

# Talousennuste

---

20. tammikuuta 2021

Toivo herää

- Eroon synkkydestä – koronarokotukset vauhdittavat talouskasvua
- Keskuspankkien elvytyksestä huolimatta inflaatio jäämässä alle tavoitetasojen
- Suomi vähäisiltä vaurioilta uuteen kasvuun



**Handelsbanken**

# Sisältö

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| Talousennuste                                                |    |
| Yhteenveto .....                                             | 3  |
| Maailmantalous                                               |    |
| Toivo herää .....                                            | 4  |
| USA                                                          |    |
| Poliittisesta vastatuulesta taloudelliseen myötätuuleen..... | 9  |
| Euroalue                                                     |    |
| Rokotuskarikoiden jälkeen talouden elpymistä.....            | 11 |
| Suomi                                                        |    |
| Vähäisiltä vaurioilta uuteen kasvuun .....                   | 12 |
| Teema-artikkeli                                              |    |
| Pelottavatko zombie-yritykset? .....                         | 15 |
| Teema-artikkeli                                              |    |
| Vihreä on uusi musta .....                                   | 20 |
| Keskeiset ennusteet.....                                     | 24 |
| Research disclaimer .....                                    | 26 |

## Yhteenveto

- Eroon synkkyästä – koronarokotukset vauhdittavat talouskasvua
- Keskuspankkien elvytyksestä huolimatta inflaatio jäämässä alle tavoitetasojen
- Suomi vähäisiltä vaurioilta uuteen kasvuun

### Maailmantalous: Toivo herää

Koronapandemia on hallinnut maailmantalouden kehitystä jo melkein vuoden ajan. Pandemian toinen aalto on levinnyt ympäri maailmaa, ja uudet rajoitustoimet ovat jarruttaneet maailmantalouden elpymistä. Tunnelin päässä näkyy kuitenkin valoa erittäin tehokkaiden rokotteiden ansiosta. Odotamme, että suurin osa rajoituksista poistetaan asteittain toisen vuosineljänneksen aikana. Tämän seurauksena talouden toimeliaisuuden pitäisi elpyä melko nopeasti tänä vuonna. Uskomme kuitenkin, että kestää jonkin aikaa, ennen kuin maailmantalous elpyy täysin kokonaistuotannon laskusta, ja myös inflaatio pysyy tulevina vuosina tavoitteita hitaampana. Tämän seurauksena matala korkoympäristö kestää todennäköisesti vielä monta vuotta.

### Suomi: Vähäisiltä vaurioilta uuteen kasvuun

Suomen talous on selvinnyt koronapandemiasta vähäisillä vaurioilla ja talousnäkyminen on nyt valoisampi. Odotamme talouden aktiviteetin piristyvän alkuvuoden jälkeen, kun talouden rajoittamistoimia puretaan ja suuri yleisö saa rokotuksen koronaa vastaan. Kotitalouksien kulutus toimii talouden kasvuveturina, ja piristyvää vienti antaa taustatukea. Myönteinen talousvire ulottuu myös vuoteen 2022. Suomen talouden toipuminen näkyy myös työmarkkinoilla; työttömyys vähenee tänä ja ensi vuonna. Koronan pysyvämpi vaikutus Suomen talouteen on julkisen velan kasvu.

### Ruotsi: Uusi notkahdus jää hetkelliseksi

Ruotsissa BKT supistuu jo toistamiseen alle vuoden kuluessa. Vaikka kulutus jälleen heikentyy, pitää vientikysyntä teollisuuden aktiviteetin vankkana. Odotamme taloudessa vahvaa elpymistä sen jälkeen kun rajoitustoimia päästään hellittämään ja kotitaloudet jälleen kuluttavat normaalimman osuuden tuloistaan. Työmarkkina-tilanne yhä heikentyy ja työttömyyden lopullinen käänne parempaan suuntaan on todennäköistä vasta myöhemmin tänä vuonna. Tänä keväänä edessä oleva inflaatiopiikki peittää sen, että taustalla oleva inflaatio hidastuu tässä heikossa taloustilanteessa. Ruotsin keskuspankki näyttää epäroivän, mutta uskomme, että se päättää olla palaamatta negatiivisiin korkoihin.

### Norja: Kulutusvetoista elpymistä ja koronnosto jo maaliskuussa 2022

Tiukemmat rajoitustoimet vaimentavat talouskehitystä vielä lähiaikoina, mutta rokotteiden käyttöönotto on parantanut pidemmän ajan talousnäkyä. Odotamme kulutusvetoista elpymistä toisella neljänneksellä, ja sen myötä talouden toimeliaisuus normalisoituu nopeasti. Tästä syystä uskomme, että Norjan keskuspankki on ensimmäinen keskuspankki, joka nostaa korkoja. Ensimmäinen koronnosto toteutuu ennustemme mukaan jo maaliskuussa 2022 ja toinen nosto saman vuoden kolmannella neljänneksellä.

### Tanska: Lähiajan kipuilua seuraa vahva kasvu

Lokakuun "vähemmän optimistinen" ennustemme ei osoittautunut riittävän pessimistiseksi. Vauhdilla kohoavat koronatartunnat ja sulkutoimet ovat heikentäneet lyhyen aikavälin näkymiä odotettua enemmän. Tämän seurauksena laskemme BKT-ennustettamme vuodelle 2021. Näemme tämän kuitenkin vain väliaikaiseksi takaiskuksi ja positiiviset uutiset rokotteista ovat lisänneet uskoamme vahvaan elpymiseen yksityisen kulutuksen vetämänä vuoden 2021 toisella puoliskolla. Odotamme, että BKT palautuu kriisiä edeltäneelle tasolle vuoden 2022 alussa.

### Iso-Britannia: Vaikeuksien kautta kasvu-uralle

Vuosi 2021 alkoi positiivisissa merkeissä siltä osin, että jouluaattona päästiin sopimukseen EU:n ja Iso-Britannian välisestä vapaakauppasopimuksesta, ja yhtä tärkeätä oli se, että maassa alkoi laaja koronanvastainen rokotushjelma. Vähemmän tervetullutta oli maan uudet sulkutoimet, jotka kestävät ainakin helmikuun puoliväliin asti, ellei kauemmin. Talouden elpymisen kesän aikana osoitti, että kysyntä oli tervettä. Nyt on kuitenkin odotettava rokotteiden käyttöönottoa, ja uskomme kunnollisen elpymisen olevan käsillä vasta vuoden loppupuoliskolla.

