

# Syksyn markkinaturbulenssin makroperusteet

Lokakuu 2015

Tiina Helenius, pääekonomisti, Handelsbanken Suomi



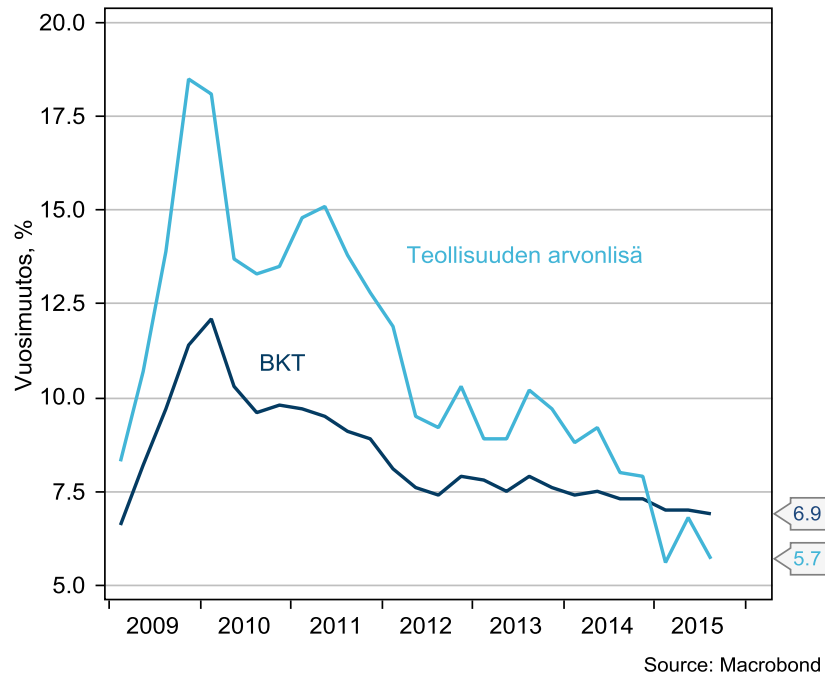
## **Pysyvät ja rakenteelliset muutokset maailmantaloudessa**

- Kiinan talouden kasvurakenteen muutos ja sen vaikutukset maailmantaloudessa
- Maailmantalouden palveluvaltaistuminen väestön ikääntymisen seurauksena
- Talouden kasvupotentiaalin heikentyminen?

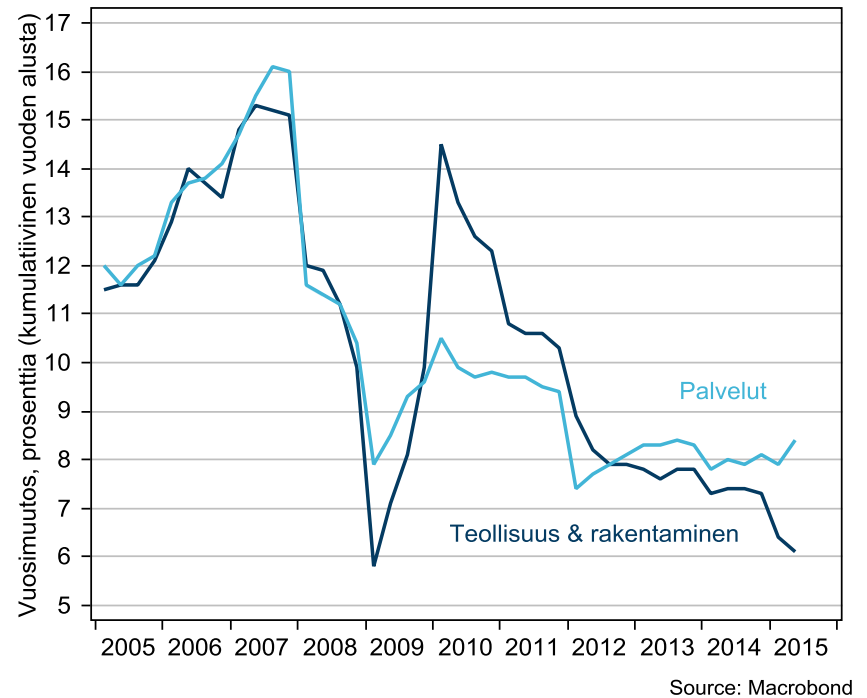
# Kiinan talous ei tuota kasvua kuten ennen

... ja siitä mikä kasvaa vahvasti saatavilla vähemmän tilastotietoa ...

## Kiinan BKT:n kasvu, kiintein hinnoin

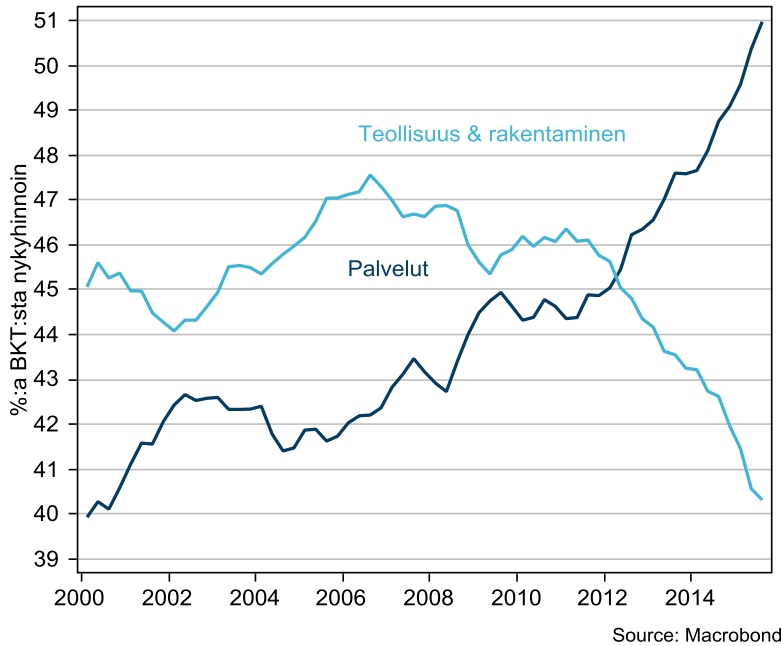


## Kiina: tarjonta kiintein hinnoin



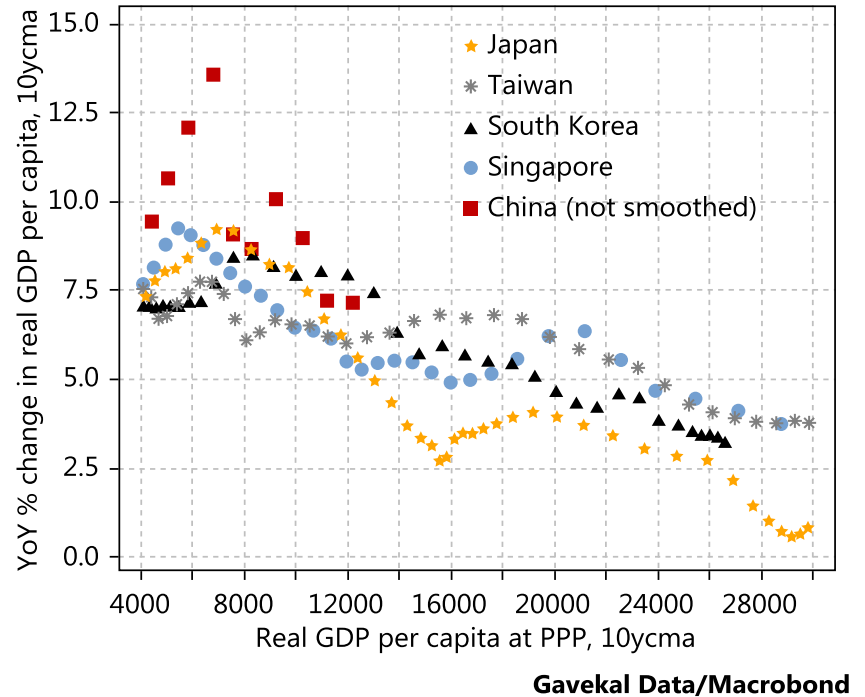
# Kiina palveluvaltaistuu elintason noustessa

## Kiina: tarjonnan muutos



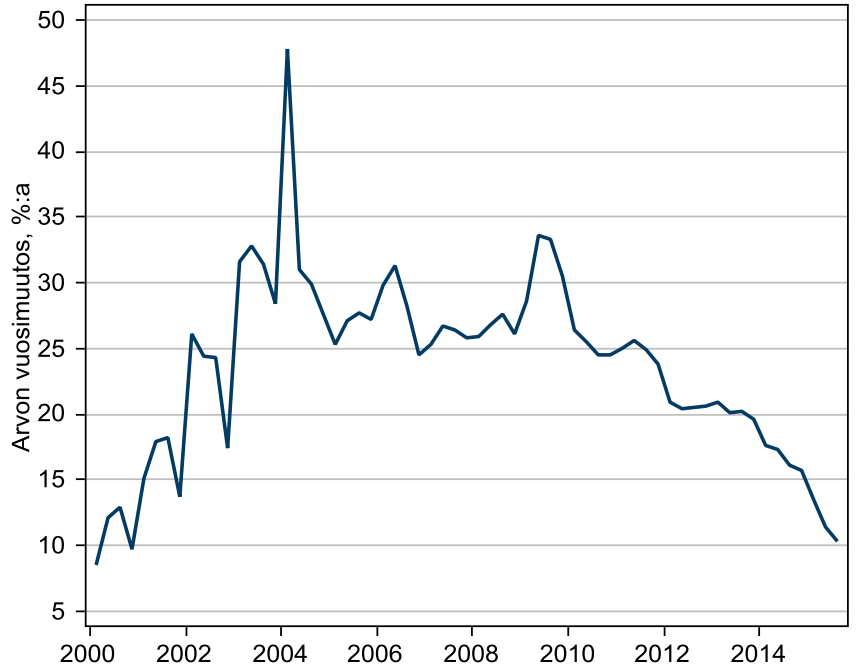
## As China gets richer its growth will keep slowing

