on supistunut melko nopeasti. Kulutuksen pitkän kasvuperiodin kääntöpuolena on, että suomalaiskotitaloudet ovat 2000-luvulla säästäneet melko vähän ja useana vuonna jopa kuluttaneet enemmän kuin saaneet tuloja eli joko eläneet velaksi tai käyttäneet aiempia säästöjä. Tämä ei ollut hyvä lähtökohta lamaan sukellettaessa ja kotitaloudet joutuivat vähentämään kulutusta ja lisäämään säästämistä talouden näkymien synkenyntyä rajusti.

*Kotitaloudet ovat kuluttaneet enemmän kuin saaneet tuloja*

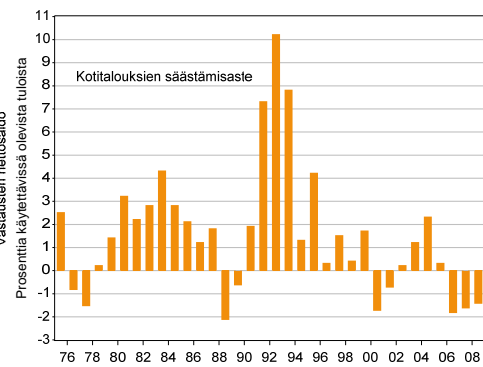
*Luottamus talouteen alkoi palautua jo keväällä*

Kuluttajabarometrin mukaan kotitalouksien luottamus talouteen alkoi kuitenkin palautua viime keväänä. Taustalla lienevät vaikuttaneen ainakin nopeasti madaltunut korkotaso sekä osake- ja asuntomarkkinoiden käänne parempaan. Pieni orastava merkki kulutushalujen palautumisesta on, että vähittäiskaupan määrä nousi heinäkuussa 2009 aavistuksen korkeammaksi kuin edellisvuonna vastaavaan aikaan supistuttuaan sitä ennen lähes vuoden verran. Lähikuukaudet näyttävät oliko kaupan kasvu tilapäinen alennusmyyntien synnyttämä ilmiö, vai varovaisen käänteen alku.

## Kulutus supistuu, mutta luottamus elpyy



## Kotitaloudet eläneet yli varojensa



Lähde: Tilastokeskus ja Reuters Ecowin

*Matala korkotaso sekä kasvava luottamus tukevat ja säästäminen ja heikko työllisyys verottavat kulutuskysyntää*

Tulevina vuosineljänneksinä kulutusnäkyvät ovat kaksijakoiset: rahapolitiikka pysyy melko elvyttävänä, joten matala korkotaso ja kasvava luottamus tukevat yhä kulutuskysyntää. Myös ruuan arvonlisäveron laskeminen lokakuussa sekä ravintolaruuan alv:n lasku ensi heinäkuussa saattavat piristää kulutusta hieman, jos ruokamenoissa säästetyt eurot käytetään muuhun kulutukseen. Todennäköisempää kuitenkin on, että kotitaloudet pyrkivät säästämään, sillä huonot ajat eivät vielä ole ohi. Tänä ja ensi vuonna suurin varjo kulutuksen ylle tulee työmarkkinoilta: työllisyys on heikentynyt nopeasti supistaen kotitaloussektorin tuloja. Globaalien elpymisen vaikutukset näkyvät Suomen teollisuudessa ja rakentamisessa hitaasti ja työllisyyden supistuminen jatkuu vielä ensi vuonna, joten edellytyksiä kulutuksen kääntymiselle kestävästä kasvun ei ole odotettavissa lähitulevaisuudessa. Ennustamme yksityisen kulutuksen supistuvan tänä vuonna 3 prosenttia ja pysyvän muuttumattomana vuonna 2010. Ennusteperiodimme loppupuolella ennustamme yksityisen kulutuksen kääntymään maltilliseen kasvuun.

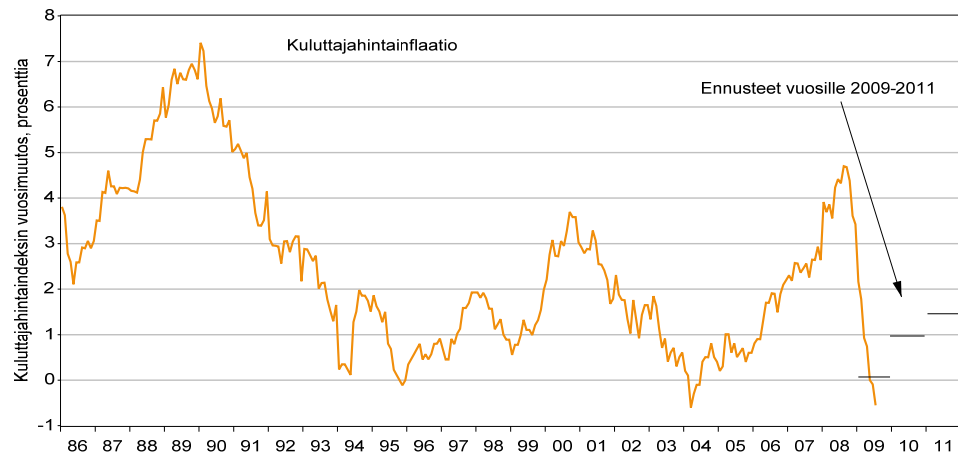
## Inflaatio pysyy aisoissa 2009–2011

*Ennustamme inflaation pysyvän negatiivisena vuoden loppuun asti*

Kansallisen kuluttajahintaindeksin vuosimuutoksella mitattu inflaatio painui Suomessa negatiiviseksi kuluun vuoden kesäkuussa ja ennustamme inflaation pysyvän negatiivisena vuoden loppuun asti. Keskimäärin kuluttajahinnat pysyvät vuonna 2009 suurin piirtein vuoden 2008 tasolla, sillä asuntojen hintojen, korkojen ja polttoaineiden hintojen laskun edellisvuodesta korvaavat alkoholiveron korotukset sekä palveluiden ja ruuan hintojen nousu.