Lisää Pohjoismaiden ja Iso-Britannian suhdannenäkymistä on luettavissa Handelsbankenin englanninkielisestä globaalista taloussennusteesta, joka löytyy internet-osoitteesta [https://www.researchonline.se/macro/our\\_forecasts](https://www.researchonline.se/macro/our_forecasts)

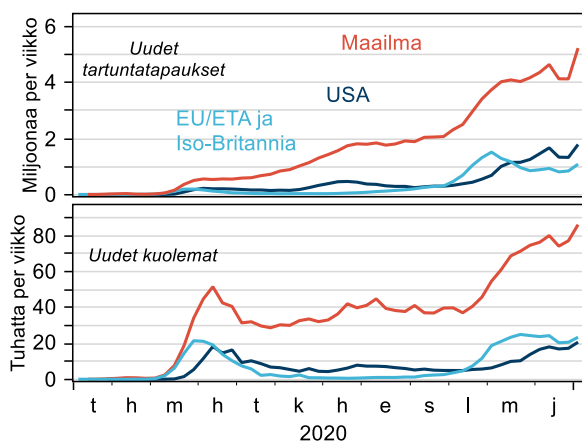
## Toivo herää

Koronapandemia on hallinnut maailmantaloutta liki vuoden ajan. Viime kuukaudet maailmaa on koetellut pandemian toinen aalto, ja uudet rajoitukset ovat jarruttaneet talouden elpymistä. Tehokkaiden rokotteiden ansiosta tunnelin päässä näkyy onneksi valoa. Uskomme rajoitusten kevenevän asteittain toisen vuosineljänneksen aikana ja talouden elpyvän ripeästi vuoden mittaan. Kestää kuitenkin aikansa, ennen kuin maailmantalous toipuu täysin viimevuotisesta tuotannon laskusta, ja inflaatio jää lähivuosina tavoitetasosta. Siksi korkotasoa pysyy matalana vielä vuosia.

### Pandemian toinen aalto viivyttää elpymistä

Koronapandemia aiheutti vuonna 2020 maailmanlaajuisia tuhoa. Pandemian hillitsemiseksi asetetut rajoitukset muuttivat dramaattisesti ihmisten ja yritysten jokapäiväistä arkea. Ennusteessamme maailmantalous heikkeni 4,1 prosenttia vuonna 2020, mikä on pahin globaalitaantuma toisen maailmansodan jälkeen. Talouspolitiikan avulla tehdään kaikki mahdollinen, jotta talous pysyisi tolillaan. Valtavat finanssi- ja rahapoliittiset elvytystoimet tukevat kasvua, mutta ennen kaikkea niiden avulla on torjuttu nopeasti kasvavaa työttömyyttä, konkurssiaaltoa ja finanssimarkkinoiden heiluntaa.

### Koronatartunnat jälleen kasvussa

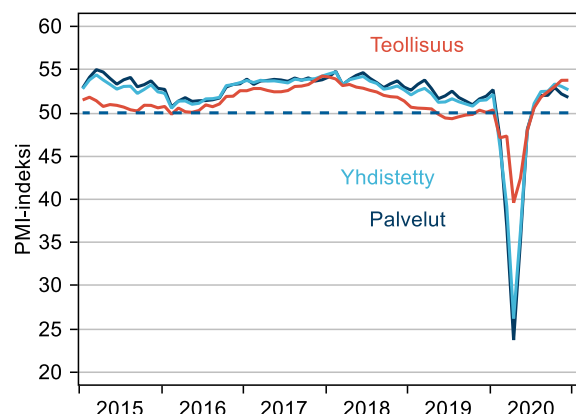


Lähteet: Macrobond, ECDC ja WHO

Vuoden 2020 ensimmäisen puoliskon historiallisen syvää romahdusta seurasi kesällä vahva elpymisvaihe, kun tartuntojen leviäminen hidastui ja rajoituksia poistettiin. Viime kuukausina tartuntojen leviäminen on jälleen kiihtynyt, ja odotamme uusien rajoitusten jarruttavan taloutta lyhyellä aikavälillä. Vaikka olimme ennustaneet maailmantalouden elpyvän yskähdellen – kaksi askelta eteen, yhden taakse – pandemian toinen aalto yllätti meidät voimallaan. Toinen aalto ei ole kuitenkaan koetellut taloutta yhtä kovakouraisesti, sillä tilastot kertovat laskusuhdanteen jäävän kaikkialla suhteellisen lieväksi. Teollisuuden parantunut suorituskyky on

tärkeä syy sille, että talouden aktiviteetti on heikentynyt kevättä maltillisemmin. Kiina ei myöskään ole kärsinyt viruksen vaikutuksista yhtä pahasti kuin keväällä. Tästä huolimatta ennakoimme talousvuoden 2020 päättyneen heikoissa merkeissä, ja myös vuoden 2021 ensimmäiset kuukaudet jäävät vaisuiksi.

### Globaalit ostopäälikköindeksit (PMI)



50 indeksipisteen lukema on raja-arvo kasvun ja supistumisen välillä  
Lähde: Macrobond

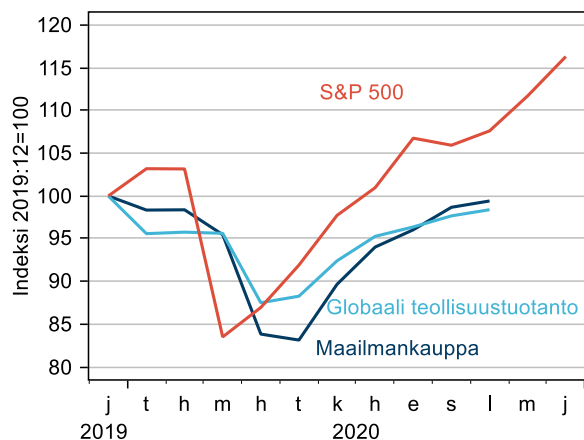
### Talouskehityksessä valtavia eroja

Vaikka koko maailma on tuntenut nahoissaan pandemian vaikutukset, talouksien selviytymisessä on maa- ja sektorikohtaisia eroja. Kiina otti tiukat rajoitukset ensimmäisenä käyttöön, mutta elpyy nyt vauhdikkaimmin. Vauhtia antavat julkiset rakennusinvestoinnit ja globaalin teollisuustuotannon vahva elpyminen.

Teollisuus kärsi keväällä toimituskatkoksista, mutta syksyllä globaali teollisuustuotanto oli jo lähes samalla tasolla kuin ennen COVID-19-pandemiaa. Teollisuustuotannon vahva elpyminen yhdessä massiivisen rahapoliittisen elvytyksen kanssa sai pörssit nopeasti jaloilleen. Palveluala on kuitenkin kärsinyt erityisen voimakkaasti, koska ihmiset rajoittivat liikkumistaan kodin ulkopuolella tai heidän liikkumistaan rajoitettiin. Lisäksi toisen aallon aikana käyttöönotetut rajoitukset kohdistuivat ennen

kaikkea palveluihin, joissa fyysisen etäisyyden pitäminen on vaikeaa.

#### Maailmankauppa ja USA:n osakkeet ovat elpyneet



Lähde: Macrobond

#### Tehokkaat rokkeet antavat toivoa nopeasta elpymisestä

Uskomme talouskasvun pysyvän erittäin riippuvaisena koronaviruksen leviämisestä ja leviämistä hidastavien rajoitusten kestästä.

Ensimmäistä kertaa pandemian puhjettua tunnelin päässä näkyy valoa. Tuoreet rokoteuutiset valavat uskoa oletettua nopeampaan rokotustahtiin ja tehokkaampiin rokotteisiin. Vaikka rokotusten aikataulutus, rokotteiden jakelu ja halukkuus rokotteeseen ottamiseen ovat monilta osin epäselvät, näyttää koko ajan todennäköisemmältä, että suurin osa kehittyneistä maista saa rokotettua väestönsä haavoittuvimman osan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ja loputkin kansalaisensa kesään mennessä. Rokotusten eteneminen vaihtelee kuitenkin huomattavasti eri maiden kesken. Esimerkiksi Ranskassa on ollut hidas aloitus, kun taas Iso-Britanniassa käyttöönotto on ollut sujuvampaa.