Trend growth rates and level of development for successful Asian economies



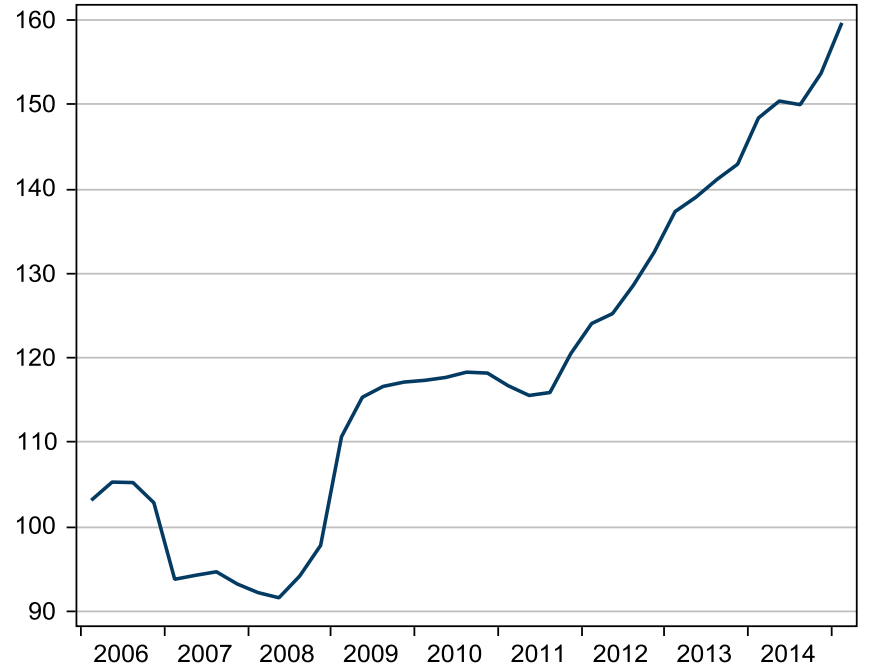
## ...aiheuttaa tulovaikutuksia

### Kiina: urbaanit kiinteät investoinnit



Source: Macrobond

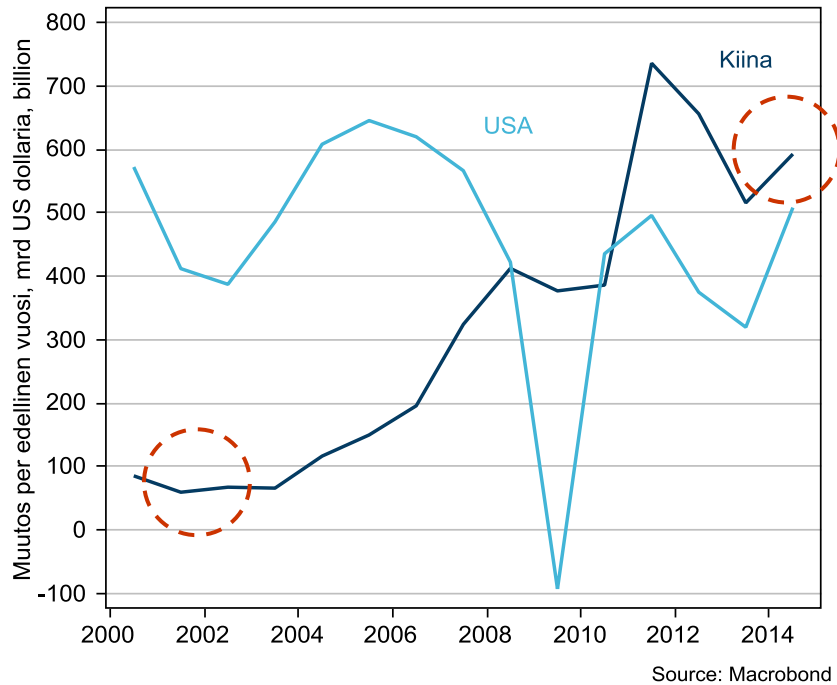
### Kiina: yritysten velka, %:a BKT:sta



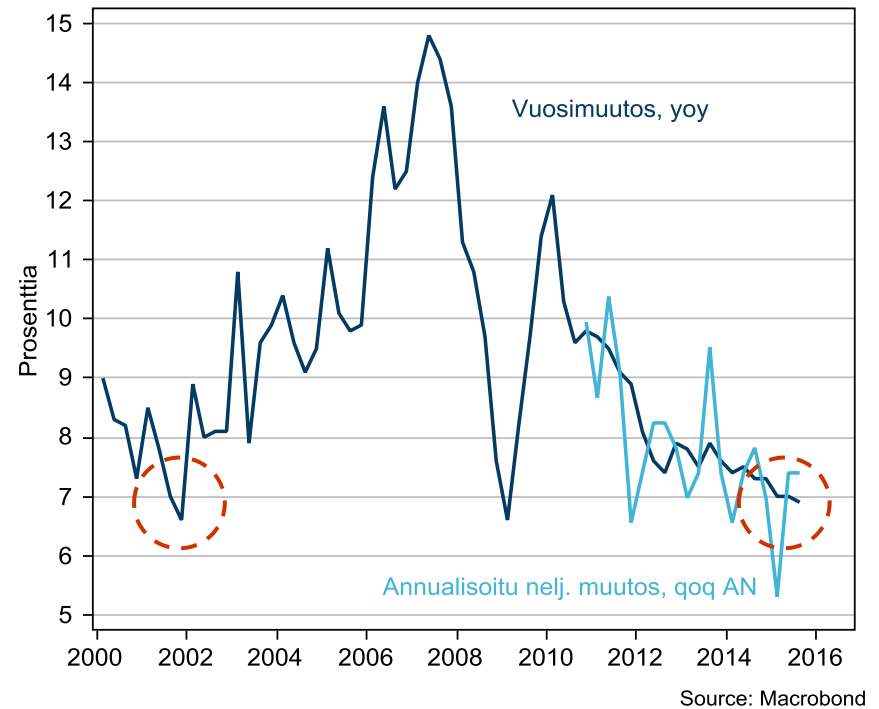
Source: Macrobond

# Kiinan muutoksella on vaikutuksensa globaaliin talouteen

## Kulutuksen kasvuimpulssi



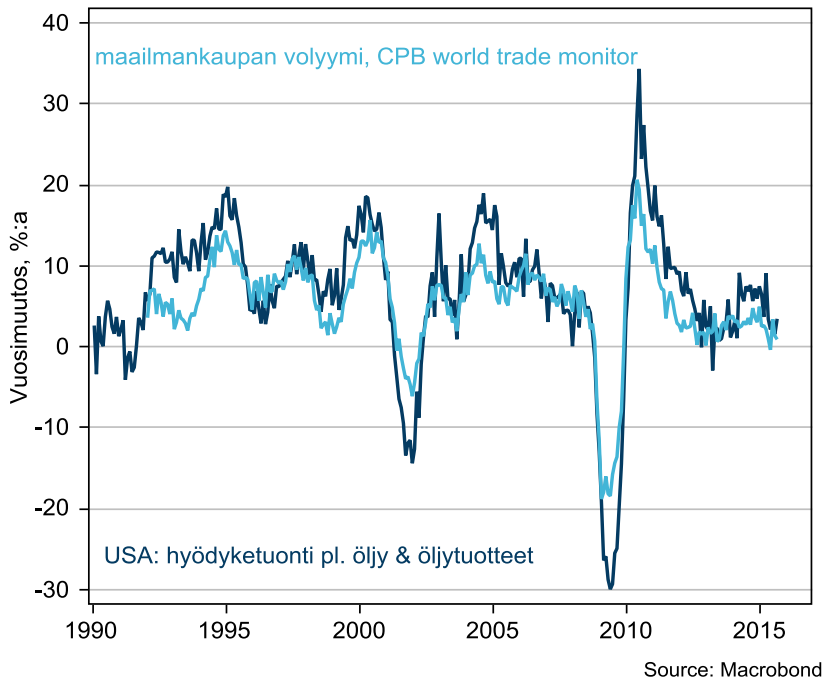
## Kiinan BKT:n kasvu, kiintein hinnoin



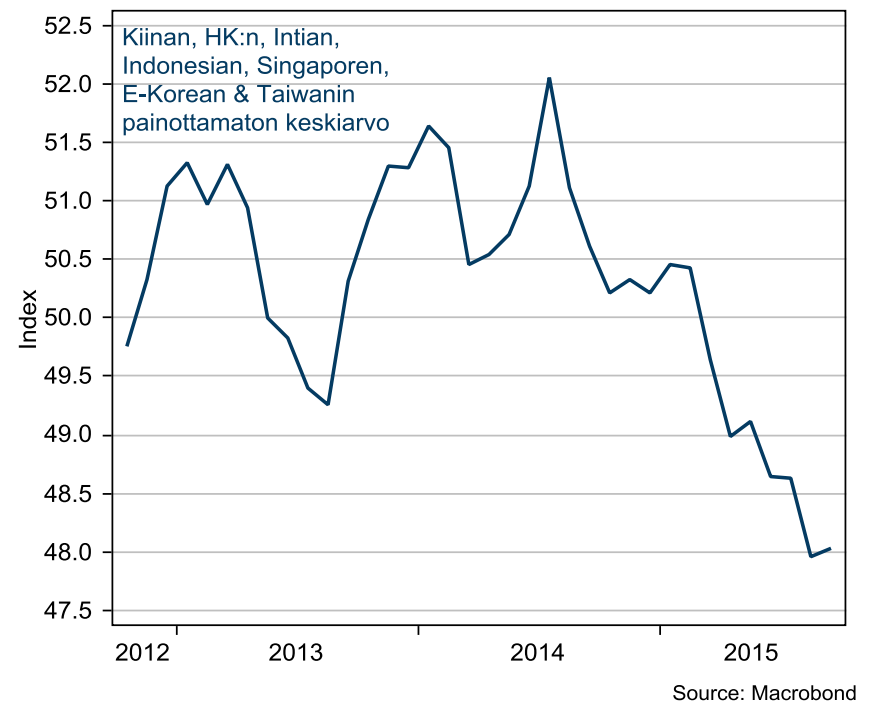
# Onko USA:n rooli maailmantaloudessa muuttunut?

Historiallisesti USA:n uuden korkosyklin alku vahvistanut dollaria, mikä on tukenut USA:n tuontia muualta maailmasta & vahvistanut maailmankauppaa. Ollut hyvä Euroopalle, Aasialle ja Japanille. Entä nyt?

## USA: hyödyketuonti pl. öljy & öljytuotteet

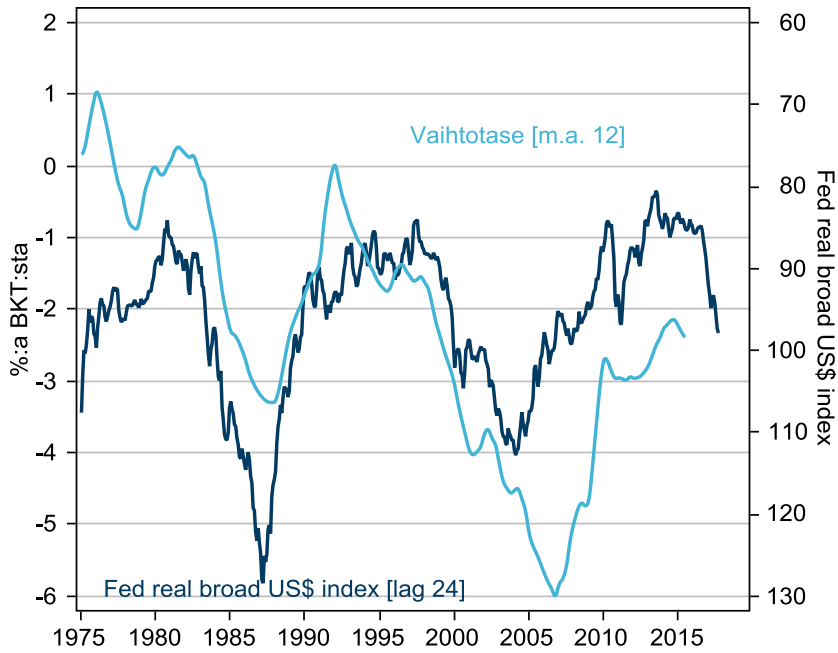


## PMI Aasia, tehdasteollisuus (Markit)



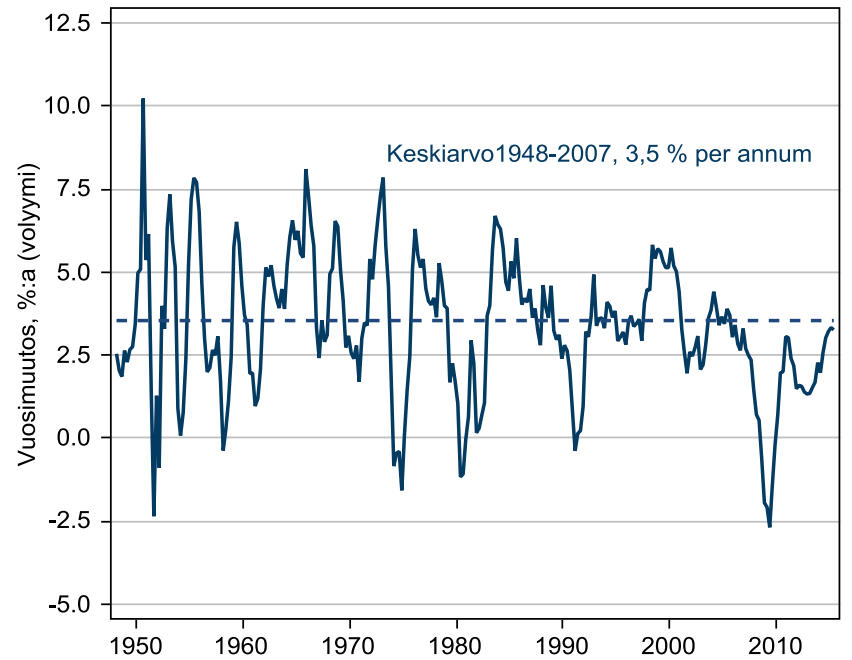
# USA -"consumer of last resort"

USA:n vaihtotase seuraa dollaria



Source: Macrobond

USA: yksityisen kulutuksen kasvu



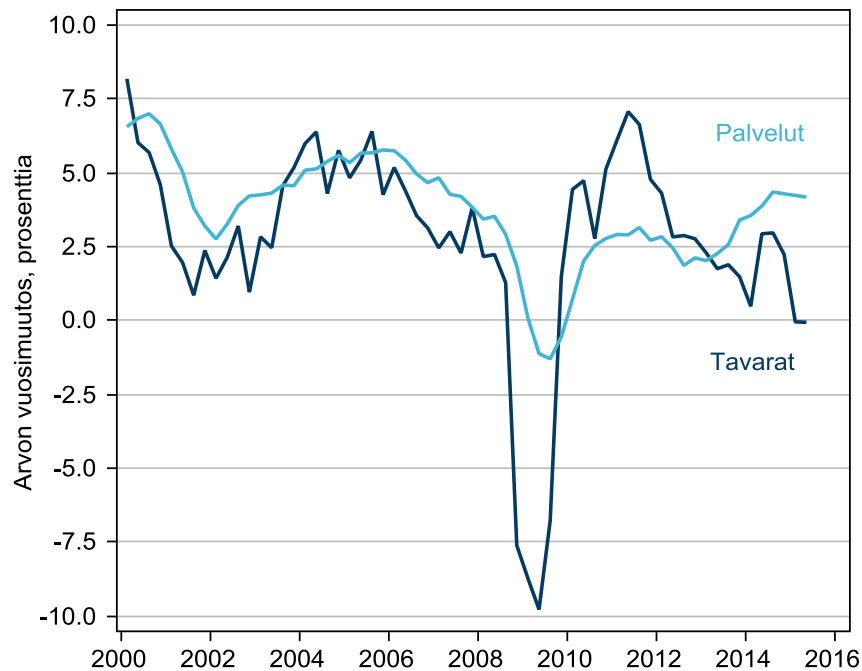
Source: Macrobond



# USA:n kulutus muuttumassa rakenteellisesti?

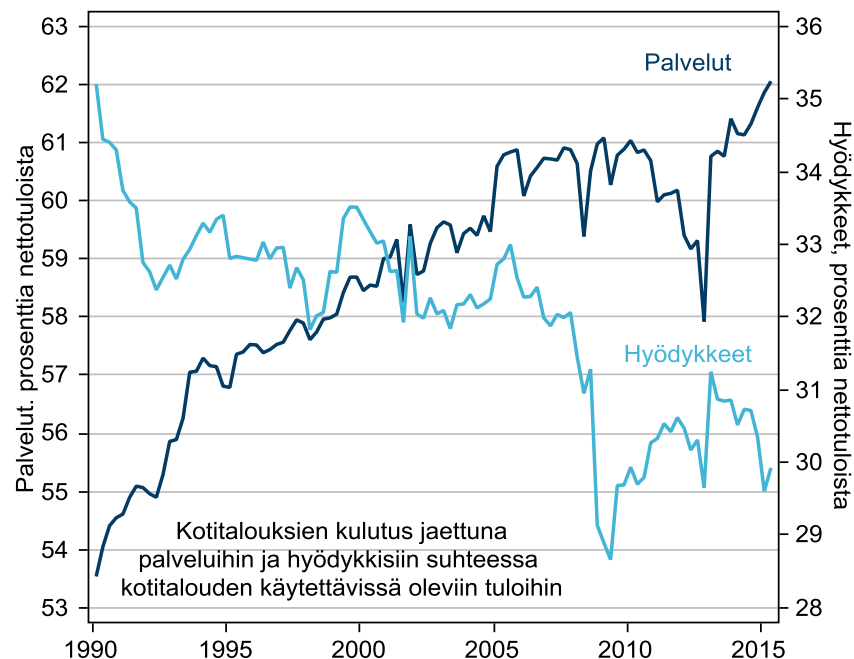
Vähemmän roinaa & enemmän elämänlaatua, viihdettä, terveyttä, turvaa...

## USA: yksit. kulutus per capita



Source: Macrobond

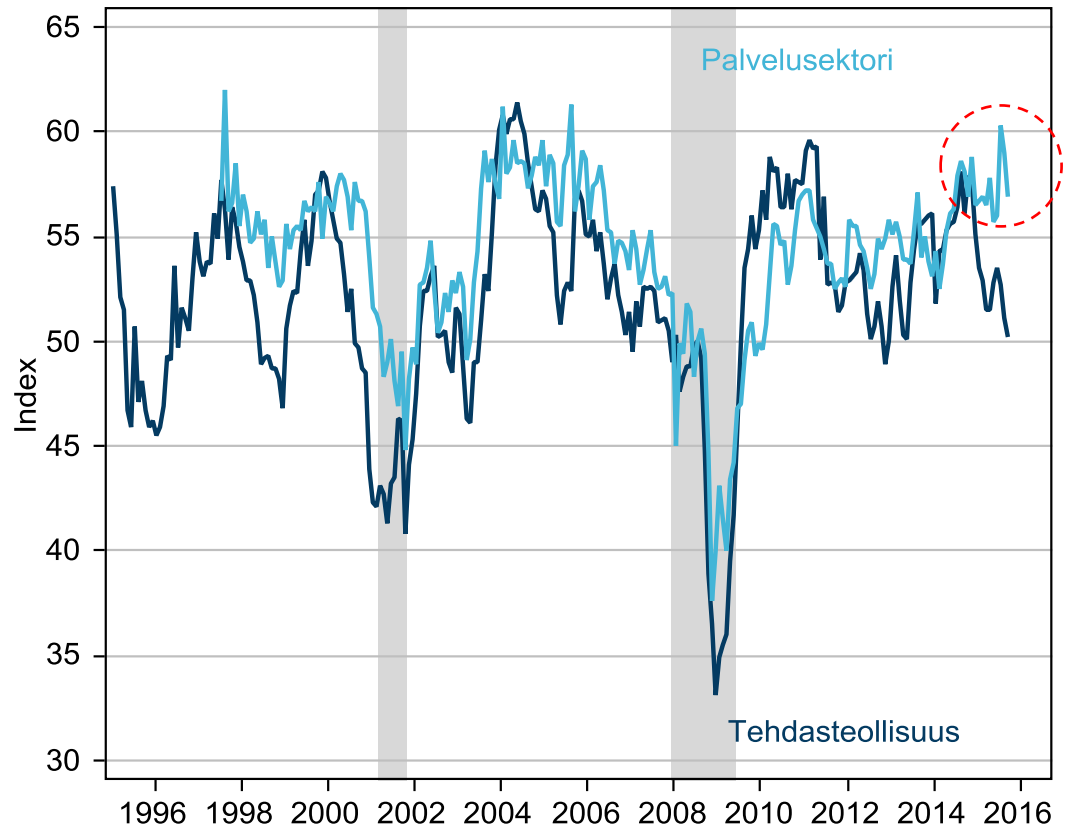
## USA: yksityinen kulutus vs. nettotulot