*Riskinä inflaationäkymillemme ovat energian hinnat ja korot*

Ensi vuonna inflaatio kiihtyy vain hieman. Kuluttajahintainflaation vauhdittajina toimivat jälleen nousuun kääntyvät asumiskustannukset ja edelleen vaikuttava alkoholiveron nosto, jotka saavat vastapainokseen ruuan arvonlisäveron laskun painamat ruuan hinnat ja taantuman myötä puristuksiin joutuneet palveluiden hinnat. Riskinä inflaationäkymillemme ovat energian hinnat ja korot, jotka saattavat nousta olettamaamme nopeammin, jos maailmantalous nousee taantumasta ripeämmin kuin nyt ennustamme. Vuonna 2011 inflaatio kiihtyy edelleen, kun ruuan arvonlisäveron alennukset vaikutukset ovat väistyneet ja taantuman hellitettyä yritysten hinnoitteluvoima hieman kasvaa. Finanssipoliittisen elvytyksen päättyessä on myös mahdollista, että hyödykeveroja ja/tai julkisten palveluiden hintoja nostetaan lisää.

**Inflaatio on hidastunut nopeasti ja kiihtynyt maltillisesti**

Lähde: Reuters Ecowin ja Handelsbanken Capital Markets

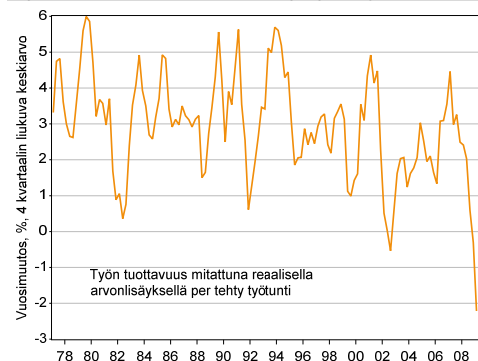
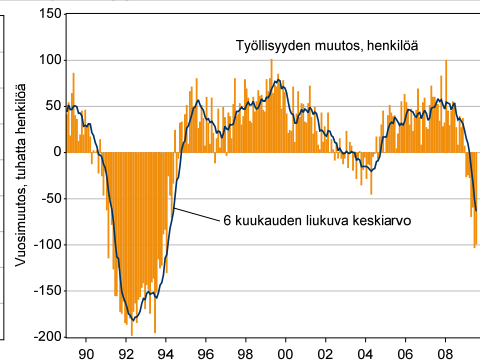
Uusia työmarkkinoilta lähtöisin olevia inflaatiopaineita emme ennusteperiodillamme odota: parin vuoden takaiset melko korkeat palkankorotukset vaikuttavat hintoihin vielä tänä vuonna, mutta teknologiasektorin avaamalla uudella palkkakerroksella tehtävät sopimukset tulevat todennäköisesti olemaan erittäin maltillisia. Tämän vuoksi kuluttajahintojen nousu pysyy selvästi alle 2 prosentin vuotuisen vauhdin koko ennusteperiodimme ajan.

**Työllisyyden supistuminen jatkuu ensi vuoteen****Työttömyysaste käy huipussaan 2010**

Työllisyyden supistuminen ja työttömyyden kasvu on ollut nopeaa tänä vuonna. Tammiheinäkuussa työllisiä oli lähes 60 000 vähemmän ja työttömiä lähes 50 000 enemmän kuin viime vuonna vastaavaan aikaan. Rajuimmin työllisyys on supistunut teollisuudessa ja rakentamisessa, mutta myös tukku- ja autokaupassa sekä hotelli- ja ravintola-alalla työllisiä oli alkuvuonna selvästi vähemmän kuin viime vuonna vastaavaan aikaan.

*Työttömyysaste nousee lähes 10 prosenttiin*

Työmarkkinat seuraavat yleensä kokonaistuotannon muutoksia viipeellä, ja siksi odotamme työttömyysasteen nousevan tämän syklin huippuunsa 9,8 prosenttiin vuonna 2010, vaikka bruttokansantuote kasvaa tuolloin jo hieman. Laskusuhdanteessa työllisyys supistuu yleensä vähemmän ja hitaammin kuin tuotanto, mikä heikentää työn tuottavuutta ja yritysten kannattavuutta merkittävästi. Kysynnän kääntyessä kasvuun on tuotantoa aluksi mahdollista kasvattaa työn tuottavuutta parantamalla ja työtunteja lisäämällä. Siksi työllisyyden kääntämiseksi kasvuun tarvitaan jo vahva ja kestävä suhdannenousu, jonka odotamme Suomen saavuttavan vasta ennusteperiodimme loppupuolella. Koska odotamme Suomen talouden kääntyvän nousuun aiemmin kuin edellisessä ennusteessamme oletimme, odotamme työllisyyden supistuvan vielä vuonna 2010, mutta 2011 kasvavan jo varovaisesti. Ennustamme työllisyyden supistuvan 2009–2010 noin 130 000 henkilöllä aiemmin olettamme 160 000 sijaan.