Lisäksi tartuntamäärissä näyttää olevan sesonkiluonteista vaihtelua, joten keväästä voi tulla pandemian käännekohta Euroopassa ja USA:ssa. Tämä huomioiden pidämme todennäköisimpänä, että suurin osa rajoituksista puretaan vuoden 2021 ensimmäisen puoliskon aikana, minkä jälkeen alkaa asteittainen paluu "normaalimpaan" elämään. Arvioimme tämän vauhdittavan talouden elpymistä vuoden toisesta neljänneksestä alkaen (sivuilla 7-8 esittelemme kaksi vaihtoehtoista skenaariota talouskasvulle riippuen rokotusten toteuttamisesta ja rajoitusten purkamisesta).

#### Globaali kasvu kiihtyy

Viime vuoden jyrkän laskun jälkeen odotamme globaalin BKT:n kasvavan 4,9 prosenttia tänä

vuonna ja 4,1 prosenttia vuonna 2022, kun koronapandemian vaikutukset talouteen vähitellen vaimenevat. Euroopassa ja USA:ssa rajoitusten karsiminen, pandemiaan liittyvän epävarmuuden hälveneminen ja patoutunut kysyntä viitoittanevat tietä palveluiden vahvalle elpymiselle vuoden toisella ja kolmannella neljänneksellä.

---

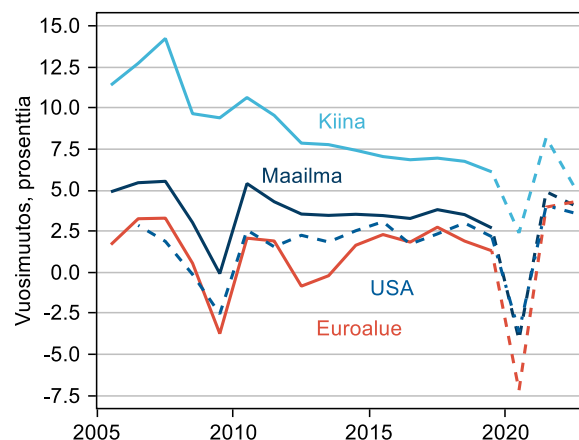
*Ennustamme globaalin BKT:n kasvavan 4,9 prosenttia vuonna 2021 ja 4,1 prosenttia vuonna 2022*

---

Voimakkaan ensitoipumisen jälkeen talouden aktiviteetin elpyminen jatkuu hitaammalla vauhdilla. Myös laajamittaisen elvytyksen ja ennen kaikkea lomautusohjelmien pitäisi tukea talouden toipumista; työvoimaa on saatavilla, ja yritykset ovat valmiita polkaisemaan toiminnan tosissaan käyntiin, kun rajoitukset poistetaan. Lisäksi voimakas elvytys yhdessä kuluttamista vaikeuttavien rajoitusten kanssa on kasvattanut merkittävästi kotitalouksien säästämistä. Tämä luo lisätulaa kulutukselle siinä vaiheessa, kun taloudet avautuvat ja epävarmuus väistyy. Brexitiin liittyvän epävarmuuden vähentyminen ja Joe Bidenin hallinnon tuntuvat finanssipoliittiset elvytystoimet tukevat myös kasvunäkymää.

On todennäköistä, että ensi vuonna elpyminen ruokkii itse itseään, sillä työmarkkinoiden vahvistuminen hyödyttää kotitalouksia, ja kapasiteetin käyttöasteiden kohoaminen edistää investointeja.

#### Elpymistä historiallisen pudotuksen jälkeen

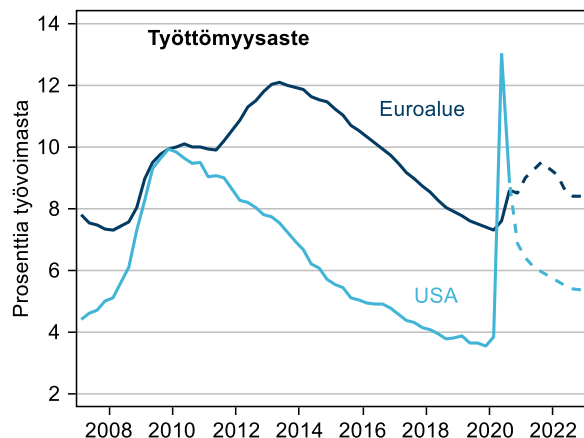


Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken

Vaikka ennustamme suhteellisen vahvaa kasvua tälle ja ensi vuodelle, menee aikaa, ennen kuin maailmantalous toipuu pandemiasta. Työttömyys

pysyy siten ennusteperiodimme lopussa yhä pandemiaa edeltävää aikaa korkeammalla, mikä puolestaan hillitsee palkkainflaatiota. Odotamme inflaation jäävän tavoitetasonsa alle euroalueella ja USA:ssa tulevina vuosina. Rahapolitiikan haasteena onkin todennäköisesti deflaation välttäminen kuin päinvastainen. Sen sijaan pitkällä aikavälillä, resurssien käyttöasteiden normalisoiduttua, uskomme tavoitetasoja nopeamman inflaation olevan deflaatiota todennäköisempää.

### Työmarkkinoilla paljon kirittävää

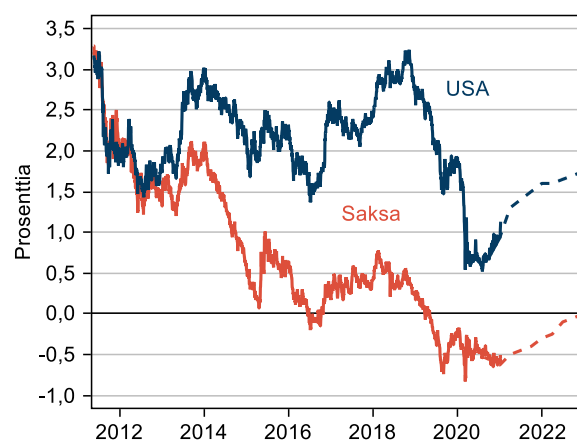


Lähteet: Macrobond, BLS, Eurostat ja Handelsbanken

### Poikkeuksellisen kevyt rahapolitiikka jatkuu...

Ennustamme, että keskuspankit eri puolilla maailmaa jatkavat vahvasti elvyttävää rahapolitiikkaa tavoitteenaan vauhdittaa inflaatiota, lisätä talouden aktiviteettia ja varmistaa rahoitusmarkkinoiden vakaus. Korot pysyvät matalina ennustejaksomme ajan ja todennäköisesti pitkälle vuoden 2022 jälkeenkin. Koska ohjauskorkojen ei odoteta nousevan, lyhyet markkinakorot jämähtänevät nollan tuntumaan. Odotamme myös keskuspankkien jatkavan osto-ohjelmiaan; niinpä pitkien lainojen tuotot nousevat – USA:n johdolla – vain marginaalisesti talousnäkymien kirkastuessa. Yhdysvaltojen keskuspankki Fed on sitonut niin ohjauskoron muutokset kuin määräelvytyksen mukaiset arvopaperiostot politiikkatavoitteisiinsa, mikä tarkoittaa kevyen rahapolitiikan jatkumista niin pitkään, kunnes työmarkkinat ovat toipuneet pandemian aiheuttamasta heikentymisestä ja inflaatio saavuttaa Fedin vastikään päivittämän strategian mukaisen kahden prosentin keskiarvotavoitteen. Talouskasvun elpyminen on kuitenkin nopeampaa USA:ssa, mikä nostaa esiin mahdollisuuden, että Fed aloittaa arvopaperiostojen leikkaamisen odotettua aiemmin.