Source: Macrobond

# Onnistuuko vetovastuun vaihto USA:ssa teollisuudelta palveluille?

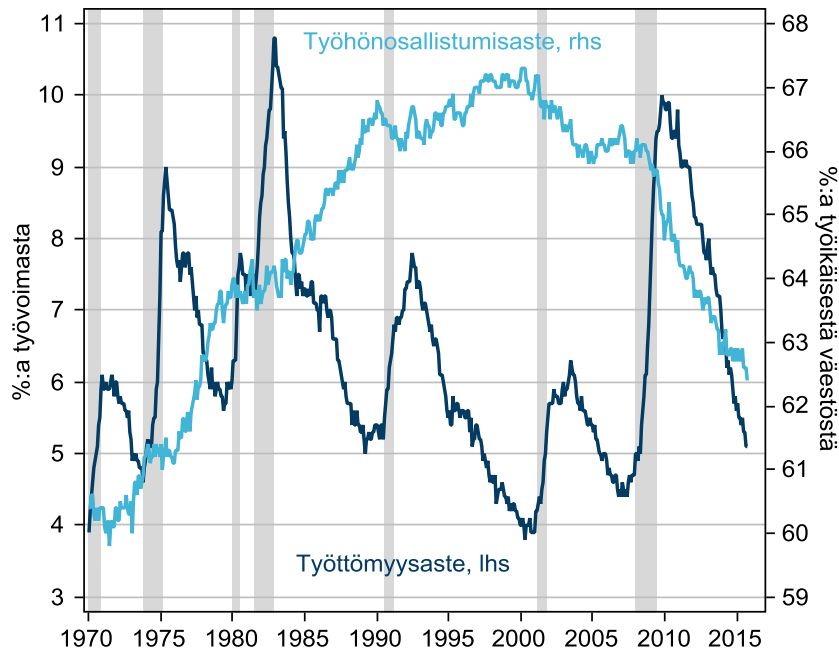
## USA: ostojohtajien suhdannetiedustelu (ISM)



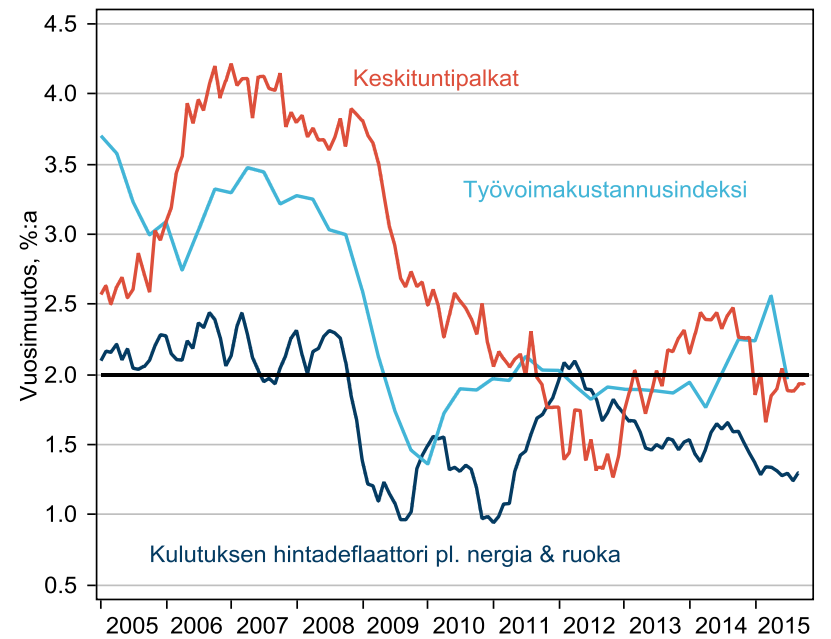
Source: Macrobond

# Valmistautumassa koronastoon vai ei?

## USA: työmarkkinat

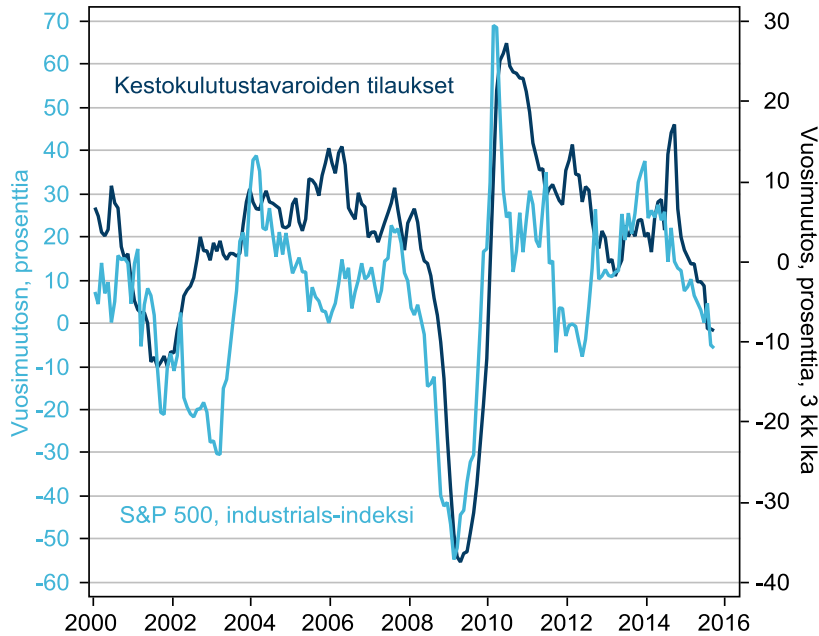


## USA: inflaatio & inflaation veturit



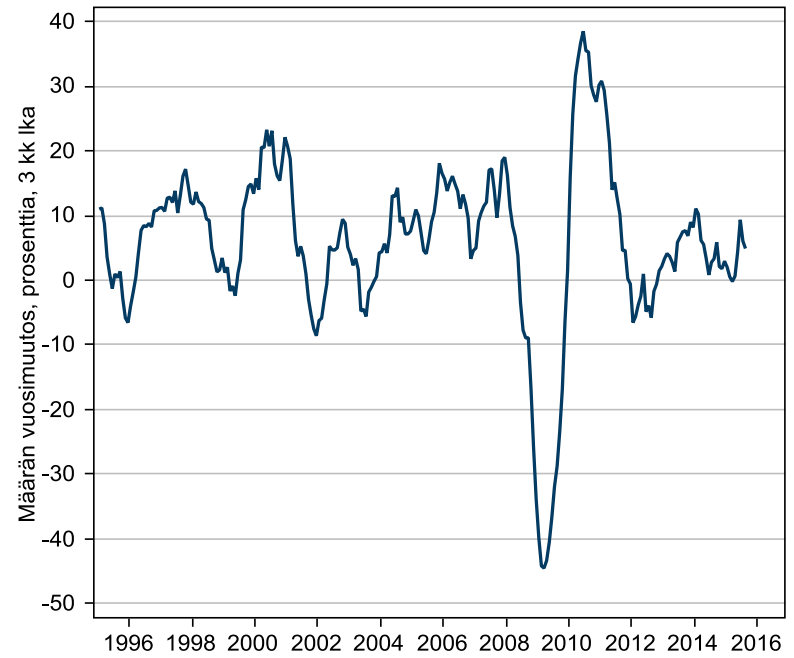
# Globaali investointihyödykkeiden kysyntä näyttää heikentyvän

## USA: kestotavaratilaukset & capex-kysyntä



Source: Macrobond

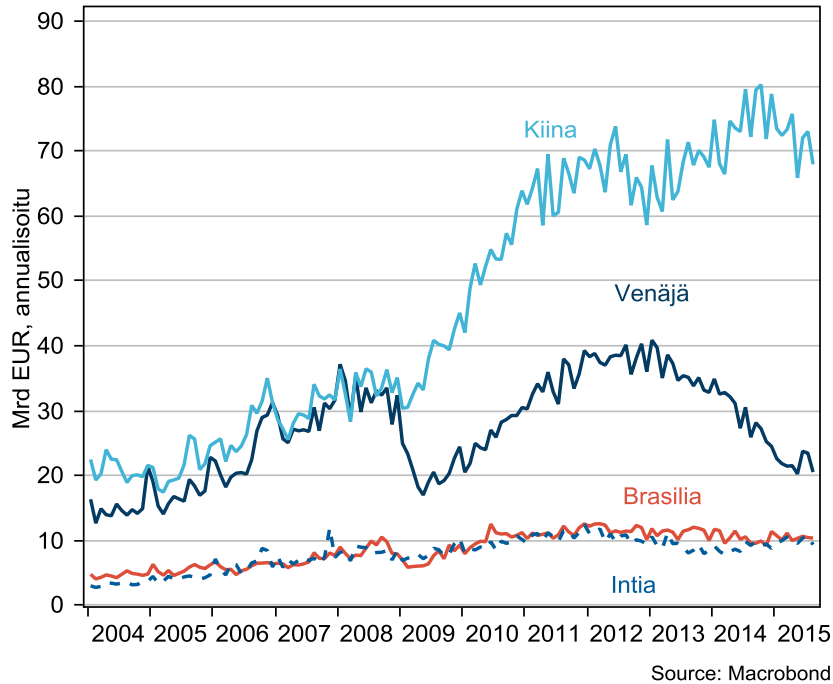
## Saksan uudet investointihyödykkeiden vientitilaukset