**Työn tuottavuus heikentynyt rajusti****Työllisyyden pudotus vasta alussa**

Lähde: Tilastokeskus ja Reuters Ecowin

## Odotettavissa erittäin maltillinen palkkakierros

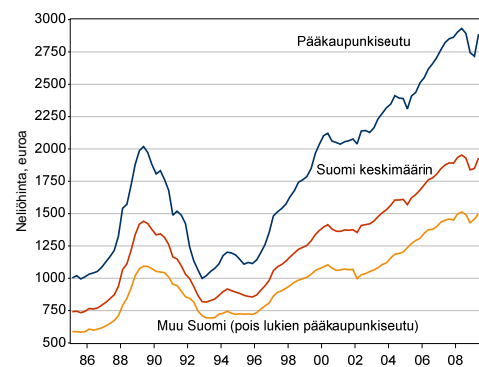
Vientiteollisuus on yleensä toiminut palkkakierroksen avaajana ja suunnannäyttäjänä, niin tälläkin kertaa. Elokuussa 2009 tehdyssä teknologiateollisuuden sopimusalojen kolmivuotisessa sopimuksessa lisätään yrityskohtaista sopimista ja korotetaan palkkoja keskimäärin 0,5 prosenttia marras-joulukuussa 2009. Syksyjen 2010 ja 2011 mahdolliset korotukset sovitetaan myöhemmin työmarkkina- ja kysyntätalanteen mukaan. Sopimuksen lähes nollakorotuslinjaa noudatteleva taso ja yrityskohtaisten joustomahdollisuuksien lisääminen viittaavat siihen, että kilpailukyvyyn säilyttäminen on nyt päällimmäisenä vientiteollisuuden työmarkkinaosapuolien mielissä. Tämän avauksen jälkeen, työllisyys- ja suhdannetilanne huomioiden, muidenkaan työntekijäjärjestöjen on tuskin mahdollista saavuttaa merkittävästi korkeampia palkkasopimuksia. Edellisen sopimuskierron perintönä ennustamme ansiotason nousevan tänä vuonna vielä lähes 4 prosenttia hidastuen ensi vuonna 2,2 prosenttiin ja vuonna 2011 2 prosenttiin.

## Korot ja työllisyystilanne taistelevat asuntomarkkinoilla

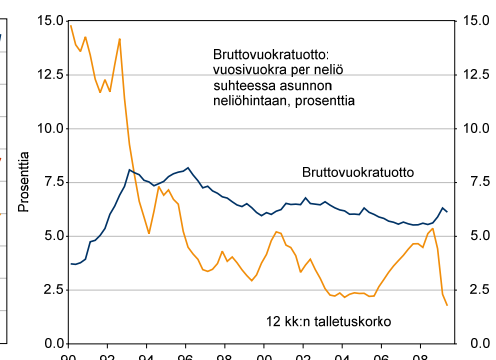
Asuntojen hinnat kääntyivät yllättäen melko vahvaan nousuun vuoden 2009 toisella neljänneksellä. Ensimmäiseen neljännekseen verrattuna asuntojen hinnat nousivat pääkaupunkiseudulla 4,7 ja koko maassa keskimäärin 3,4 prosenttia. Hintojen nousun takana oli näkemys mukaan kolme merkittävää tekijää: ennätysmatalat asuntolainakorot, vuokrien voimakas nousu ja kysyntään nähden supistunut tarjonta. Laskeneet korot ja kohonneet vuokrat tekivät vuokralla asumisesta vähemmän kannattavaa, mikä lienee saanut varsinkin ensiasunnon ostajia liikkeelle. Vastaavasti sijoitusasunnon hankkimisesta tuli matalien korkojen, parempien tuotto-odotusten ja vaihtoehtoisten sijoitusmuotojen heikentyneiden tuottojen valossa houkuttelevampaa. Toisin kuin toukokuussa ennustimme, matala korko siis virkisti asuntomarkkinoita enemmän kuin heikentyvä työllisyys painoi. Nopeasti laskenut korkotaso on selvästi helpottanut kotitalouksien velanmaksukykyä, eikä asuntojen pakkomyyntejä ole juurikaan nähty, minkä vuoksi omistusasuntojen kysyntä ja tarjonta ovat pysyneet tasapainossa ilman suurta asuntojen hintojen korjausliikettä. Asuntokauppojen määrä sen sijaan väheni alkuvuonna merkittävästi edellisvuoden vastaavasta ajanjaksosta, mutta kesän aikana kauppa näyttää jälleen vilkastuneen.

*Asuntojen hinnat nousivat alkuvuonna matalien korkojen, kalliiden vuokrien ja supistuneen tarjonnan vuoksi*

**Neliöhinnat nousivat alkuvuoden**



**Sijoitusasunnot aiempaa houkuttelevampia**



Lähde: Tilastokeskus ja Handelsbankenin laskelmat

*Työttömyyden kasvu hillitsee asuntomarkkinoiden aktiiviteettia*

Emme kuitenkaan usko asuntomarkkinoiden nousun jatkuvan yhtä vahvana tulevina vuosineljänneksinä, sillä työmarkkinoiden heikentyminen jatkuu vielä ja korkojen kääntyminen nousuun on pian käsillä. Työttömyyden kasvu ja siitä seuraava kotitaloussektorin tulojen aneeminen kehitys hillitsevät asuntomarkkinoiden aktiiviteettia koko ennusteperiodimme ajan. Asuntojen hintoihin vaikuttavat voimat, historiallisen matala korkotaso ja varsin vähäinen tarjonta sekä kotitalouksien viriävä optimismi saavat vastaansa heikentyvän työllisyyden. Nämä kamppailevat määräysvallasta asuntojen hinnoissa, minkä vuoksi lähitulevaisuudessa saatetaan nähdä sekä hintojen nousu- että laskujaksoja. Muutaman vuoden ku-

luttua, kun Suomi on kunnolla päässyt ylös taantumasta ja kotitalouksien patoutuneet asunonvaihottarpeet alkavat purkautua, varsinkin kasvukeskuksissa saattaa kysyntä ylittää tarjonnan, sillä uusia vapaarahoitteisia omistusasuntoja on taantumavuosien vähäisen tuotannon vuoksi aiempaa vähemmän tarjolla.