### Pitkät korot nousevat maltillisesti



Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken.

Matala korkotaso tukee jatkossakin varallisuushintojen ja asuntojen hintojen kehitystä. Onko siis olemassa riski siitä, että ultrakevyt rahapolitiikka pitää jo valmiiksi tuhoon tuomitut yritykset hengissä? Emme usko tähän; lisää näkemyksestämme ”Pelottavatko zombie-yritykset?” -teema-artikkelissamme.

Vihreä aalto näyttää selviävän koronapandemiasta ja pandemia on saattanut jopa vahvistaa tätä trendiä, kun yhä useammat valtiot ovat sitoneet talouselvytyksensä pitkän ajan ilmastotavoitteisiin pyrkissään aiempaa kestävämpään talouskasvuun. Yleinen tuki uusille ilmastotoimille on vakaata, mutta on kuitenkin riski, että energiasektorin muutokset kestävämpään suuntaan aiheuttaa korkeampia energiakustannuksia. Kestävämmän energian kysymyksiä käsittelemme ”Vihreä on uusi musta” -teema-artikkelissamme.

### ...mutta finanssipolitiikan tukea vähemmän

Viime vuonna käynnistettiin mittavia, ”elämää ylläpitäviä” finanssipoliittisia ohjelmia. Näistä moni on nyt tulossa päätepisteeseensä, joskin muutamat maat pidentänevät ohjelmien kestoja kesään saakka. Poliitikkojen siirtyminen ”elämää ylläpitävistä” toimista yleisempään talouspoliittiseen elvytykseen on kuin tanssia nuoralla, josta putoaminen voi olla kohtalokasta. Uskomme kuitenkin, että siirtymä onnistuu valtaosin hyvin.

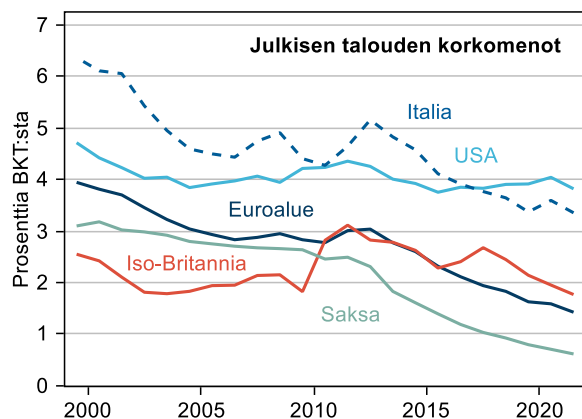
Kriisin seuraavassa vaiheessa poliitikkojen tehtävänä on pitää talouden elvytyshanat raollaan ja sulkea niitä sitä mukaa, kun elpyminen on vakaalla pohjalla. Olemme IMF:n, OECD:n ja monien muiden kanssa samaa mieltä siitä, että elvytyksen määrässä liikaa on parempi kuin liian vähän. Vaikka julkisen velan vahva kasvu voi pitkällä aikavälillä olla ongelma, lyhyellä aikavälillä se jää suurempien ongelmien varjoon. Finanssikriisin opetus on, että

äärimmilleen kiristetty finanssipolitiikka voi kutistaa taloutta siinä määrin, että lopputuloksena on entistä suurempi tarve julkisen talouden vakauttamiseen. Ja kun taloustilanne normalisoituu, matala korkotaso pitänee huolen siitä, ettei suurempaa tarvetta finanssipolitiikan kiristämiseen ole. Korkokulujen prosentuaalinen osuus BKT:sta on historiallisen matalalla velkatason dramaattisesta kasvusta huolimatta.

### Finanssipoliittinen elvytys vähenee asteittain

Kaiken kaikkiaan odotamme finanssipoliittisen elvytyksen vähenevän asteittain tänä ja ensi vuonna. Uskomme myös, että poliitikot onnistuvat välttämään finanssikriisin aikoihin tehdyt virheet. Tällöin kriisistä pahimmin kärsineet maat joutuivat tiukimpien säästötoimien toteuttajiksi.

### Velkamäärä kasvaa, mutta velkarasitus laskee



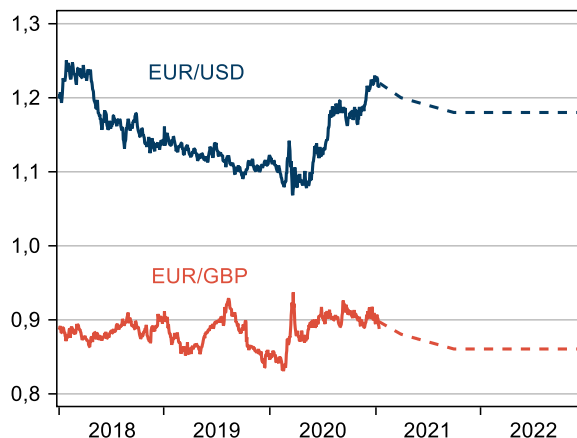
Euroopan komission ennusteet vuosille 2020 ja 2021  
Lähteet: Macrobond ja Euroopan komissio

### Hieman vahvempi dollari

Yhdysvaltain dollari on ollut heikentymispaineissa viime aikoina, ja vuoden alussa on vallinnut varsin yleisenä näkemyksenä dollarin heikkouden jatkuminen. Emme ole tästä niinkään varmoja. Dollariin negatiivisesti vaikuttavat tekijät ovat mielestämme jo kattavasti välittyneet dollarin kehitykseen. Keskuspankki Fed kevensi rahapolitiikkaa muita enemmän pandemian iskiessä, eikä sillä ole kiirettä muuttaa politiikan suuntaa. Mutta kun maailmantalous elpyy kunnolla, odottavat rahoitusmarkkinat todennäköisesti Fedin aloittavan rahapolitiikan kiristämisen ennen Euroopan keskuspankkia. Tämän pitäisi heijastua USA:n pitkien korkojen muita voimakkaampana nousuna, mikä vahvistaa dollaria. Lisäksi

demokraattipuolueen enemmistö maan kongressissa tarkoittaa lisätulaa elvyttävälle finanssipolitiikalle, minkä pitäisi vaikuttaa samaan suuntaan. Sen sijaan EKP:n täytyy arviomme mukaan pitää määräelvytystoimensa voimassa pidempään, kun euroalueen talouden elpyminen kestää USA:ta kauemmin. Täten odotamme dollarin heikkouden kääntyvän pian asteittaiseen vahvistumiseen ja ennustamme EUR/USD -valuuttakurssin olevan 1,18 vuoden 2021 lopussa.