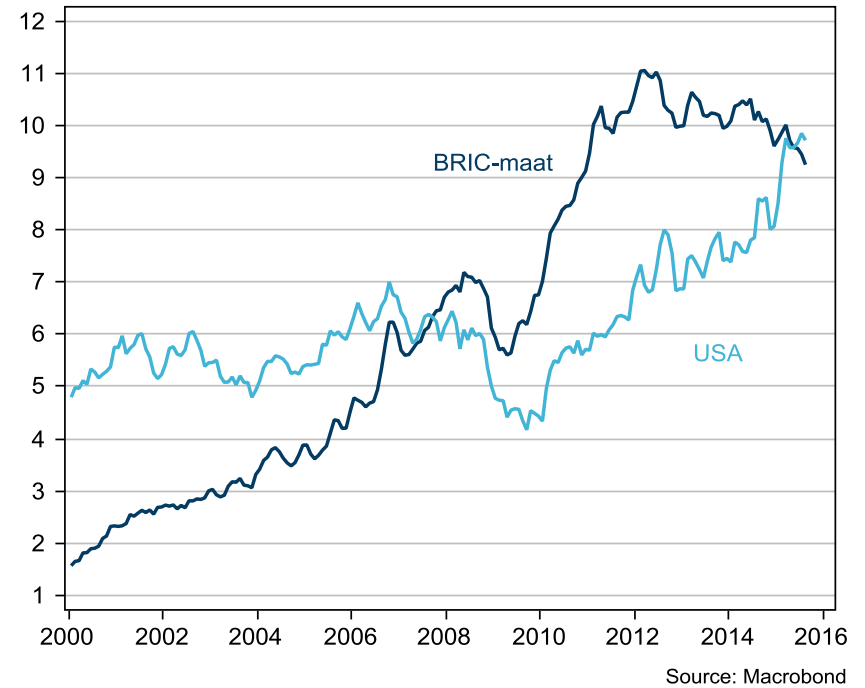
Source: Macrobond

# Saksa kertoo, mitä maailmantalouden kysynnässä tapahtuu

## Saksan vienti BRIC-maihin (EUR)



## Saksan vienti alueittain, miljardia euroa

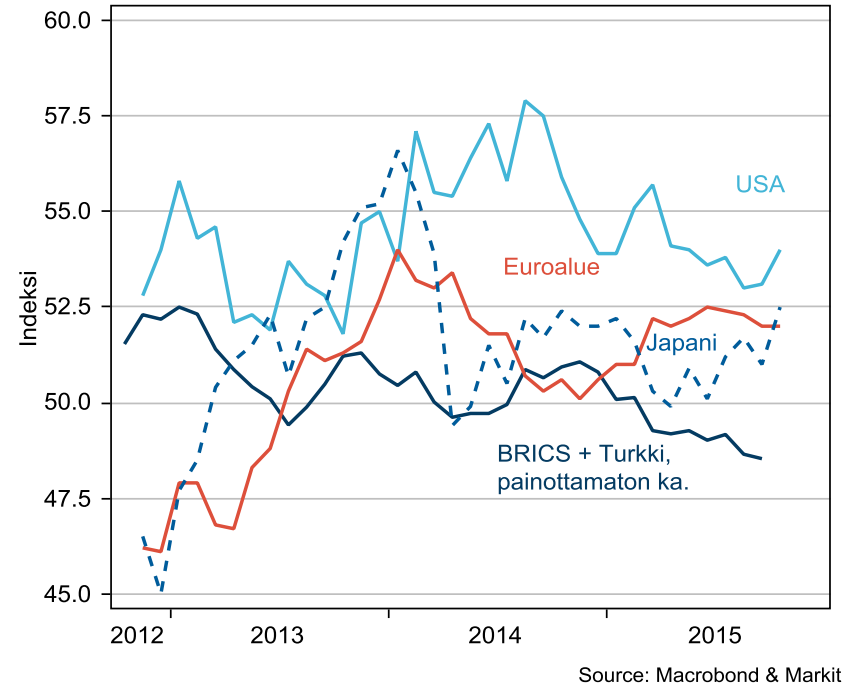


# Markkinoilla hinnoitellaan hitaampaa globaalia kasvua

## Globaali PMI, tehdasteollisuus (Markkit)

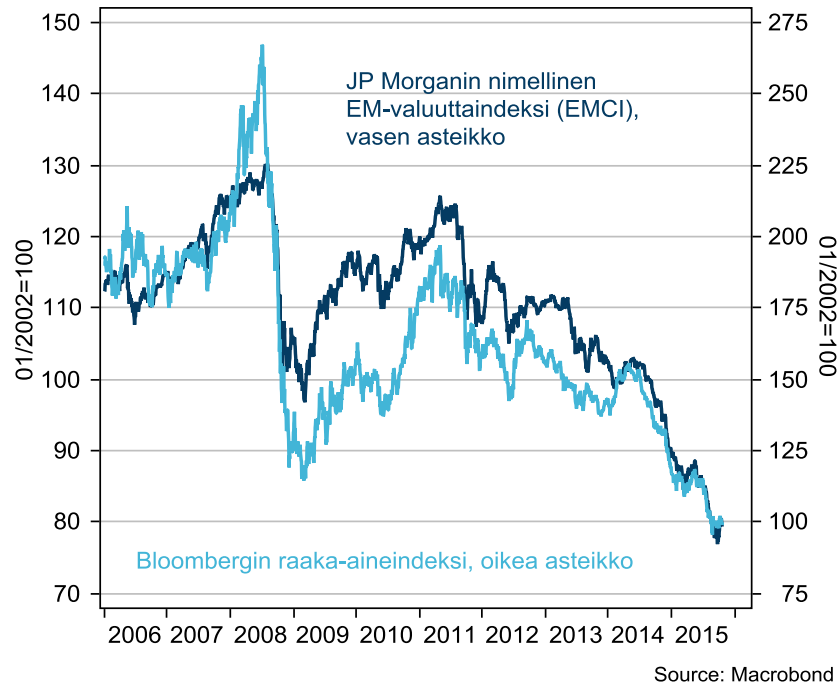


## Ostojohtajien suhdannetiedustelu, teollisuus

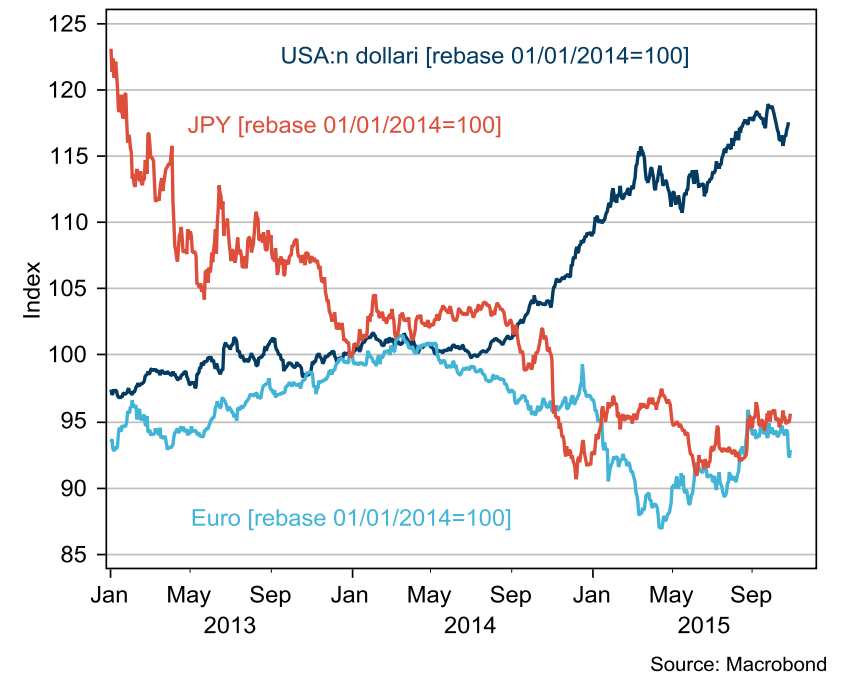


# Kehittyvät taloudet sopeutuvat valuuttojen kautta

## EM-valuutat vs. raaka-ainehinnat

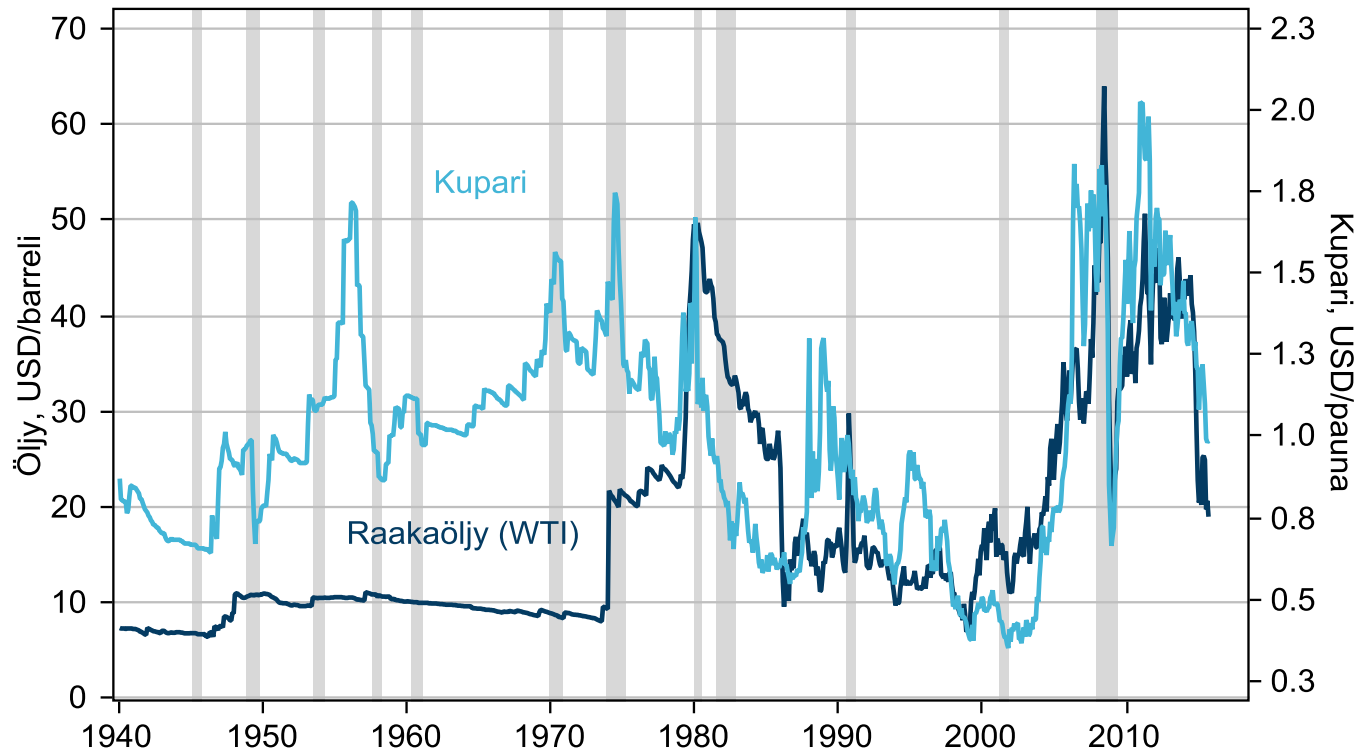


## Kauppapainotetut nimelliset valuuttaindeksit



# Onko raaka-aineiden supersykli päättynyt?

## Kuparin ja öljyn reaalihinta



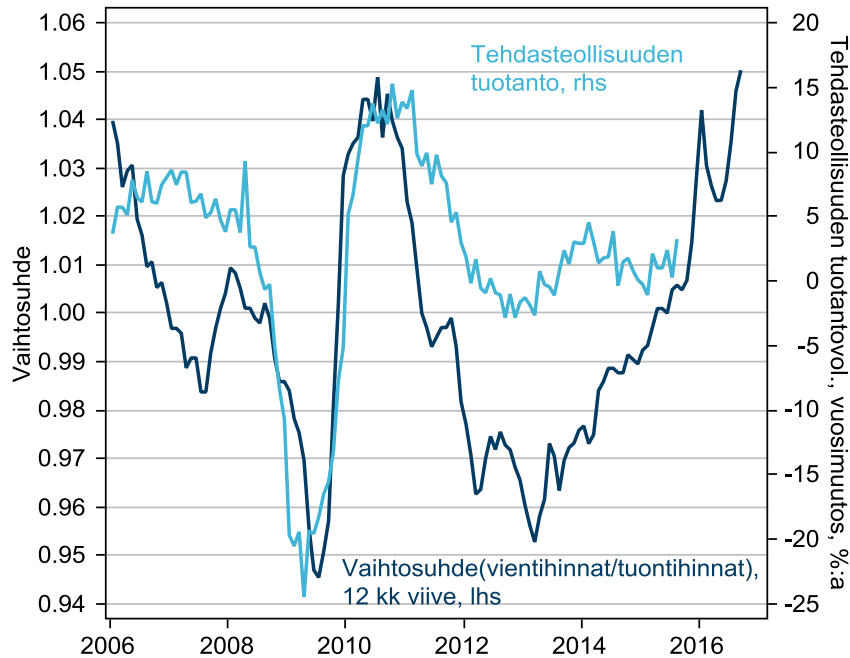
Source: Macrobond



# Raaka-aineiden hintojen laskun vaikutukset - varallisuuden uudelleenjako maailmantaloudessa

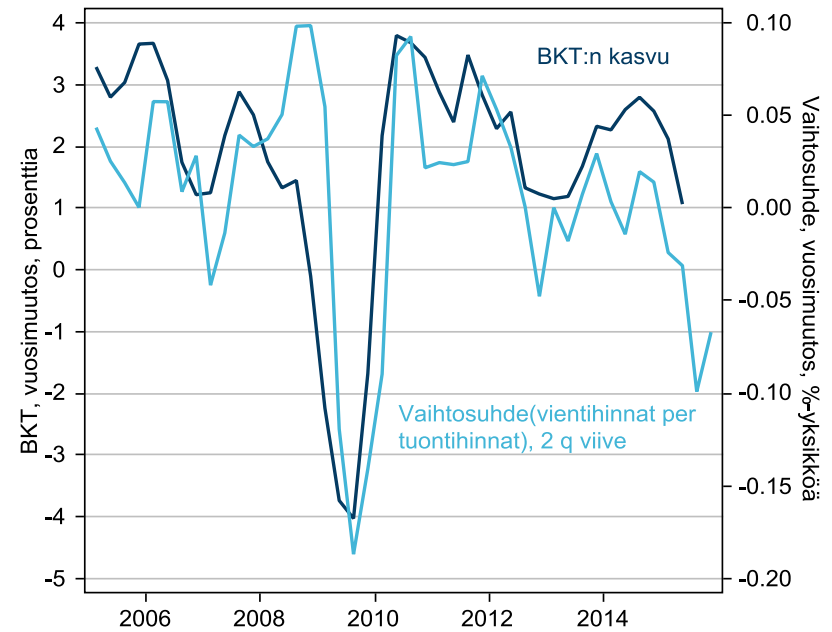
- Positiivinen öljyn & raaka-aineiden nettotuojille = positiivinen vaihtosuhdeshokki (vientihinnat vahvistuvat suhteessa tuontihintoihin)
- Vapauttaa likviditeettiä, kun halvemmat raaka-ainehinnat sitovat vähemmän pääomaa
- Negatiivinen nettoviejille = negatiivinen vaihtosuhdeshokki (vientihinnat heikentyvät suhteessa tuontihintoihin)
- Synnyttää vähemmän likviditeettiä, kun halvempi öljy synnyttää vähemmän pääomaa

## Saksa: vaihtosuhte & teollisuus



Source: Macrobond

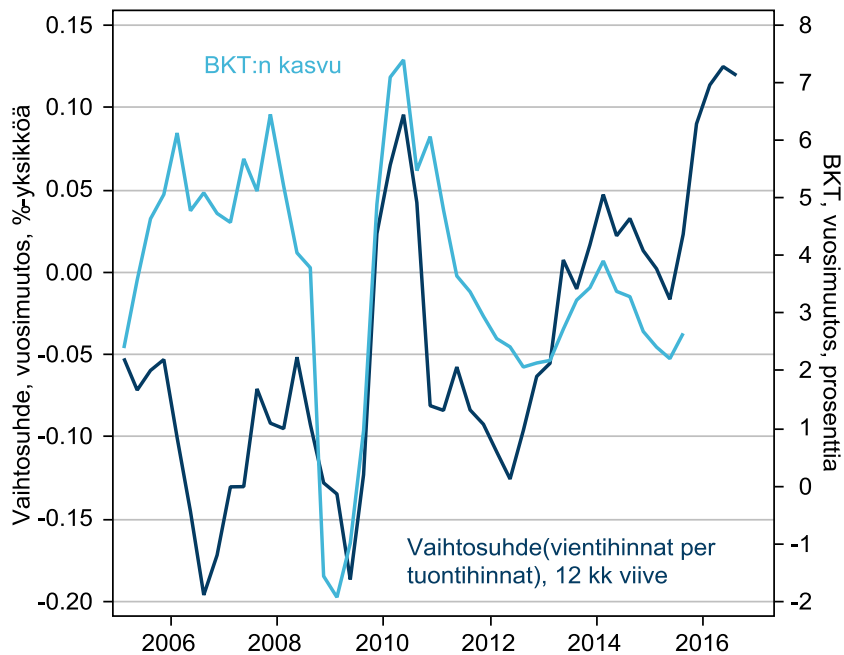
## Kanada: vaihtosuhte & talouskasvu



Source: Macrobond

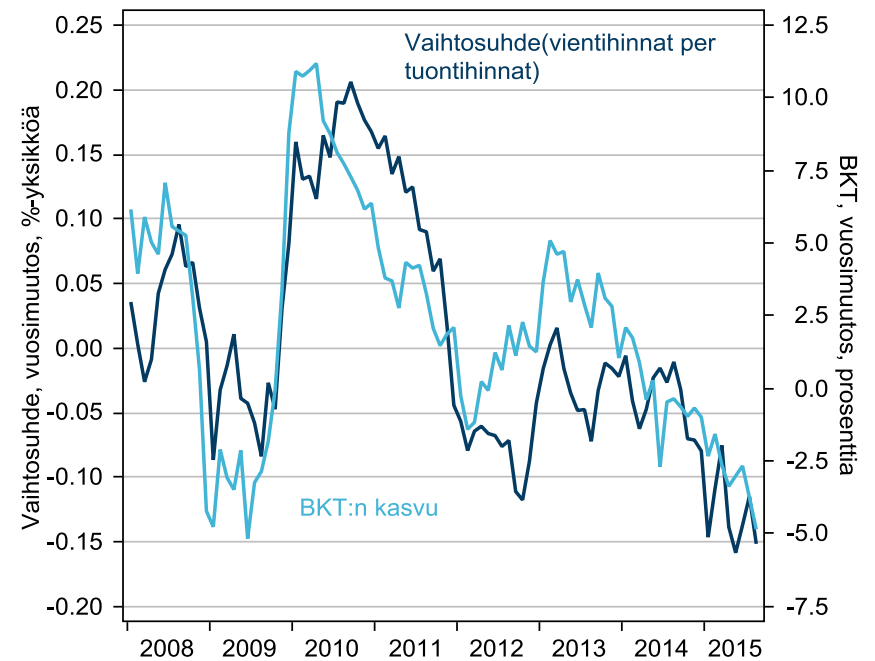
# Aasian öljyn nettotuoajat hyötyvät, Latinalainen Amerika saanut turpiinsa