### Julkisen talouden elvytyskeinot ovat rajalliset

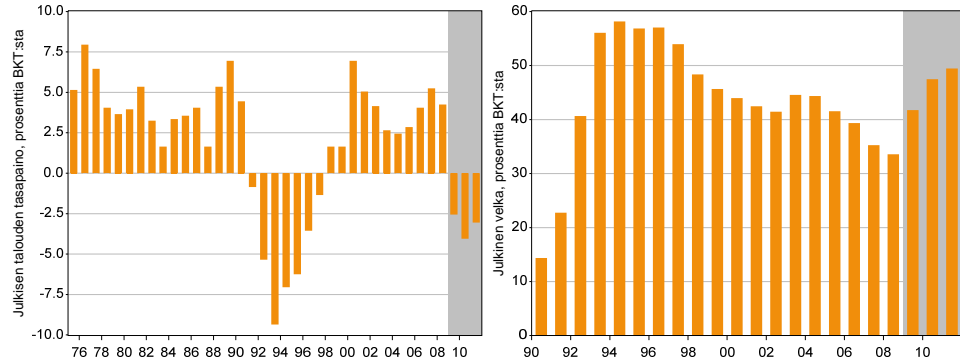
Eduskunnan käsittelyyn syyskuussa menevä valtion budjettiesitys vuodelle 2010 sisältää sekä toimia, joilla on hyvät edellytykset osoittautua menestyksekkäiksi elvytyskeinoiksi, että toimia, joiden vaikutus voi jäädä melko neutraaliksi. Hallituksen esittelemät julkisten investointien lisäykset ja aikaistamiset ehkäisevät etenkin rakennusalan työttömyysasteen nousua niin korkeaksi kuin se muuten olisi noussut. Teollisuuden työpaikkojen säilymiseen hallitus voi vaikuttaa hyvin vähän: vientikysynnän puutetta on mahdoton finanssipolitiikalla paikata.

Kuten hallitusohjelmaan oli jo kirjattu, hallitus päätti laskea ruuan arvonlisäveroa 17 prosentista 12 prosenttiin lokakuun alussa nostaakseen sen 13 prosenttiin heinäkuussa 2010. Tällöin myös ravintolaruuan verokanta laskee 13 prosenttiin, mutta kaikkien muiden hyödykkeiden arvonlisäverokannat nousevat prosenttiyksiköllä. Yleinen arvonlisäverokanta on tämän jälkeen 23 prosenttia. Ruuan arvonlisäveron alentamisella tuskin on merkittäviä suoria työllisyysvaikutuksia ja välillinen vaikutus kuluttajien ostovoiman parantumisena matalampien ruokamenojen vuoksi jäänee vaisuksi, varsinkin kun arvonlisäveroja kiristetään jo ensi kesänä. Elvytyskeinona arvonlisäveron lasku ei siis ole kovin tehokas. Hallituksen myös esittämä kunnallisveron perusvähennyksen nosto toimiikin paremmin elvytyskeinona kuin ruuan alv:n lasku. Ravintolaruuan alv:n pudottamisella sen sijaan pitäisi olla työllisyysparantava vaikutus, sillä se on kotimainen työvoimavaltainen ala. Toisaalta kampaamopalveluiden alv-kokeilu osoitti, ettei varma työllisyysvaikutuksesta voi olla.

*Julkiset toimet ehkäisevät rakennusalan työttömyysasteen nousua*

*Ruuan arvonlisävero laskee 17 prosentista 12 prosenttiin*

### Julkisen talouden painuu selvästi alijäämäiseksi ja velka kasvaa



Lähde: Reuters Ecowin ja Handelsbanken Capital Markets

*Julkisen velka nousee lähes 50 prosenttiin BKT:stä 2011*

Pidemmillä aikavälillä, vielä vuosienkin päästä taantumän välilliset negatiiviset vaikutukset näkyvät todennäköisesti kunnallisissa, terveys- ja sosiaalipalveluissa sekä opetuksessa ja koulutuksessa. Julkisen talouden velkaantuessa rajusti on selvää, että kunnat tulevat olemaan puristuksissa vielä pitkään. Tämä yhdessä väestön ikääntymisen kanssa aiheuttaa säästöpainetta kuntiin, joiden kokonaisuista sosiaali- terveys- ja opetusmenot vievät suurimman osan. On riski, että näiden palveluiden laatua ja kattavuutta joudutaan karsimaan. Positiivista on, että Suomen julkisen sektorin rahoitusasema oli taantumän mentäessä vahva, mikä mahdollistaa nyt lisävelkaantumisen. Ennustamme julkisen velan suhteessa bruttokansantuotteeseen nousevan lähes 50 prosenttiin vuonna 2011.

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

## KOROT JA VALUUTAT

## Rahapolitiikan kiristymisen aika koittaa

Kun talouden elpyminen pääsee kunnolla vauhtiin, alueelliset erot talouskasvussa ja koroissa nousevat taas rooleihinsa valuuttakurssien ohjaajina. Ennustamme sekä Fedin että EKP:n aloittavan koronnostot vuoden 2010 toisella neljänneksellä, mutta Fedin etenevän nopeammin, minkä vuoksi odotamme Yhdysvaltain dollarin vahvistuvan euroa vastaan vuonna 2010. Ennen sitä dollari saattaa kuitenkin heikentyä, sillä osakemarkkinoilla vallitsee nousuhuuma ja positiiviset makrotalouden yllätykset ovat todennäköisempiä Atlantin tällä puolen. Ruotsin kruunun vahvistumisen pitäisi jatkua 2009–2011, sillä Ruotsin talous elpyy suhteellisen nopeasti ja Riksbanken nostanee ohjauskorkoaan ripeämmin kuin markkinoilla nyt odotetaan.