### Dollarin heikentyminen tulee päätökseen



Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken.

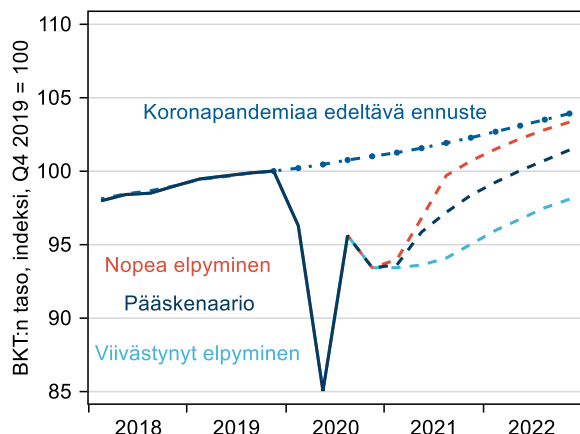
### Ennusteessa yhä merkittäviä riskejä

Edellisen ennustemme jälkeen sumu on alkanut hälvetä. Arvioimme, että myönteiset rokoteutiset ovat muuttaneet riskitasapainoa valoisampaan suuntaan lyhyen aikavälin heikoista näkymistä huolimatta. Näkymiin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta, joka voi kääntyä kumpaan suuntaan tahansa. Kasvuennusteet ovat riippuvaisia monesta tekijästä, kuten pandemian ja siihen liittyvien rajoitusten kestosta ja voimakkuudesta sekä kysyntää tukevan raha- ja finanssipoliittisen elvytyksen laajuudesta. Havainnollistamme ennusteeseemme liittyvää epävarmuutta kahdella vaihtoehtoisella skenaariolla: 1) nopea elpyminen ja 2) viivästynyt elpyminen.

- **Nopea elpyminen.** Ensimmäisessä vaihtoehdossa rajoituksia karsitaan aiemmin ennustamaamme nopeammin ja väestö saadaan rokotettua vuoden 2021 ensimmäisellä puoliskolla, minkä myötä kotitalouksien ja yritysten näkymät paranevat vauhdilla. Tämä johtaa vielä tänä vuonna vahvaan elpymiseen. Kulutus kasvaa voimakkaasti puolivälissä vuotta, ja syksyllä on luvassa investointibuumi. Raha- ja finanssipolitiikka jatkuvat elvyttävinä ja tukevat siten talouskasvua. Kaiken kaikkiaan maailmantalous elpyy nopeasti, ja vuosina 2021

ja 2022 on odotettavissa reipasta kasvua ja työttömyyden nopeaa laskua. Pandemian aiheuttamat taloudelliset vahingot jäävät pitkällä aikavälillä vähäisiksi tässä vaihtoehtoisessa skenaariossa, ja Yhdysvalloissa BKT palaa pandemiaa edeltäneelle tasolle vuoden 2021 loppuun mennessä.

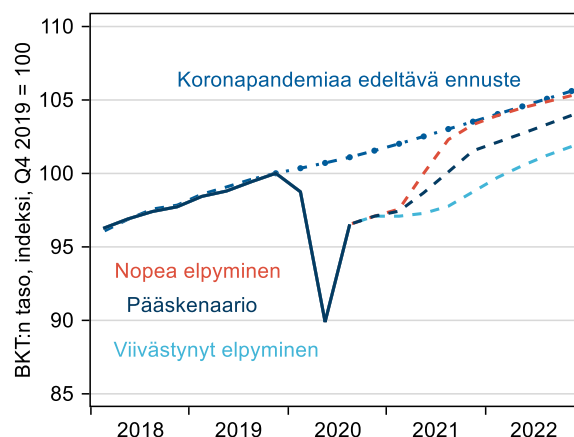
#### Euroalue: BKT-ura kolmen eri skenaarion mukaan



Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken

- Viivästynyt elpyminen.** Toisessa skenaariossamme oletamme, että rajoitukset pysyvät voimassa koko tämän vuoden, sillä joukkorokotusohjelmat etenevät hitaasti. Osallistuminen rokotuksiin on vaisua, tai rokotteiden jakelu törmää logistisiin pullonkauloihin. Näin ollen elpyminen jää heikommaksi kuin pääskenaariossamme. Talouden aktiviteettia rajoittaa myös pandemian synnyttämä epävarmuus, joka saa yritykset lykkäämään investointejaan sekä valtiot empimään uusia elvytystoimia kasvavan valtionvelan pelossa. Pitkittynyt laskusuhdanne aiheuttaa konkurssseja, ja työttömyys kasvaa. Tämä puolestaan jarruttaa elpymistä sen viimein käynnistyessä.

#### USA: BKT-ura kolmen eri skenaarion mukaan



Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken

#### BKT:n kasvu, pää- ja vaihtoehtoiset skenaariot

Vuosimuutos, prosenttia

|                       | 2021 | 2022 |
|-----------------------|------|------|
| <b>Euroalue</b>       |      |      |
| Nopea elpyminen       | 5.6  | 4.8  |
| Pääskenaario          | 4.0  | 4.3  |
| Viivästynyt elpyminen | 1.6  | 3.2  |
| <b>USA</b>            |      |      |
| Nopea elpyminen       | 5.4  | 4.2  |
| Pääskenaario          | 4.1  | 3.6  |
| Viivästynyt elpyminen | 2.3  | 3.2  |

Lähde: Handelsbanken

#### BKT:n kasvuennusteet, vuosimuutos, prosenttia

|               | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| Ruotsi        | 1,4  | -3,1  | 2,7   | 4,1   |
| Norja         | 2,3  | -3,4  | 3,7   | 2,8   |
| Suomi         | 1,1  | -3,1  | 2,5   | 2,3   |
| Tanska        | 2,8  | -3,8  | 1,3   | 4,0   |
| Euroalue      | 1,3  | -7,2  | 4,0   | 4,3   |
| USA           | 2,2  | -3,6  | 4,1   | 3,6   |
| Iso-Britannia | 1,7  | -10,1 | 5,8   | 4,4   |
| Alankomaat    | 1,6  | -4,2  | 3,0   | 3,6   |
| Kiina         | 6,1  | 2,4   | 8,2   | 5,3   |
| Maailma       | 2,8  | -4,1  | 4,9   | 4,1   |

Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken

Lisää maailmantalouden suhdannenäkymistä on luettavissa Handelsbankenin englannin- ja ruotsinkielisistä globaaleista talousennusteista, jotka löytyvät internet-osoitteesta [https://www.researchonline.se/macro/our\\_forecasts](https://www.researchonline.se/macro/our_forecasts)

## Poliittisesta vastatuulesta taloudelliseen myötätuuleen

Yhdysvaltojen taloudessa viime keväänä koettua historian voimakkainta supistumista seurasi syksyllä yksi nopeimmista elpymisistä. Vaikka talouden toipuminen ensimmäisestä aallosta oli vahvempaa kuin aiemmin arvioimme, ovat talouden näkymät jälleen heikentyneet. Viime syksynä koettu kehitys on kuitenkin todiste yrityssektorin riskinsietokyvystä, mikä tulee olemaan avainasemassa talouden toipumisessa myös kun koronavirus jää lopullisesti taakse. Demokraattipuolueen enemmistö kongressissa luo valoisamman näkymän finanssipoliittisesta elvytyksestä, ja odotamme koronan jälkeisen talouskasvun olevan varsin vahvaa, kulutuksen toimiessa kasvuveturina.