## E-Korea: vaihtosuhte & talouskasvu



Source: Macrobond

## Brasilia: vaihtosuhte & talouskasvu

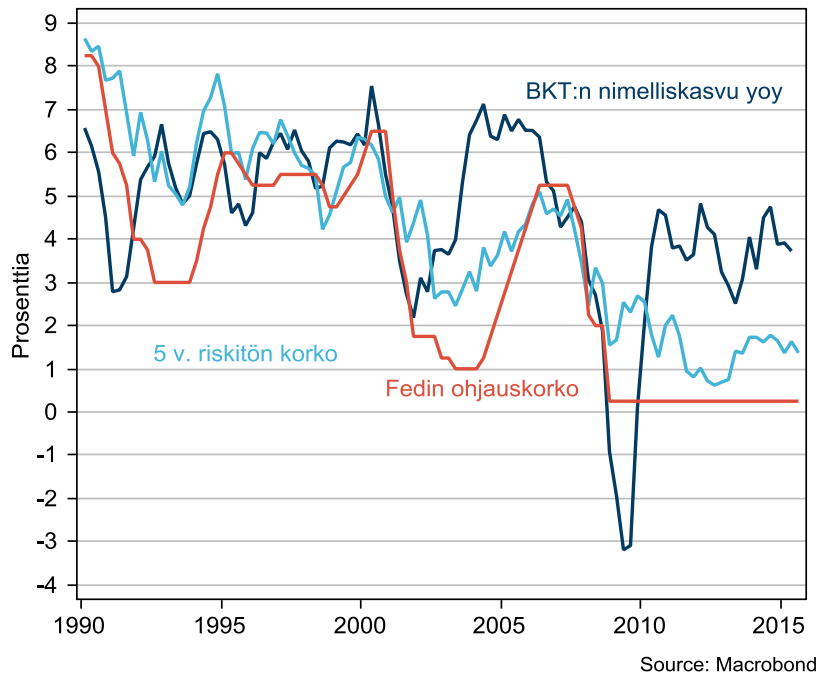


Source: Macrobond

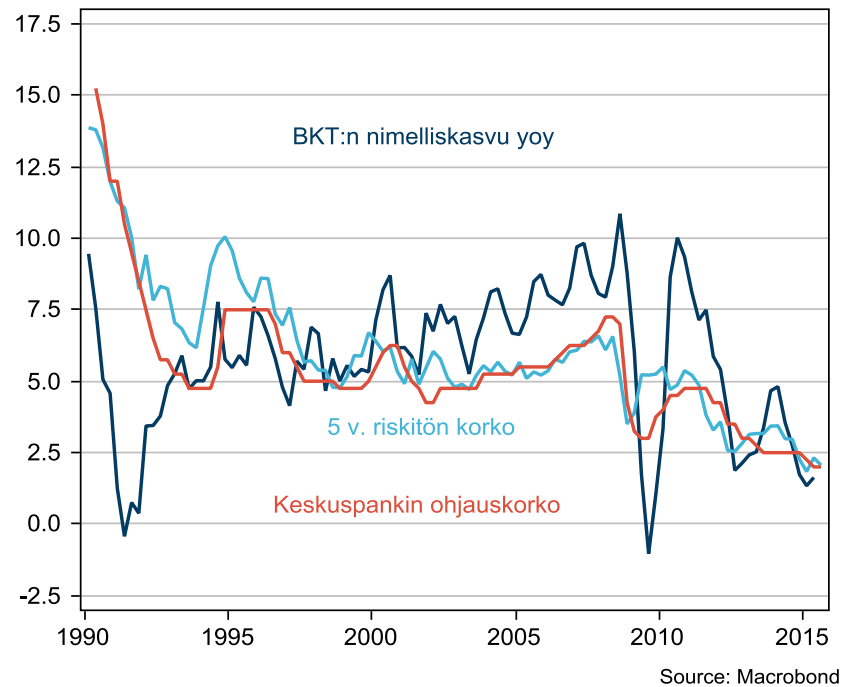
## Eritäin relevanttia rahapolitiikalle!

Maltilliset koronnostot eivät tapa USA:n noususuhdannetta, koska korkotaso pysyy nimellista kasvua matalampana ja talouskasvua tukevana.

### USA: nimelliskasvu & korkotaso

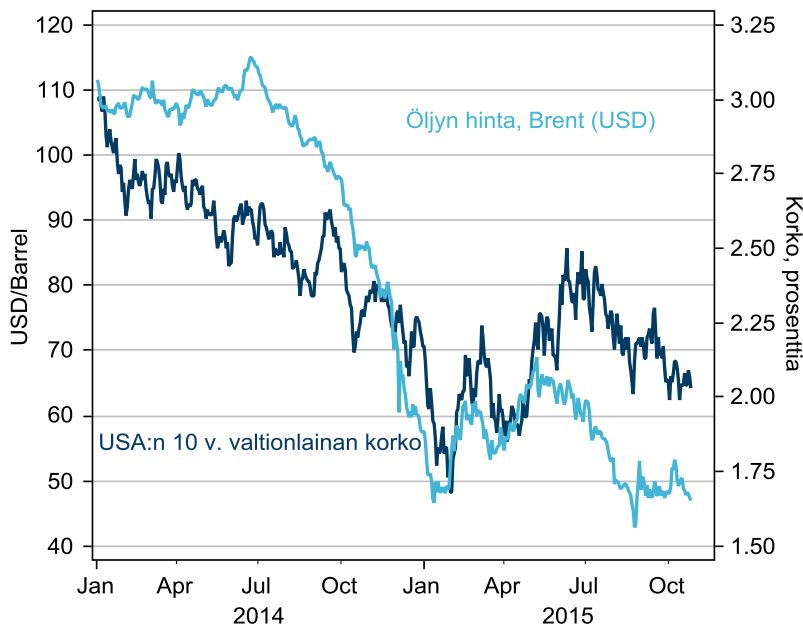


### Australia: nimelliskasvu & korkotaso



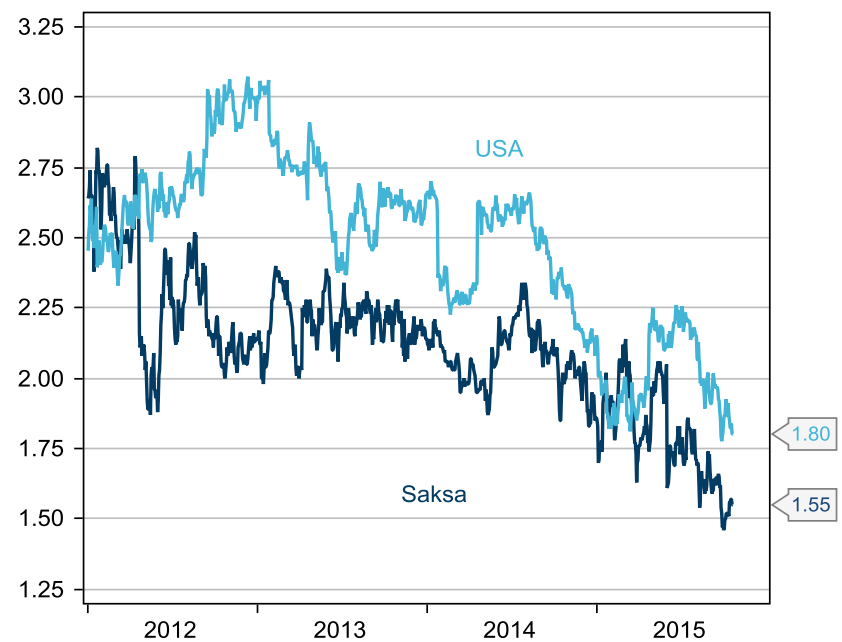
# Öljyn ja raaka-aineiden hintojen lasku näkynyt pitkissä koroissa...

## Öljyn hinta & pitkä korko



Source: Macrobond

## Inflaatio-odotukset (5Y5Y forward swap rates)

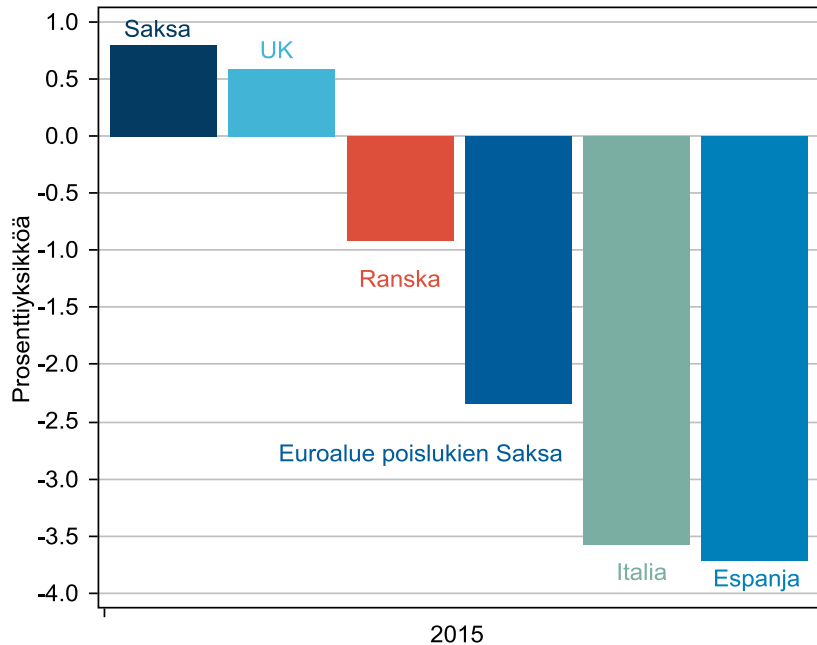


Source: Macrobond

# Deflaatiopaineet ankkuroivat eurooppalaiset korot pitkälle tulevaisuuteen

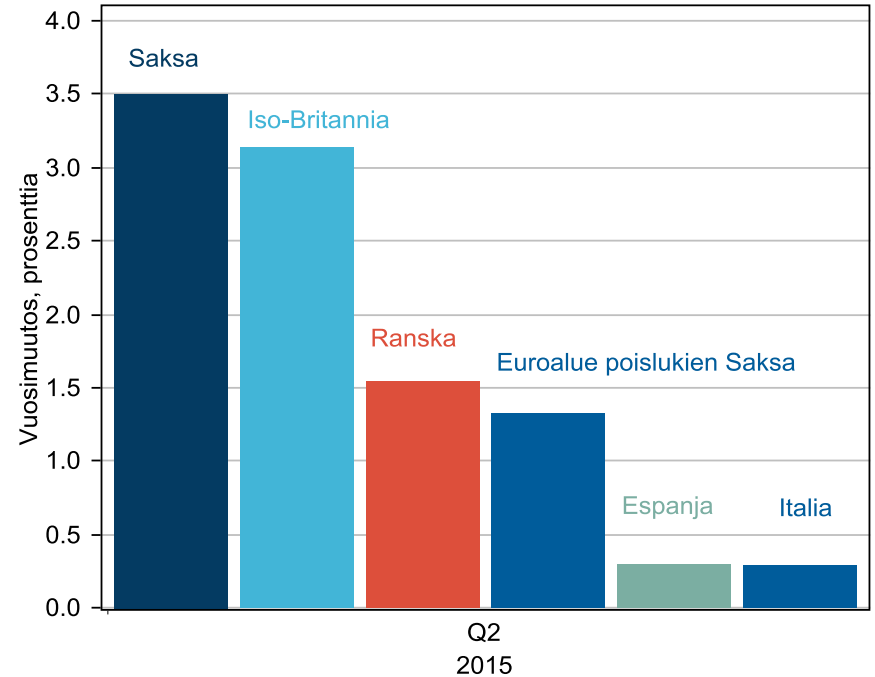
Saksa ylikuumentuu, mutta muissa euroalueen ydinmaissa työttömyyden tulee laskea vielä 1-4 prosenttiyksikköä ennen kuin tarvitsee pelätä työmarkkinoiden ylikuumentumista. Tämä ero ylläpitää korkoeroa Yhdysvaltoihin ja pitää euron heikkona vs. USD

## Työttömyyskuilut



Lähde: OECD ja Macrobond

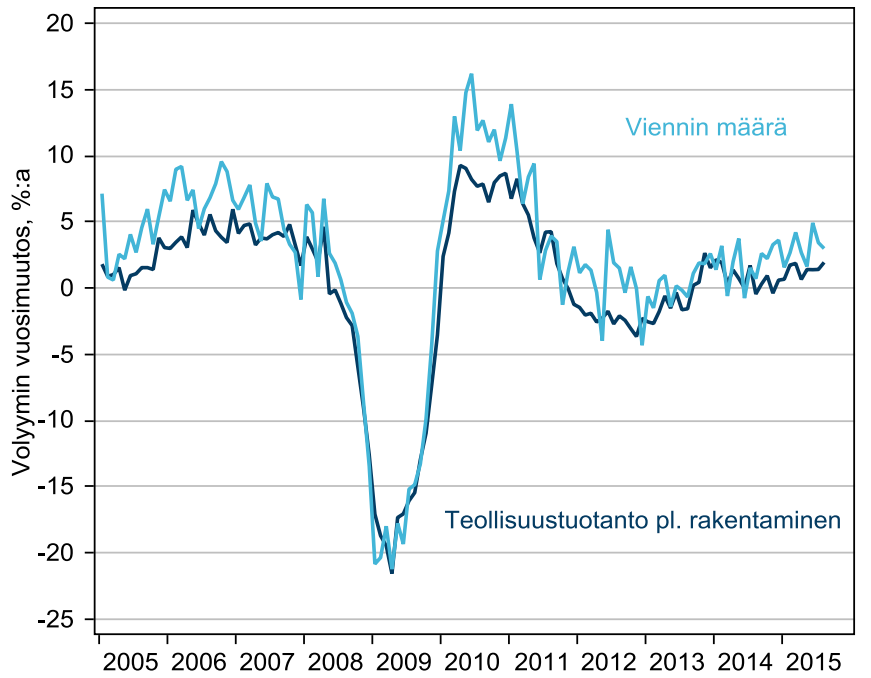
## Palkkakustannukset yrityssectorilla



Lähde: Eurostat, Macrobond

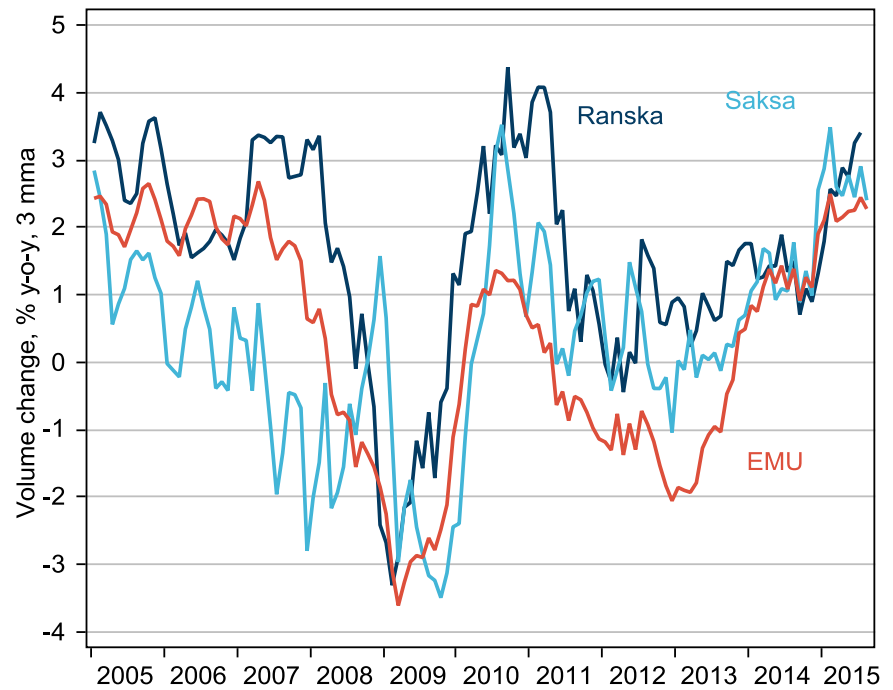
# Kuluttaja kannattelee euroalueen kysyntää