**EKP jatkaa varovaisella linjalla**

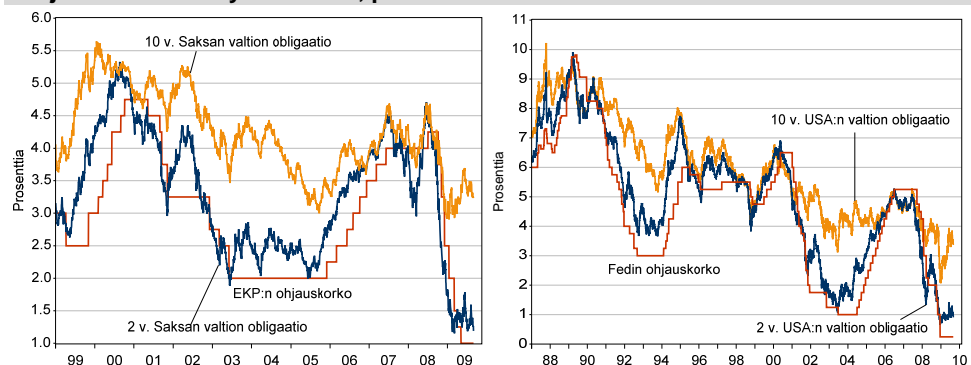
Euroopan keskuspankki on laskenut ohjauskorkoaan 325 korkopisteellä sen jälkeen, kun Lehman Brothers viime syyskuussa kaatui. Korko on nyt ennätysalhaalla 1 prosentissa. EKP on myös ottanut käyttöön joukon erilaisia, rahoituksen saatavuutta parantavia keinoja. Se lainaa rahaa pankeille jopa vuodeksi ja esitteli äskettäin toipumista edistävän obligaatioiden takaisinosto-ohjelman.

*Tuotantokuilu on nyt aiemmin luultua suurempi*

EKP on suhtautunut vähätellen kevään ja kesän aikana roimasti hidastuneeseen inflaatioon, joten inflaation kiihtyminen syksyllä ei herättäne sekään suuria reaktioita. Vaikka taantuma päättyisikin ennustettua nopeammin, romahdus oli syvempi ja nopeampi kuin mitä EKP tai monet muut, mukaan lukien Handelsbanken, ennustivat. Kuten Englannin keskuspankki äskettäin muistutti markkinoita, on kasvuprofiilin lisäksi myös aktiivisuuden tasolla merkitystä. Tuotantokuilu on nyt todennäköisesti aiemmin luultua suurempi, vaikkakaan se tuskin enää kasvaa tulevien vuosineljännesten aikana.

*EKP:n tulisi keskittyä estämään luotonannon vähenemistä eikä sen kasvamista*

Vaikka rahoitusalan ulkopuolisten sektoreiden lainanoton kasvu on tammikuusta alkaen koko ajan hiipunut, rahoitussektorin kunto jättää edelleen aiheutta huoleen, varsinkin kun euroalueen pankit raportoivat luottotappioistaan jälkijunassa. Käsitksemme mukaan EKP:n tulisi keskittyä estämään luotonannon vähenemistä eikä suinkaan sen kasvamista. Ennustamme, että ensimmäisen koronnoston aika on vuoden 2009 toisella neljänneksellä, jolloin korkojen ei enää tarvitse olla kriisiajan tasolla.

**Ohjauskorot ennätysmatalalla, pitkät korot lähdessä varovaiseen nousuun**

Lähde: Reuters Ecowin

**Fed nostaa korkoa ensi vuoden toisella neljänneksellä**

USA:n pohjainflaatio (kuluttajahintainflaatio ruoka ja energia pois lukien) hidastuu vähitellen resurssien käytön pysyessä vaimeana. Ennustamme pohjainflaation olevan 1,5 prosenttia vuonna 2009, 1,3 prosenttia vuonna 2010 ja 0,8 prosenttia vuonna 2011. Fed jakaa näkemyksemme – ilmoittihan se edellisessä kokouksessaan, että se ”odottaa inflaation pysyvän maltillisena vielä jonkin aikaa”. Keskuspankki korosti myös, että se ”olettaa talousti-

*Fedin ohjauskorot pysyvät melko matalina pitkään*

lanteen antavan aihetta ohjauskoron pitämiseen poikkeuksellisen alhaalla vielä pitkään”. Me emme kuitenkaan pidä tätä lupauksena siitä, että Fed ei vielä toviin koskisi ollenkaan korkoon, vaan ennustamme pikemminkin korkojen pysyvän melko matalina vielä pitkään.

*Fed jatkaa luotto- ja likviditeettiohjelmien sa toteuttamista*

Ennustamme, että Fed tekee ensimmäisen koronnostonsa ensi vuoden toisella neljänneksellä, kun työttömyys alkaa kääntyä laskuun, ja että se jatkaa luotto- ja likviditeettiohjelmien sa toteuttamista kunnes niiden lakkauttaminen on täysin turvallista. Korot ovat kuitenkin lähitotasoltaan matalat, joten on todennäköistä, että ne nousevat alkuvaiheessa nopeammin kuin edellisellä nousujaksolla 2004.

Fed:n suuri haaste on välttää deflaatio ja luoda kasvua ekspansiivisen rahapolitiikan avulla ruokkimatta kuitenkaan inflaatiota. 10 vuoden valtionobligaatioiden matala korko – noin 3,5 prosenttia – kuvastanee markkinoiden varautumista suhdanteen hitaaseen nousuun, lähivuosien matalaan inflaatioon ja Fed:n tekemiin valtionlainojen ostoihin. Kun bruttokansantuote lähtee nousuun ja epävarmuus suhdanteen kääntymisestä vähenee, myös pitkien obligaatioiden korot ottanevat suunnan ylöspäin. Ennustamme, että USA:n 10 vuoden valtionobligaatioiden korko nousee 4 prosenttiin seuraavan puolen vuoden aikana. Vuoden päästä odotamme koron olevan 4,25 prosenttia.