### Kasvusykäys talouden uudelleen avaamisesta

Yhdysvaltain BKT kasvoi viime vuoden kolmannella neljänneksellä kaikkien aikojen voimaikkaimmin 33 prosentin annualisoidulla neljännesvuosikasvullaan ja sen myötä nostamme ennustettamme USA:n koko vuoden 2020 BKT:n vuosikasvusta -3,6 prosenttiin aiemmasta -4,0 prosentista. Yksityinen kulutus kasvoi annualisoituna 40 prosenttia, vaikka työttömyysetuudet olivat alkaneet vähentyä, mikä johti kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen pienentymiseen. Työmarkkina elpyi kevään jälkeen odotettua paremmin, mutta joulukuussa työllisyyden kasvu loppui – ainakin hetkellisesti. Teollisuussektori on kuitenkin pitänyt pintansa hyvin ja luottamusbarometrit kertovat myös palvelusektorin olevan yhä elpymässä. Korkean tulotason omaavat kotitaloudet ovat pääosin toipuneet kriisistä, ja ennen kaikkea, koko talouden palkkasumma on lähestulkoon palautunut pandemiaa edeltävälle tasolle ja kompensoinut työttömyysetuuksien menetyksiä. Kotitalouksien säästämisaste on laskenut, mutta säästäminen on vielä korkealla tasolla ja kuluttajilla on siten vielä tilaa käyttää säästöjään kulutuksen lisäämiseen olettaen, että säästämisaste palautuu ainakin puoliväliin kohti pitkän ajan 9 prosentin keskiarvoa.

### Finanssipolitiikan tuki lieventää koronatartuntojen toisen aallon vaikutuksia

Yhdysvalloissa pandemiatilanne on huonontunut talven aikana, ja odotamme sen johtavan talouskasvun pysähtymiseen niin vuoden 2020 viimeisellä kuin vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Näkymää varjostaa myös kansalaisten varsin laaja epäröinti rokotetta kohtaa. Ipsos tutkimuslaitoksen mukaan vain 65-67 prosenttia 17-74-vuotiaista ovat halukkaita ottamaan rokotteen. Siten on selvä riski, että kestää jonkin aikaa, kunnes riittävä määrä amerikkalaisia on saanut rokotteen, vaikkakin Yhdysvaltain viranomaiset arvioivat laumasuojan

saavutettavan jo tämän vuoden puoliväliin mennessä.

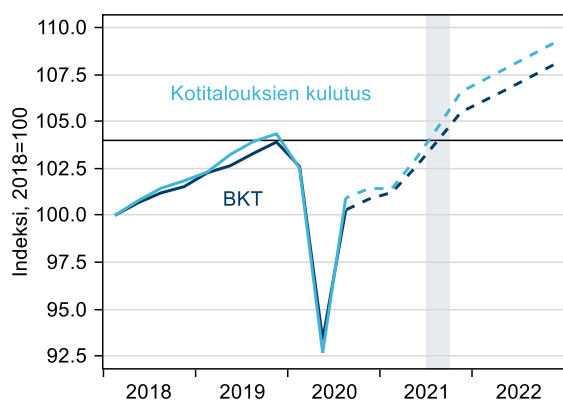
---

*Nostimme BKT:n kasvuennustemme  
4,1 prosenttiin tänä vuonna ja 3,6  
prosenttiin vuonna 2022*

---

Finanssipolitiikasta voidaan kuitenkin odottaa tuntuvaa tukea vaikean pandemiatilanteen vaikutusten lieventämiseen. Kongressin hyväksymä uusi finanssipolitiikan elvytyspaketti, mikä on suuruudeltaan neljä prosenttia BKT:sta, tukee niin kuluttajaluottamusta kuin taloutta ylipäättänsä selviytymään talven yli uusien rajoitustoimien vallitessa. Tukitoimet vaikuttavat kuitenkin kulutukseen pienellä viipeellä, joten arvioimme niiden heijastuvan kulutuksen vahvaan elpymiseen vasta vuoden toisella neljänneksellä, ja USA:n BKT:n saavuttavan pandemiaa edeltävän tason kolmannella neljänneksellä. Olemme nostaneet BKT:n kasvuennustemme vuonna 4,1 prosenttiin 2021 (edellinen ennuste 3,8 prosenttia) ja 3,6 prosenttiin vuonna 2022 (2,9 prosenttia).

### Kotitalouksien kulutus tukee BKT:n yltämistä pandemiaa edeltäville tasoille Q3 2021 aikana



Lähteet: Macrobond ja Handelsbanken

### Pelastamalla keskiluokka yksityinen kulutus elpyy

Demokraattien ohut enemmistö maan kongressissa luo haasteita presidentti Joe Bidenin talouspolitiikan toteuttamiseen. Republikaanit pystyvät torppaamaan budjettikysymyksissä kaikki lait, kun se vaatii vain 40 ääntä 100 edustajan senaatissa. Demokraateilla ja republikaaneilla molemmilla on nyt senaatissa 50 paikkaa. Silti uusi finanssipolitiikan elvytyspaketti, suuruudeltaan 500-1000 miljardia dollaria on mahdollinen, ja se voi saada tukea puoluerajojen yli. Paketti todennäköisesti jälleen sisältäisi kansalaisille jaettavaa suoraa rahaa, minkä määrä olisi noin 1,5-2,0 prosenttia maan BKT:sta. Se sisältäisi myös lisätukea ahdingossa oleville osavaltioille ja kaupungeille, mikä jäi pois edellisestä elvytyspaketista. Tämä todennäköisesti tukisi työpaikkojen kasvua julkisella sektorilla. Koulutus, terveydenhoito ja puhdas energia saisivat lisää julkista tukea sekä osan rahoitustarpeestaan keräisi myös kokonaisuudessaan 2000 miljardin dollarin infrastruktuuri-investointisuunnitelma, mikä nauttii jonkinlaista suosiota molemmilta puolueilta. Demokraatit voivat tarvittaessa myös käyttää lakipaketin hyväksymiseen menettelyä, jolla senaatissa vältetään julkisten menojen kysymyksissä 60 äänen määräenemmistön vaatimus.