**Euroalue: teollisuustuotanto pl. rakentaminen**



Source: Macrobond

**Vähittäiskauppa pl. autot (määrä)**

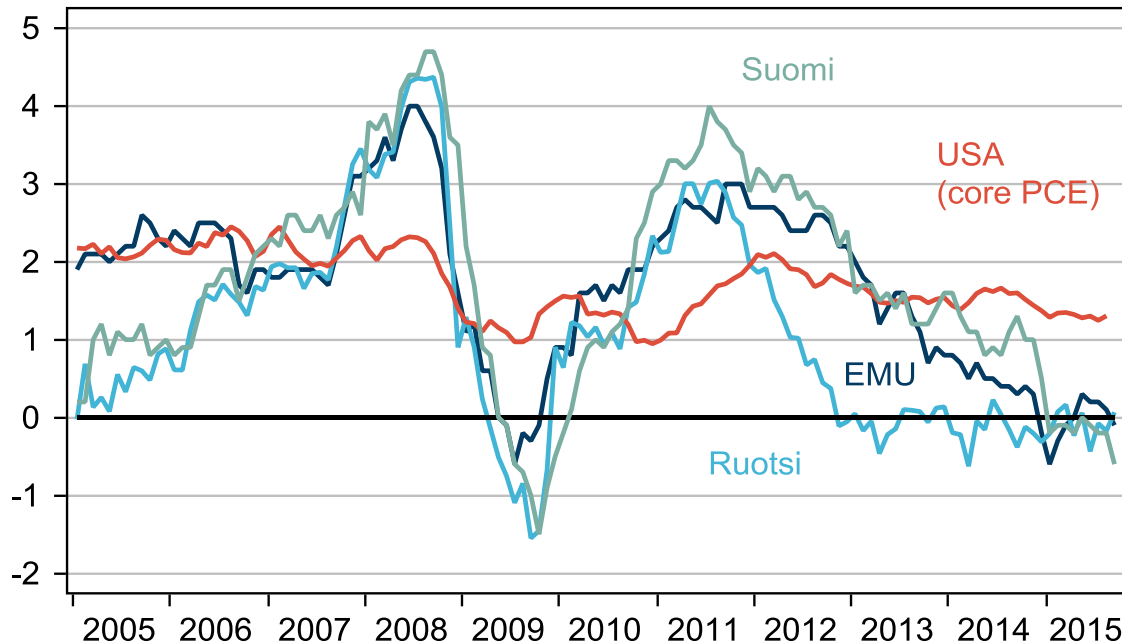


Source: Macrobond

# Deflaatio: todellinen uhka euroalueella, joka vaikea selittää

- Ei ongelma, jos talous on terve
- Vaikea ongelma, jos talouskasvu hiipuu ...
- ... ja nimelliskorkotasoa nollassa
- Deflaation vastainen taistelu aloitettava ajoissa
- Keskeinen asia: inflaatio-odotukset

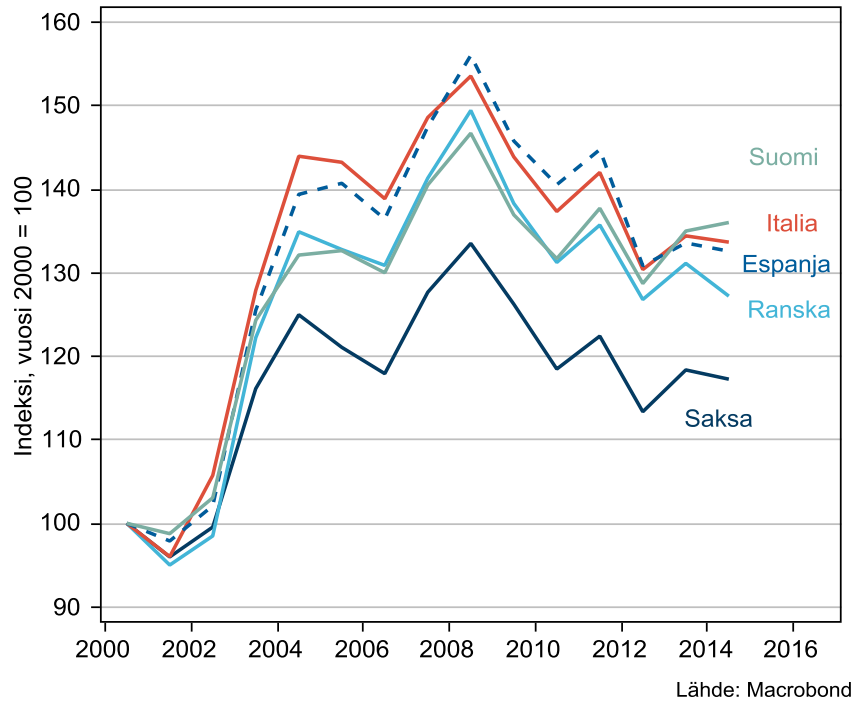
## Kuluttajahintainflaatio, prosenttia



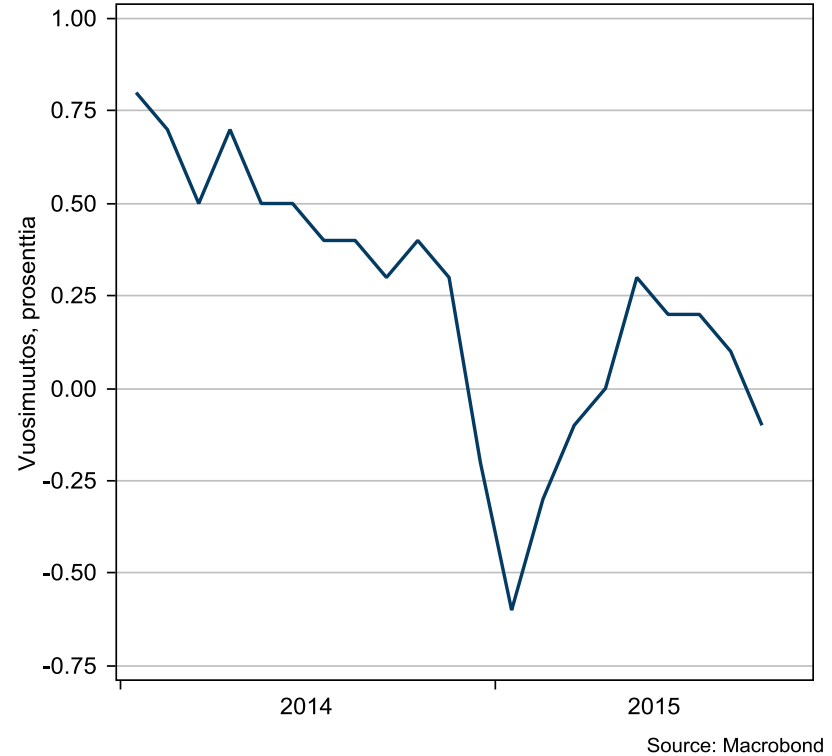
Source: Macrobond

# Mitä kautta euroalue sopeutuu?

## Hintataso vs. USA, vuosi 2000=100



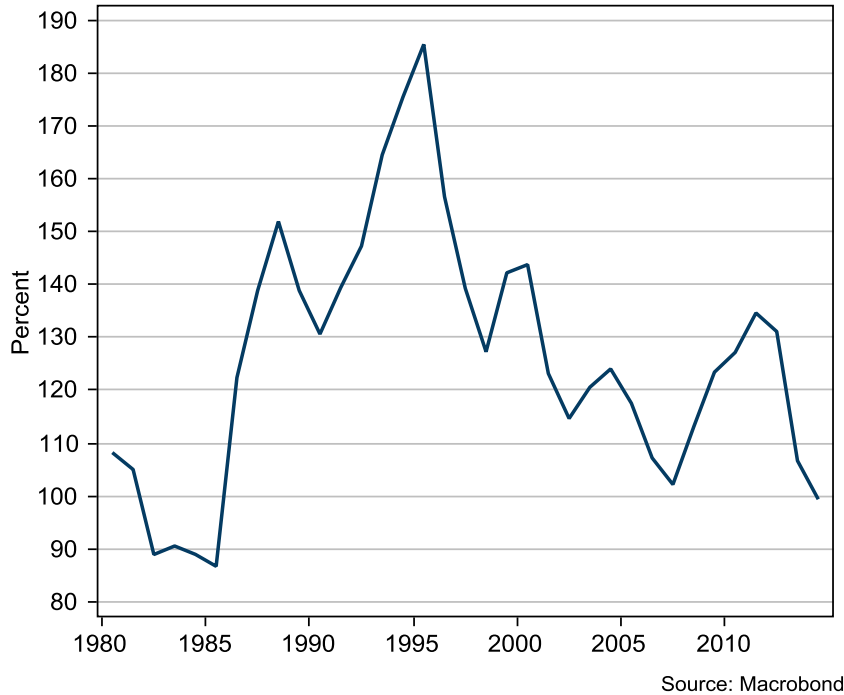
## Euroalue: harmonisoitu kuluttajahintaindeksi