### Valuuttakurssit heijastelevat taas korkoeroja

Riskinottohalukkuus palaamassa, dollari heikentynee lähikuukausina

Tiedustelut ja taloustilastot osoittavat, että globaali taantuma on päättymässä. Kasvava luottamus talouden tulevaisuuden näkymiin on kasvattanut sijoittajien riskinottohalukkuutta. Myös alkukesästä vallinneet pelot valtavan valtion lainojen ylitarjonnasta ovat osoittautumassa liiallisiksi, sillä yksityiset sijoittajat ja ulkomaiset keskuspankit ovat olleet huomattavan innokkaita ostamaan USA:n valtion velkapapereita.

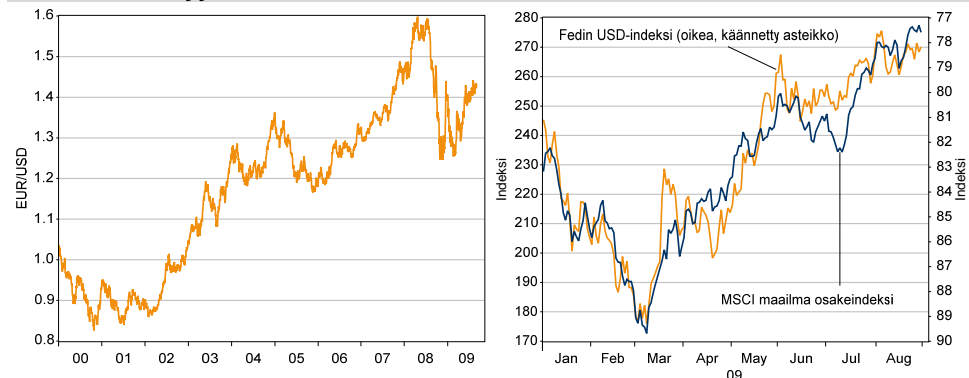
*Valuuttamarkkinat ovat seuranneet osake- ja joukkolainamarkkinoita*

Valuuttamarkkinat ovat seuranneet osake- ja joukkolainamarkkinoiden liikkeitä ja esimerkiksi EUR/USD-kurssin muutokset ovat liittyneet läheisesti osakemarkkinoiden kehitykseen. Trendi kuluneen vuoden aikana on ollut, että Yhdysvaltain dollari heikentyy riskinottohalukkuuden kasvaessa. Tämä on näkynyt dollarin heikentymisenä euroa vastaan viime kuukausina.

*Lähikuukausien suhteelliset kasvunäkymät tukevat hieman euroa*

Euroalueen tilastot ovat pääasiassa yllättäneet positiivisesti. Vain pieni BKT:n supistuminen vuoden toisella neljänneksellä oli suuri positiivinen yllätys samalla kun luottamusindikaattorit ovat yllättäneet optimismillaan. Odotamme poliitikkojen ja analyytikoiden nostavan kasvuennusteitaan lähikuukausina. Euroopan keskuspankki, joka kesäkuussa ennusti euroalueen bruttokansantuotteen supistuvan vuoden 2010 puoliväliin asti, antoi jo elokuussa positiivisemmän näkemyksen talouskasvusta. Ennustamme alueen BKT:n kasvavan jo kuluvalle vuosineljänneksellä, ja lähiaikoina riskit ovat vahvemman kasvun puolella. Vaikka tilastot yllättivät positiivisesti USA:ssa aikaisemmin kuin euroalueella, eivät viimeaikaiset uutiset Atlantin takaa ole olleet yhtä vakuuttavia. Ennustamme USA:n talouden kasvavan kuluvalle vuosineljänneksellä, mutta hitaammin kuin konsensusodotus tällä hetkellä on. Lähikuukausien suhteelliset kasvunäkymät tukevat siis hieman euroa.

### Dollari heikentyy kun riskinottohalukkuus kasvaa



Lähde: Reuters Ecowin

*USD vahvistuu euroa vastaan, sillä USA:n talous kasvavaa ensi vuonna euroaluetta nopeammin*

### 2010 kasvu ja korkoero dollarin tukena

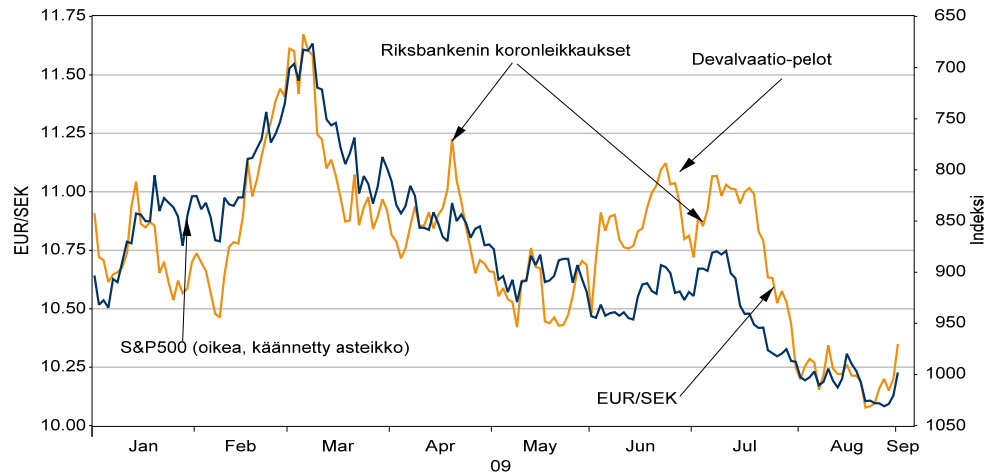
Kun globaali talous elpyy, pitäisi osakemarkkinoiden pärjätä kohtuullisesti hitaan kasvun pelosta huolimatta. Tämän vuoden kokemuksen perusteella dollarin tulisi tällöin heikentyä. Suhteelliset erot talouskasvussa alkavat kuitenkin painaa enemmän, joten pidämme todennäköisempänä, että dollari vahvistuu euroa vastaan, sillä odotamme USA:n talouden kasvavan ensi vuonna euroaluetta nopeammin. Ennustamme EUR/USD-kurssin pysyvän kuitenkin koko ennusteperiodimme 2009–2011 selvästi pitkän ajan keskiarvotason 1.15 yläpuolella.