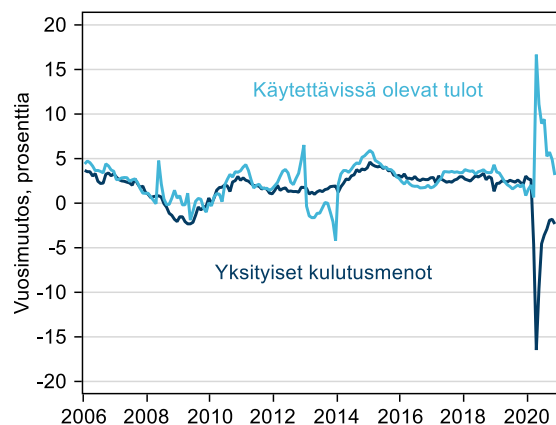
---

*Demokraattien valta-asema helpottaa  
Bidenin talouspolitiikan toteutusta*

---

Biden suunnittelee myös taloudellisista vaikeuksista kärsivän keskiluokan pelastamista, mikä piristäisi samalla myös kotitalouksien kulutusta. Odotammekin kulutuksen kasvavan 4,0-4,5 prosenttia vuodessa seuraavien kahden vuoden ajan. Koronapandemian jälkeinen talousnäkymä näyttäytyy siten varsin myönteisenä.

### USA:ssa kuluttajilla vahva asema



Lähde: Macrobond

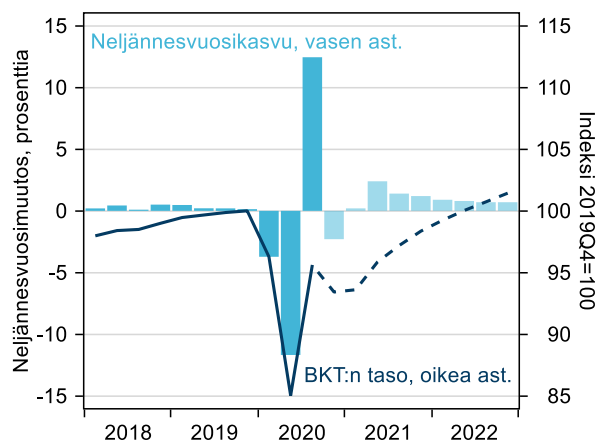
## Rokotuskarikoiden jälkeen talouden elpymistä

Koronan toinen aalto heikentää talouden aktiviteettia euroalueella. Rokotukset koronaa vastaan kuitenkin kääntävät talouden vahvempaan ja kestävämpään elpymiseen vuoden 2021 toisella puoliskolla. Elvyttävä raha- ja finanssipolitiikka piristää taloutta yhdessä kulutuksen elpymisen kanssa kesän jälkeen.

### Talouden elpyminen koheni loppuvuonna 2020

Tehokkaiden koronarokotteiden kehittäminen, vahva BKT:n toipuminen kolmannella neljänneksellä, Brexit-sopimus sekä EU:n talousarvion ja siihen liittyvän elvytysrahaston hyväksyminen Unkarin ja Puolan vastuksesta huolimatta olivat tekijöitä, joiden johdosta talouden näkymät paranivat viime vuoden lopulla. Lisäksi Euroopan keskuspankki (EKP) pidensi ja laajensi joukkovelkakirjalainojen osto-ohjelmaansa (PEPP) joulukuussa. Myös kohdennettuja pitkäaikaisia rahoitusoperaatioita (TLTRO) muutettiin kasvattamalla rahan enimmäismäärää, lisäämällä uusia operaatioita ja pidentämällä halvan koron ajanjaksoa. Toisaalta koronapandemian toinen aalto poikkeustoimien supisti euroalueen talouskasvua vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Myös vuoden 2021 ensimmäisen neljänneksen kasvu tulee olemaan heikko.

### Euroalueen talous elpyy



Lähteet: Macrobond, Eurostat ja Handelsbanken

### Vuoden 2021 näkymät riippuvat rokotuksista

Rajoittamistoimet ovat lisääntyneet merkittävästi monissa Euroopan maissa, ja niitä on entisestään tiukennettu vuodenvaihteen molemmiin puolin. Poikkeustoimien lieventäminen riippuu jossain määrin koronarokotusten vauhdista. Jotkut ankarimmat poikkeustoimet saattavat kuitenkin myös vaikeuttaa rokotuskampanjoita. Joka tapauksessa rokotteen käyttöönotossa ja jakelussa on haasteita. Saksassa ja Alankomaissa

rokotejakelu todennäköisesti sujuu tehokkaasti. Muissa maissa, kuten Italiassa ja jossain määrin myös Ranskassa huolenaiheita voi esiintyä rokotejakelussa. Lisäksi skeptisyys rokotetta kohtaan voi joissakin maissa siirtää talouden toipumista eteenpäin.

Vuoden 2021 ensimmäisen neljänneksen verraten vaimean aktiviteetin jälkeen odotamme talouden toimeliaisuuden kohenevan toisella neljänneksellä, kun tiukimmat rajoitukset lieventyvät. Elpyminen vahvistuu lisää vuoden 2021 toisella vuosipuoliskolla kulutuksen tukemana. Lisäksi EU:n elvytysrahasto lisää investointeja monissa maissa kuluvan vuoden aikana. Presidentti Joe Biden tulee panostamaan parempiin kauppasuhteisiin ja tämä vähentää muun muassa epävarmuutta ulkomaankaupan näkymissä.

### Vahvin elpyminen vuonna 2022

Vuoden 2021 jälkipuoliskolla talous alkaa toimia normaalimmin ja rajoittamistoimet hiertävät palvelualaa aiempaa vähemmän. Tämä tarkoittaa sitä, että talous elpyy lisää vuonna 2022 ja BKT saavuttaa pandemiaa edeltävän tason vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä. Ennustamme euroalueen BKT:n supistuneen 7,2 prosenttia vuonna 2020 ja kasvavan 4 prosenttia vuonna 2021 ja 4,3 % vuonna 2022.

Ennätyksellisen alas painunut inflaatio oli keskimäärin 0,3 prosenttia vuonna 2020. Odotamme inflaation kiihtyvän maltillisesti, mutta jäävän EKP:n inflaatiotavoitteen alapuolelle ennustejaksolla. Ennustamme mukaan euroalueen inflaatio on 0,9 prosenttia vuonna 2021 ja 1,2 prosenttia vuonna 2022. Valtioiden tukitoimet ja lomautusohjelmat jarruttavat työttömyyden nousua. Ennustamme työttömyysasteen nousevan tänä vuonna 9,3 prosenttiin ja laskevan jonkin verran elpymisen tahdissa seuraavana vuonna. Vuoden 2022 lopulla työttömyysaste on 8,6 prosenttia, mikä on edelleen huomattavasti korkeampi kuin ennen kriisiä.

## Vähäisiltä vaurioilta uuteen kasvuun

Suomen talouden vauriot koronapandemiasta jäävät vähäisiksi. Kansantuotteen supistuminen vuonna 2020 on pientä suhteessa moniin muihin maihin. Koronan pysyvämpi vaikutus Suomen talouteen on suurempi julkinen velka. Talousnäköymät vuodelle 2021 ovat valoisat. Talouden aktiviteetti piristyy alkuvuoden pehmeämmän jakson jälkeen, kun talouden rajoittamistoimia puretaan ja suuri yleisö saa rokotuksen koronaa vastaan. Kotitalouksien kulutus toimii talouden kasvuveturina piristyvän viennin antaessa taustatukea. Talous kasvaa 2,5 prosenttia vuonna 2021. Myönteinen vire ulottuu myös vuoteen 2022, jolloin talous kasvaa 2,3 prosenttia eli selvästi pitkän aikavälin trendikasvua nopeammin. Työttömyys vähenee tänä vuonna ja myönteinen kehitys jatkuu ensi vuonna.