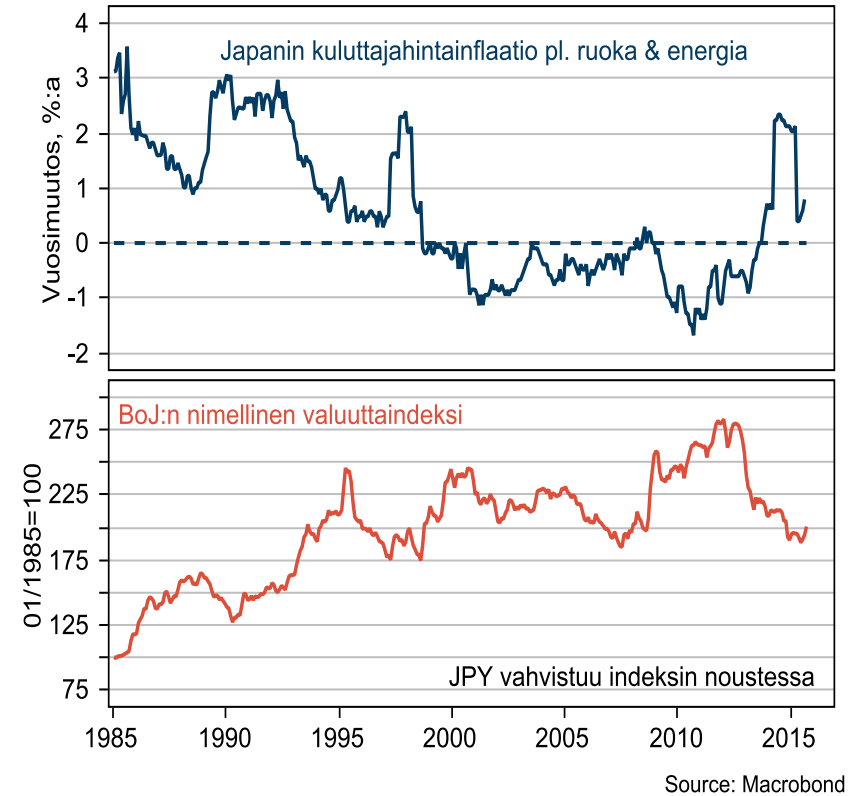


# Japani on varoittava esimerkki

## Japanin hintataso vs. USA

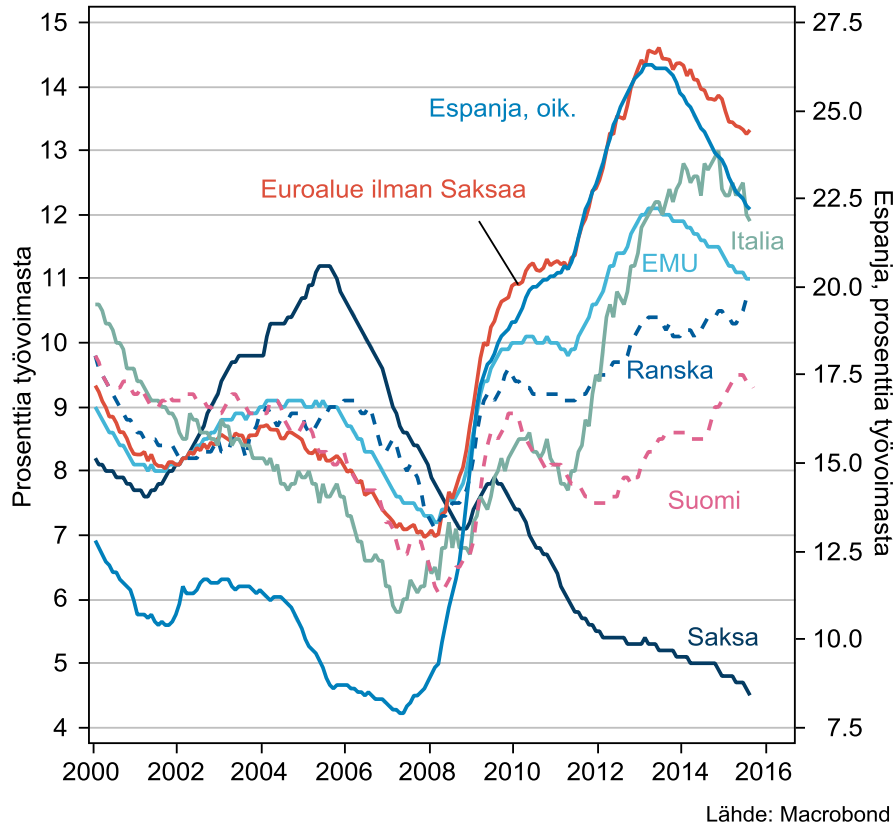


## Japanin sopeutuminen romahduksen jälkeen

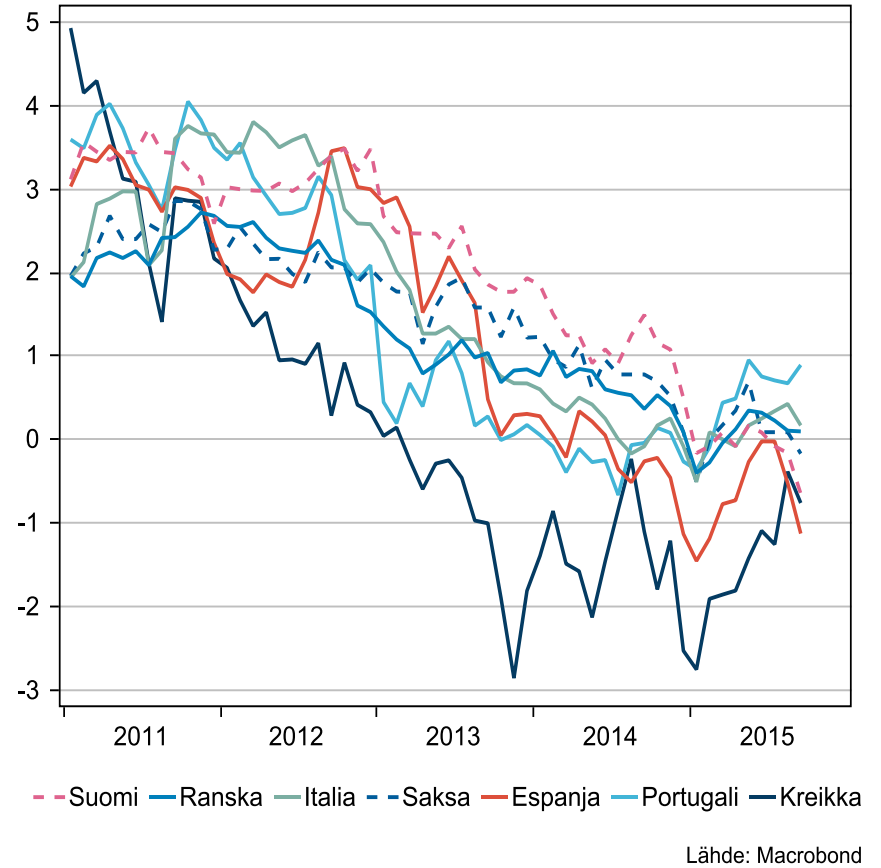


# EMU: no jobs + no money => no inflation!

## Euroalueen työttömyysasteet

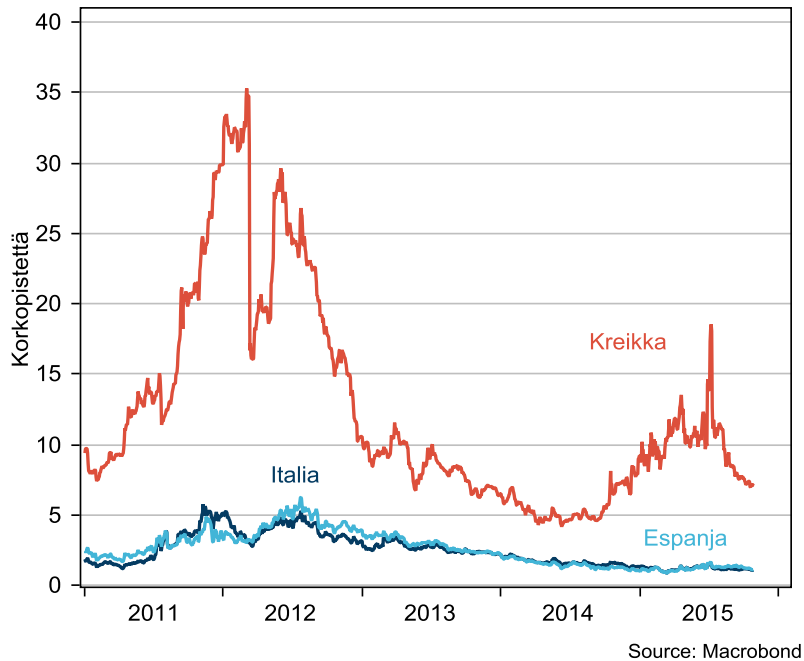


## Harmonisoitu kuluttajahintainflaatio, %:a

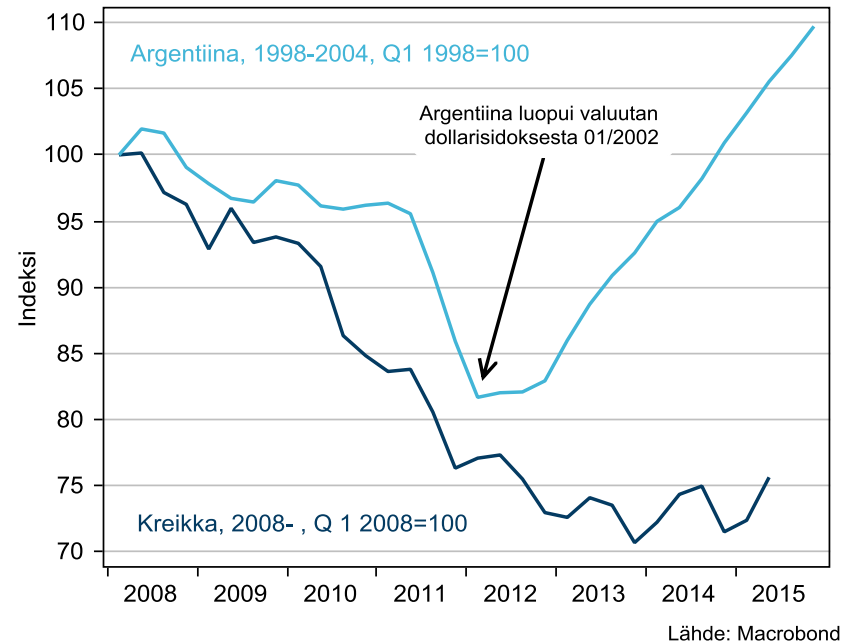


# Kreikka: jatkaa kompasteluaan

## 10 v valtionlainan korkoero Saksaan

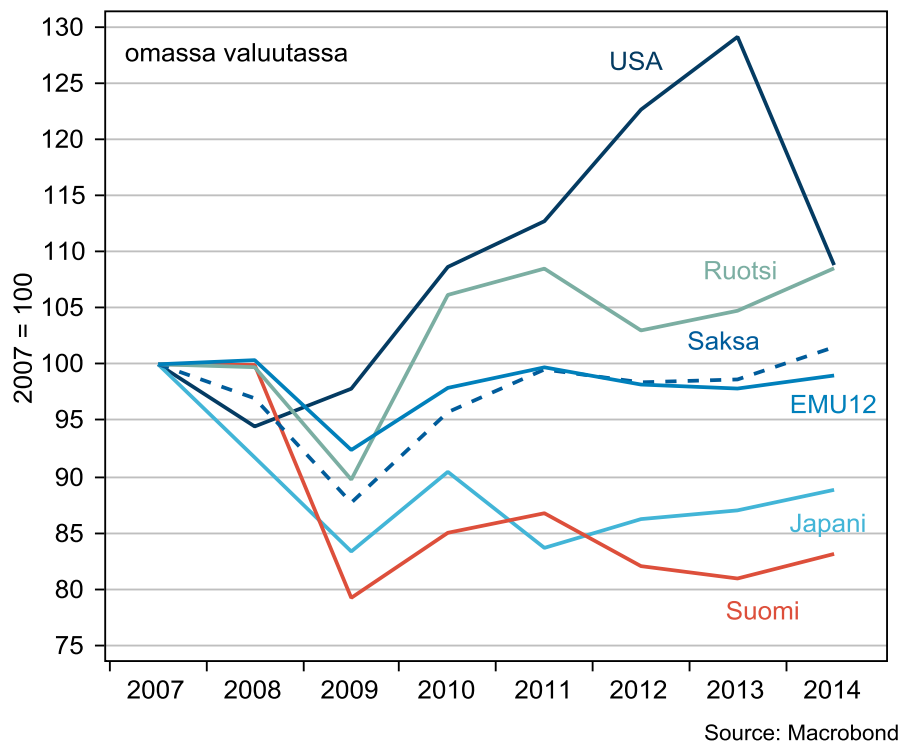


## Kreikan BKT vuoden 2008 jälkeen & Argentiinan vuoden 1998 jälkeen

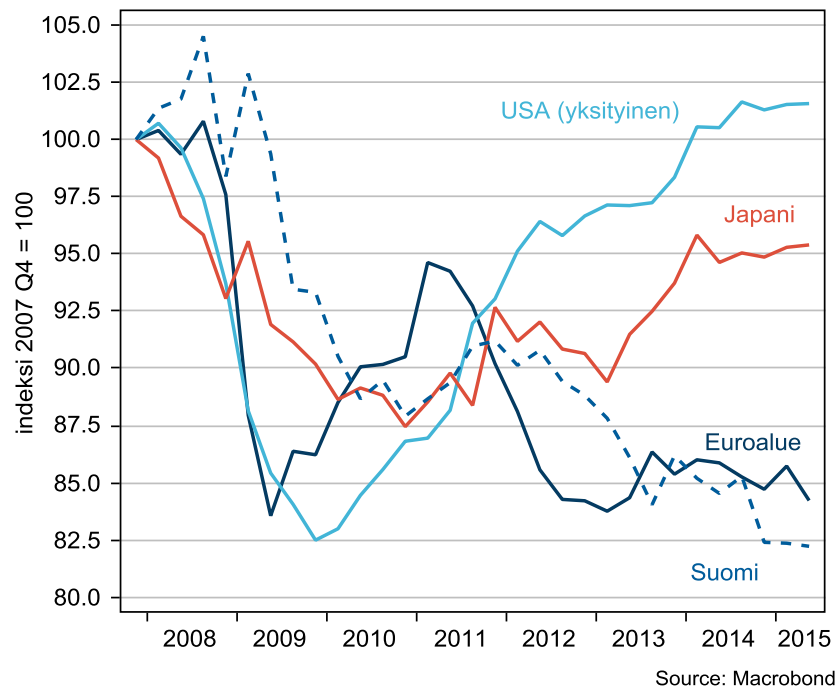


## Heikko euro & öljyn hinnan lasku tukevat eurooppalaisten yritysten kannattavuutta ja torjuvat euroalueen deflaatoriskiä

### Yritysten bruttotoimintaylijäämä

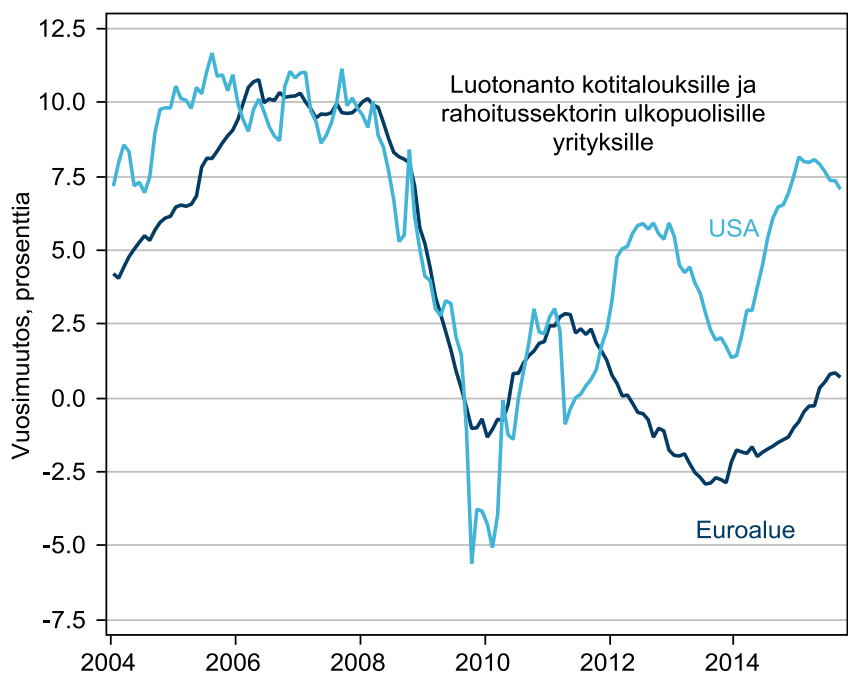


### Investoinnit pl. asuinrak., %:a BKT:sta



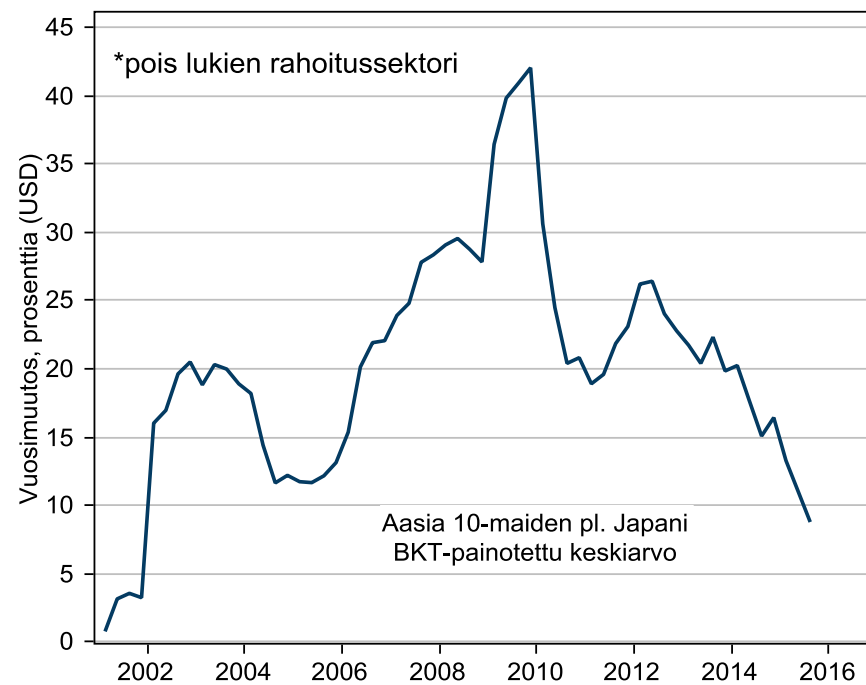
# Eurooppa tulee perässä luottosyklissä, Aasiassa luotonanto hidastunut dramaattisesti

## Pankkien luotonanto yksityiselle sektorille



Source: Macrobond

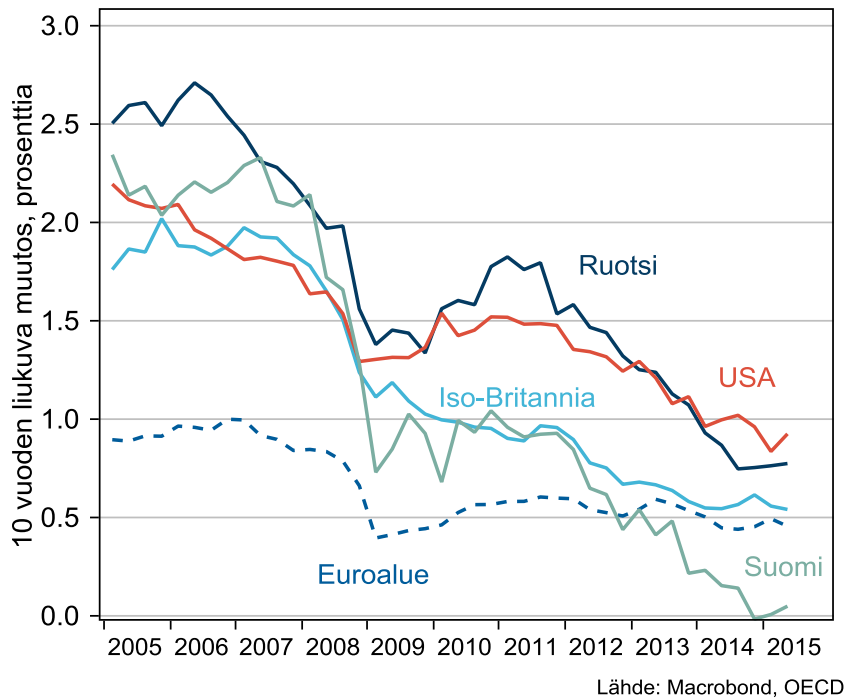
## Pankkien luotot yksityiselle sektorille\*