*Uskomme Riksbankenin nostavan ohjauksorkkoaan nopeammin kuin nyt odotetaan*

### Ruotsi suoriutuu hyvin, kruunu vahvistuu

Ruotsin taloudesta on viime aikoina kuultu yllättävän positiivisia uutisia ja siksi uskomme Riksbankenin nostavan ohjauksorkkoaan ensi vuonna enemmän kuin markkinoilla nyt odotetaan. Ruotsin talous pärjää todennäköisesti monia muita Euroopan maita paremmin heikon valuutan ja elvyttävän talouspolitiikan siivittämänä. Emme kuitenkaan voi sulkea pois mahdollisuutta, että huolet Baltian talouksien tilanteesta nousevat taas pintaan ja heikentävät kruunua. Ruotsalaispankit ovat kuitenkin vahvistaneet pääomiaan viime aikoina, mikä pitäisi helpottaa huolia Ruotsin finanssijärjestelmän ja kansantalouden tilasta, vaikka Baltian maat päätyisivätkin devalvoimaan valuuttansa.

#### Kohentuva tunnelma tukee kruunua



Lähde: Reuters Ecowin

Ennustamme Ruotsin kruunun jatkavan vahvistumistaan euroa vastaan koko ennusteperiodimme 2009–2011, sillä EUR/SEK-kurssi on selvästi normaalina pitämämme tason yläpuolella.

Martin Enlund, +46 8 46 346 33, maen12@handelsbanken.se  
 Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu19@handelsbanken.se

# Keskeiset ennusteet

## Suomen BKT-ennusteet, reaalin vuosimuutos, prosenttia

	2007	2008	2009	2010	2011
Kulutus	2.5	1.9	-1.7	0.4	1.3
Yksityinen kulutus	3.3	1.9	-3.0	0.0	1.8
Julkinen kulutus	0.8	2.0	1.5	1.0	0.5
Investoinnit	8.7	0.3	-13.0	-2.3	3.9
Yksityiset investoinnit	9.0	0.4	-15.1	-3.0	4.6
Julkiset investoinnit	6.8	-0.3	1.5	1.5	0.0
Vienti	8.1	7.3	-18.5	7.8	7.0
Tuonti	6.5	7.0	-19.3	5.0	5.6
BKT	4.2	1.0	-5.5	1.5	2.3

## Keskeiset ennusteet Suomen taloudelle, prosentuaalinen vuosimuutos ellei toisin mainita

	2007	2008	2009	2010	2011
Ansiotasoindeksi	3.4	5.5	3.9	2.2	2.0
Kuluttajahintaindeksi	2.5	4.1	0.1	1.0	1.5
Työttömyysaste, %:a työvoimasta	6.9	6.4	8.5	9.8	9.7
Teollisuustuotanto	8.6	0.1	-13.0	5.5	4.5
Kauppatase, mrd EUR	8.7	6.0	4.8	5.0	5.5
Vaihtotase, mrd EUR	7.5	4.4	2.1	3.2	4.3
Vaihtotase, %:a BKT:sta	4.1	2.4	1.2	1.8	2.3
Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, %:a BKT:sta	5.2	4.4	-2.5	-4.0	-3.0
EMU-velka, %:a BKT:sta	35.2	34.2	41.6	47.3	49.3

## Valuutta- ja korkoennusteet

	2.9.2009	6 kk	12 kk	24 kk	36 kk
EKP refi-korko	1.00	1.00	1.50	2.50	3.50
Federal funds (USA)	0.125	0.125	1.25	3.00	4.00
Repo-korko rate, (Ruotsi)	0.25	0.25	1.50	2.50	4.00
10 vuoden obligaatiokorko (Saksa)	3.21	3.60	3.85	4.25	4.50
10 vuoden obligaatiokorko (USA)	3.37	4.00	4.25	4.50	5.00
10 vuoden obligaatiokorko (Japani)	1.31	1.15	1.25	1.75	2.50
10 vuoden obligaatiokorko (Ruotsi)	3.30	3.70	4.05	4.50	4.90
10 vuoden obligaatiokorko (Suomi)	3.59	3.95	4.20	4.70	5.00
korkoero Saksaan, korkopistettä	38	35	35	45	50
EURUSD	1.42	1.40	1.30	1.30	1.30
USDJPY	92.70	96	104	120	120
EURGBP	0.88	0.83	0.82	0.85	0.80
EURSEK	10.33	9.75	9.50	9.25	9.00

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Maailmantalouden BKT-ennusteet, vuosimuutos, prosenttia

		2008	2009E	2010E	2011E
<b>USA</b>	BKT	0.4	-2.8	2.2	3.1
	Investoinnit*	1.6	-18.2	1.1	5.4
	Yksityinen kulutus	-0.2	-1.0	0.3	1.6
<b>Euroalue</b>	BKT	0.6	-4.0	1.1	1.7
	Investoinnit	-0.3	-9.7	0.0	2.2
	Yksityinen kulutus	0.3	-0.7	0.5	1.0
<b>Japani</b>	BKT	-0.7	-5.8	0.7	1.2
	Investoinnit*	-4.2	-17.3	-1.5	2.0
	Yksityinen kulutus	0.6	-1.0	0.1	0.5
<b>Iso-Britannia</b>	BKT	0.7	-4.4	1.1	1.7
	Investoinnit	-2.8	-12.2	0.2	2.2
	Kotitalouksien kulutus	0.9	-2.6	0.1	1.1
<b>Ruotsi</b>	BKT	-0.4	-4.7	2.0	3.0
<b>Tanska</b>	BKT	-1.2	-3.1	-0.2	0.9
<b>Suomi</b>	BKT	1.0	-5.5	1.5	2.3
<b>Norja</b>	BKT	2.5	-0.7	3.0	3.0
<b>Tsekki</b>	BKT	3.1	-3.4	1.5	3.5
<b>Unkari</b>	BKT	0.2	-6.2	-0.2	2.5
<b>Puola</b>	BKT	4.8	0.4	2.2	3.7
<b>Slovakia</b>	BKT	6.4	-4.3	1.7	3.9
<b>Venäjä</b>	BKT	5.6	-7.2	3.4	4.3
<b>Turkki</b>	BKT	1.0	-5.3	3.3	3.3
<b>Etelä-Afrikka</b>	BKT	3.1	-1.8	2.6	3.0
<b>Kiina</b>	BKT	9.0	8.0	8.0	6.5
<b>Intia</b>	BKT	7.2	6.0	7.0	8.0
<b>Argentiina</b>	BKT	7.0	-1.0	2.0	3.3
<b>Brasilia</b>	BKT	5.1	-1.4	4.0	4.4
<b>Meksiko</b>	BKT	1.4	-7.7	2.9	3.6

\* Investoinnit poislukien asuinrakentaminen

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.

All research reports are prepared from trade and statistical services and other information which SHB considers to be reliable.

SHB does not represent that such information is true, accurate or complete and it should not be relied upon as such.

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.

No independent verification exercise has been undertaken in respect of this information.

Any opinions expressed are the opinions of employees of SHB and its affiliates and reflect their judgment at this date and are subject to change.

The information in the research reports does not constitute a personal recommendation or investment advice.

Reliance should not be placed on reviews or opinions expressed when taking investment or strategic decisions.

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

SHB and/or its affiliates provide investment banking and non-investment banking financial services, including corporate banking services; and, securities advice to issuers of securities mentioned in research reports.

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.

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.

No part of SHB research reports may be reproduced or distributed to any other person without the prior written consent of SHB. Research reports are distributed in the UK by SHB.

SHB is authorised by the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen), and authorised and subject to limited regulation by the UK Financial Services Authority.

Details about the extent of our authorisation and regulation by the UK Financial Services Authority are available from us on request.

In the United Kingdom, the research reports are directed only at Professional clients and Eligible counterparties (as defined in the rules of the FSA) and the investments or services to which they relate are available only to such persons.

The research reports must not be relied upon or acted on by private customers.

UK customers should note that SHB does not participate in the UK Financial Services Compensation Scheme for investment business and accordingly UK customers will not be protected by that scheme.

This does not exclude or restrict any duty or liability that SHB has to its customers under the regulatory system in the United Kingdom.

SHB employees, including analysts, receive compensation that is generated by overall firm profitability.

The views contained in SHB research reports accurately reflect the personal views of the respective analysts, and no part of analysts' compensation is directly or indirectly related to specific recommendations or views expressed within research reports.

For specific analyst certification, please contact Robert Gärtner +45 33418613.

In the United Kingdom SHB is regulated by the FSA but recipients should note that neither the UK Financial Services Compensation Scheme nor the rules of the FSA made under the UK Financial Services and Markets Act 2000 for the protection of private customers apply to this research report.

## When Distributed in the United States

### Important Third-Party Research Disclosures:

Research reports are prepared by SHB for information purposes only. SHB and its employees are not subject to the FINRA's research analyst conflict rules. 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). Any U.S. person receiving these research reports that desires to effect transactions in any fixed-income product discussed within the research reports should call or write SHB. 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). 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 (+212-326-5153).

### Please be advised of the following important research disclosure statements:

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 Supervision of Finland and in Denmark by the Danish Financial Supervisory Authority.

SHB has recently had, currently has, or will be seeking corporate finance assignments with the subject company.

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 to ensure the integrity and independence of research analysts and the research department, as well as to identify, eliminate, avoid, deal with, or make public actual or potential conflicts of interests relating to analysts or the Bank. As part of its control of conflicts of interests, the Bank has introduced restrictions ("ethical walls") in communication 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 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 and guidelines on conflicts of interests relating to analysts, please see the Bank's website [www.handelsbanken.com/About the bank/IR/Corporate social responsibility/Ethical guidelines or Guidelines for research](http://www.handelsbanken.com/About%20the%20bank/IR/Corporate%20social%20responsibility/Ethical%20guidelines%20or%20Guidelines%20for%20research).

**Svenska Handelsbanken AB (publ)**

**Stockholm**

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

**Copenhagen**

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

**Helsinki**

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

**Oslo**

Rådhusgaten 27, Post-  
boks 332 Sentrum  
NO-0101 Oslo  
Tel. +47 22 94 0700  
Fax. +47 2233 6915

**London**

Trinity Tower,  
9 Thomas More Street  
London GB-E1W 1GE  
Tel. +44 207 578 8668  
Fax. +44 207 578 8090

**New York**

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