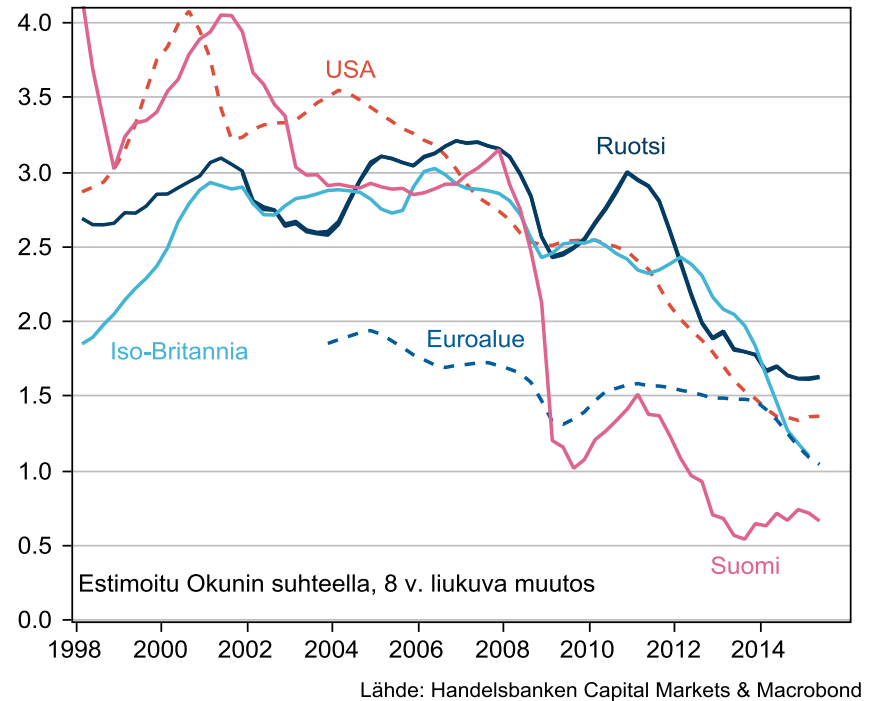
Source: Macrobond & BIS

# Heikompi tuottavuus & työvoiman kasvu = heikompi kasvupotentiaali

## Työn tuottavuus, koko talous

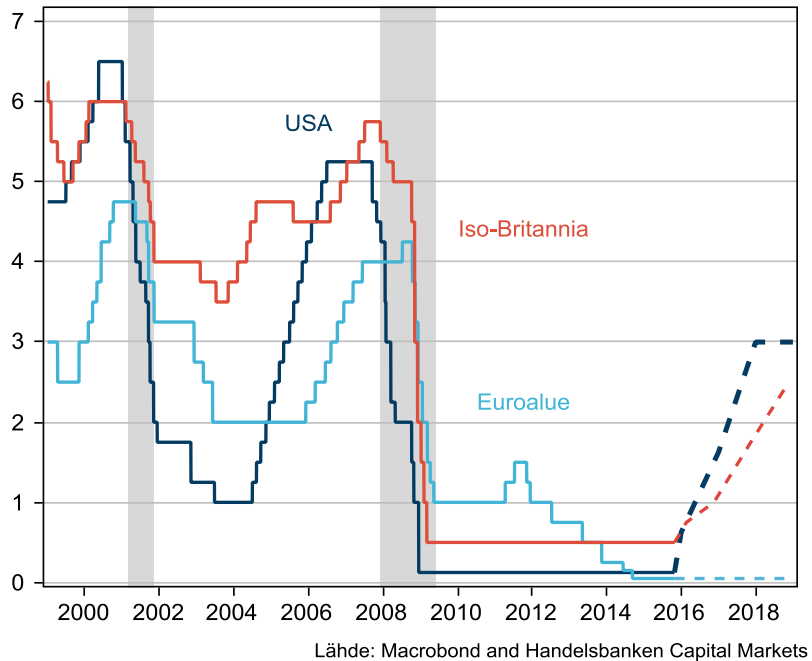


## Potentiaalinen BKT:n kasvu, prosenttia

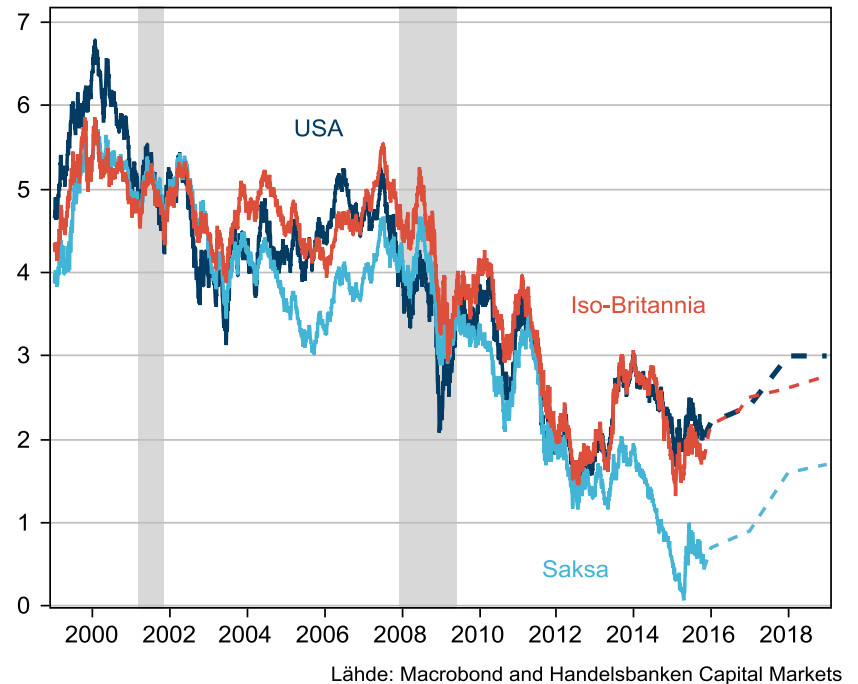


# Heikompi kasvupotentiaali = heikompi tasapainokorko

## Keskuspankkien ohjaukorot, prosenttia

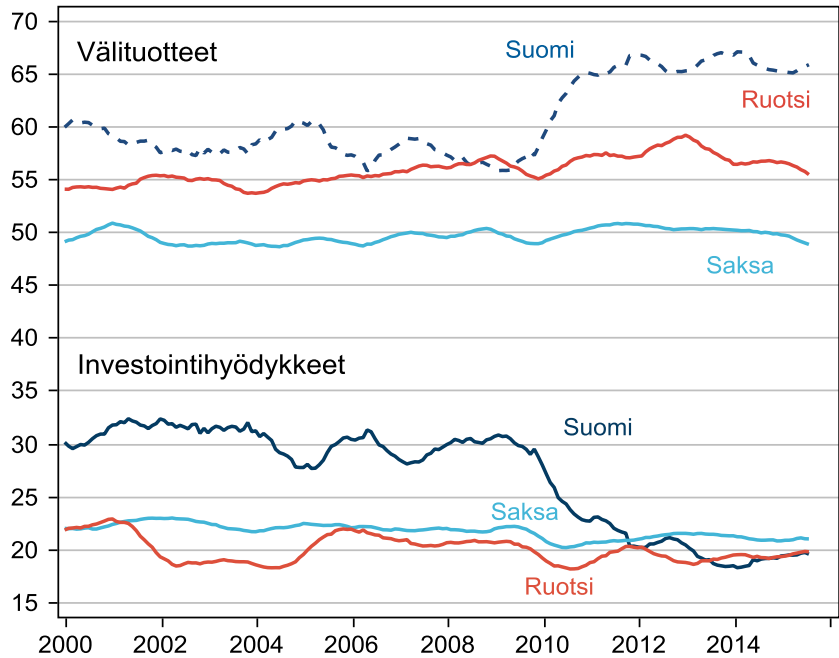


## 10 vuoden valtionlainan korko, prosenttia



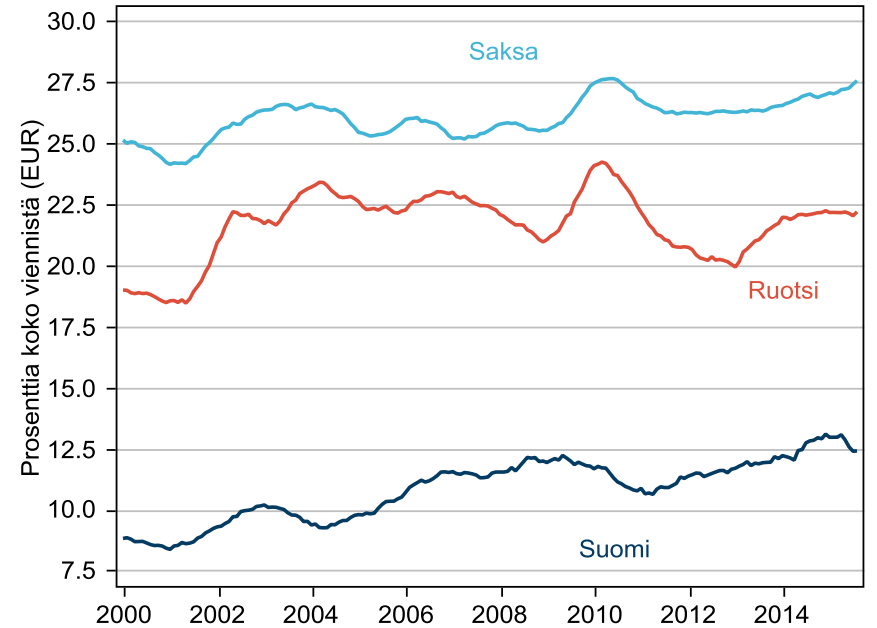
# Suomella kapea vientipaletti Ruotsiin verrattuna

Vientiosuudet, %:a koko tavaraviennistä



Source: Macrobond

Kulutushyödykkeiden vientiosuus (sis. henkilöautot & polttoaineet)



Source: Macrobond & Eurostat



# Keskeiset BKT-ennusteet

## Handelsbanken Real GDP Forecast

GDP forecasts updated 2015-10-07

	2014	2015f	(Previous forecast)	2016f	(Previous forecast)	2017f	(Previous forecast)
<b>Sweden</b>	2.4	2.9	2.8	3.1	3.1	2.5	2.5
<b>Norway</b>	2.2	1.1	1.1	0.5	0.3	0.5	0.3
<b>Norway Mainland</b>	2.3	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>Finland</b>	-0.4	-0.2	-0.2	1.0	1.0	1.2	1.3
<b>Denmark</b>	1.1	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>EMU</b>	0.9	1.3	1.3	1.6	1.6	1.5	1.5
<b>USA</b>	2.4	2.6	2.3	2.8	2.7	2.4	2.4
<b>UK</b>	3.0	2.5	2.5	2.2	2.2	2.1	2.1
<b>Japan</b>	-0.1	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
<b>Brazil</b>	0.1	-2.0	-2.0	-0.2	-0.2	1.3	1.3
<b>Russia</b>	0.6	-3.5	-3.5	0.5	0.5	1.0	1.0
<b>India</b>	7.1	7.5	7.5	7.7	7.7	8.0	8.0
<b>China</b>	7.4	7.0	7.0	6.5	6.5	6.3	6.3
<b>Czech Republic</b>	2.0	3.0	3.0	2.8	2.8	2.5	2.5
<b>Hungary</b>	3.6	2.8	2.8	2.5	2.5	2.3	2.3
<b>Poland</b>	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.3	3.3
<b>Slovakia</b>	2.4	2.9	2.9	3.4	3.4	2.9	2.9

# Korko- ja valuuttaennusteet

Ohjauskorot	28/10/2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	End 2016	End 2017	End 2018
Euroalue, EKP	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.25
USA, Fed	0.13	0.63	0.88	1.13	1.38	3.00	3.00
Ruotsi, Riksbanken	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	0.00	0.75	1.25
Norja, Norges Bank	0.75	0.50	0.25	0.25	0.00	0.00	0.00
Pitkät korot 10 v.							
Saksa	0.44	0.75	0.80	0.85	1.00	1.50	1.70
USA	2.03	2.25	2.30	2.35	2.40	3.00	3.00
Ruotsi	0.62	0.95	1.00	1.00	1.10	1.70	1.95
Norja	1.66	1.50	1.35	1.25	1.10	1.00	1.00
Suomi	0.75	0.95	1.00	1.05	1.25	1.80	2.05
Valuutat							
EUR/USD	1.11	1.03	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
USD/JPY	120.3	127	128	129	130	140	150
EUR/SEK	9.39	9.10	9.00	8.90	8.80	8.80	8.80
EUR/NOK	9.33	9.50	9.50	9.50	9.50	9.25	9.00
USD/RUB	64.9	71.5	70.8	70.1	70.1	68.7	65.0
EUR/RUB	71.7	73.6	70.8	70.1	70.1	68.7	65.0
EUR/GBP	0.72	0.73	0.73	0.73	0.73	0.72	0.73

Lähde: Handelsbanken

# Johtopäätökset (I)

- Kiinan talouskasvun rakennemuutos tarkoittaa pysyvästi hitaampaa kasvua Kiinalle
  - Emme usko Kiinan romahtavan, 6-7 prosentin kasvu riittää, kun Kiinan talous on nyt niin paljon suurempi kuin vuosikymmen sitten
  - Kiinan tuotantorakenteen muutos painaa kuitenkin raaka-aineiden hintoja ja EM-talouksien kasvua sekä läntisten investointitavaroiden valmistajia
  - Maailmankaupan volyymin kasvu jatkuu aikaisempaa hitaampana
  - Globaalien kasvua luotaavien barometrien heikentyminen synnyttää pelkoja uudesta yhtäaikaisesta globaalista laskusuhdanteesta tilanteessa, jossa lyhyet korot jo nollassa
  - USA :n taloustilastot eivät kuitenkaan indikoi taantumaa olevan ovella, työttömyys vähenee/työllisyys kasvaa
  - EKP valmis tukemaan eurosuhdannetta, mikä heikentää euroa ja tukee eurooppalaisten yritysten kannattavuutta
- 
- Keskeisten talouksien potentiaalinen kasvu hidastunut väestön ikääntymisen ja talouden palveluvaltaistumisen seurauksena => riskitön korkotaso pysyy aikaisempiin korkosykkeihin nähden matalampana => sijoitusten tuotto-odotusten täytyy sopeutua tähän ja olla maltillisempia
  - Suomella vaikea haaste yritysrakenteen uudistamisessa ja tuottavuuden parantamisessa. Lähtötilanteen yritysten heikko kannattavuus ei tue investointien kasvua. Siksi kustannuskilpailukyvyyn loikka ja palkanmuodostusmallin reformi on välttämätön.

## Johtopäätökset (II)

- Globaali kysyntä painottuu jatkossa entistä enemmän palveluihin
  - Väestön ikääntyminen
  - Elintason nousu
- Palvelutaloudessa investointitarve vähenee (pääomaintensiteetti pienempi kuin teollisuudessa)
- Globaalia säästämistä runsaasti suhteessa investointeihin => pitkät reaalikorot pysyvät maailmantaloudessa matalana
- Ylijäämäsäästöt ajautuvat reaali-investointien sijaan finanssi-investointeihin (osakkeet, riskittömät & riskilliset korot, sijoitusasunnot) joiden hinnat nousevat => kuplien riski & finanssi-instrumenttien hintojen korkea heilunta
- Palvelutaloudessa työn tuottavuus heikentyy => talouden pitkän ajan kasvupotentiaali hiipuu, ellei kokonaistuottavuus vahvistu tarpeeksi
- Palkansaajien neuvotteluvoima heikentyy, koska se on perinteisesti vahvempi teollisuudessa kuin palvelusektorilla => työvoimakustannusten nousu hidastuu
- Palvelutaloudessa raaka-aineiden kulutus on vähäisempää kuin teollisuusvetoisessa taloudessa => raaka-aineiden hinnat laskevat
- Hidas raaka-aine- ja palkkainflaatio johtaa hitaaseen globaaliin kuluttajahintainflaatioon
- Jos keskuspankit yliarvioivat talouksiensa kasvupotentiaalin, on rahapolitiikka liian elvyttävää ja likviditeetti kasvaa liiallisesti. Rahapolitiikka ei auta kysynnän elvyttämisessä, kun ongelma on riittämätön tarjonta => finanssimarkkinoiden epävakaus kasvaa!

# Disclaimer

## 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 regulated by the Financial Services Authority for the conduct of UK business. In the United Kingdom, the research reports are directed only at intermediate customers and market 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 and 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 NASD'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 NASD 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 ("Chinese 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](http://www.handelsbanken.com/About) the bank/IR/Corporate social responsibility/Ethical guidelines or Guidelines for research.