### Kasvua koronan jälkeen

Suomen talous palaa kasvuun vuonna 2021. Koronapandemian isku Suomen talouteen jäi kaikkiaan varsin vähäiseksi. Koronan toinen aalto jonkin verran vaimentaa talouden aktiviteettia vuoden vaihteessa. Ennusteemme mukaan talouskasvu nopeutuu kuluvan vuoden mittaan, kun talouden rajoittamistoimia puretaan ja massarokottaminen koronaa vastaan lähtee kunnolla liikkeelle. Talouden toipuminen koronapandemiasta ulottuu vuoteen 2022 asti, jolloin talouskasvu on selvästi yli potentiaalisen tason. Ennustamme Suomen talouden supistuneen 3,1 prosenttia vuonna 2020, kasvavan 2,5 prosenttia vuonna 2021 ja 2,3 prosenttia vuonna 2022.

*BKT:n määrä ohittaa edellisen huippunsa vuoden 2022 alussa*

### Sekä tavaroiden ja palveluiden vienti elpyy

Tavaravienti on alkanut elpyä kevään 2020 syvän pudotuksen jälkeen. Talouskasvun vahvistuminen päävientimarkkinoilla vilkastuttaa Suomen tavaravientiä vuonna 2021. Emme odota koronapandemian jättäneen isompia kielteisiä vaikutuksia Suomen vientisektoriin. Laivatoimitukset omalta osaltaan tukevat viennin kasvua kuluvana vuonna. Myös Uudenkaupungin autotehtaan kasvaneet tilaukset viittaavat verraten hyvään viennin vetoon.

Koronapandemian poikkeustoimet vaikuttivat voimakkaasti palveluiden vientiin. Matkailu ja kuljetus kärsivät merkittävästi, kun turistien virta tyrehtyi. Myös liike-elämän palveluissa ja IT-palveluissa nähtiin väisua vientikehitystä. Rokotukset koronaa vastaan ja talouden rajoittamistojen päättymisen piristävät tuntuvasti palveluiden vientiä ennustejaksolla. Matkailu- ja kuljetuspalvelut elpyvät turismin kasvaessa. Liike-elämän palveluiden ja IT-palveluiden vientiä nopeuttaa koronakriisin aiheuttamat muutokset yritysten digitaalisessa ympäristössä.

### Teollisuuden näköymät parantuneet

Teollisuuden tuotanto laski viime vuonna selvästi muita maita vähemmän. Loppuvuotta kohden tuotanto alkoi elpyä koronakuopasta myös Suomessa. Teollisuuden uusissa tilauksissa nähtiin parempaa kehitystä. Teollisuuden luottamus sekä tuotanto-odotukset vahvistuivat joulukuussa. Maailmantalouden piristyminen kuluvana vuonna nopeuttaa teollisuuden tuotantoa Suomessa ja lisää myös investointitarpeita ennustejaksolla. Tämä investointien elpyminen tukee Suomen teollisuutta.

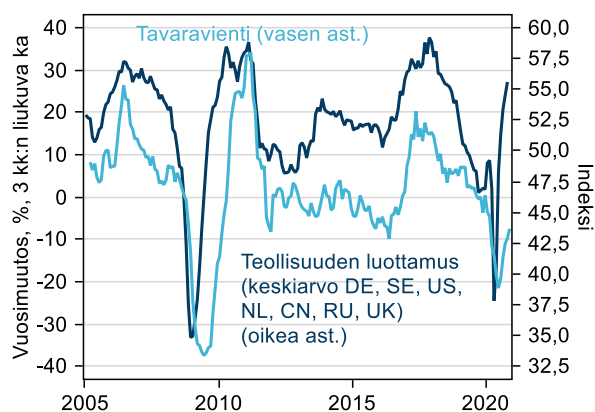
### Talouskasvu elpyy ja BKT ohittaa edellisen huipun



Lähteet: Macrobond, Tilastokeskus ja Handelsbanken

BKT:n määrän taso ohittaa edellisen huippunsa vuoden 2022 alussa. Isoimman jäljen koronapandemia jättää julkiseen talouteen Suomessa. Elvytyksen jälkeen julkista taloutta tulisi alkaa vakauttamaan.

## Suomen tavaravienti ja teollisuuden luottamus päävientimarkkinoilla



Lähteet: Macrobond ja Tulli

## Kotitalouksien kulutus avainasemassa

Yksityinen kulutus supistui huomattavasti vuoden 2020 toisella neljänneksellä, kun koronapandemia romahdutti erityisesti palvelujen ja puolikestävien kulutustavaroiden, kuten vaatteiden, kysynnän. Sen sijaan päivittäistavarakauppa on pärjännyt hyvin koko korona-ajan.

Palvelualojen ahdinko näkyy selvästi tilastoista, jotka kertovat työpäiväkorjatun liikevaihdon pudonneen 8,8 prosenttia marraskuussa 2020 verrattuna edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan. Palvelualojen päätoimialoista suurin kärsijä on ollut majoitus- ja ravitsemustoiminta, jossa liikevaihto laski peräti 36,7 prosenttia. Myös kuljetuksen ja varastoinnin liikevaihto supistui merkittävästi, 19,1 prosenttia. Kasvua on sen sijaan nähty oikeastaan vain informaation ja viestinnän toimialalla. Kaupan toimialat, jotka monet ovat olleet korona-ajan menestyjiä, eivät ole mukana palvelualojen tilastoinnissa.

## Palvelualojen liikevaihdon muutos 11/2019-11/2020



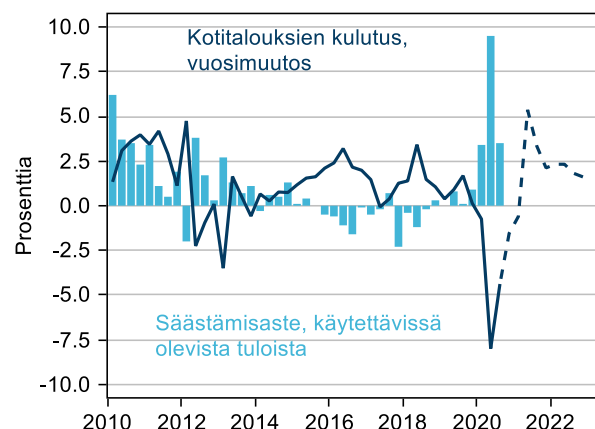
Lähteet: Macrobond ja Tilastokeskus

Yksityinen kulutus alkoi kuitenkin elpyä koronakevään pudotuksesta jo viime vuoden kolmannella neljänneksellä ja odotamme tämän jatkuvan ennusteperiodimme aikana. Vaikka kuluttajien luottamus on viimeaikaisesta toipumisesta huolimatta edelleen pitkän ajan keskiarvoa heikompaa, tukee usea tekijä

kotitalouksien kulutusnäkymää. Merkittävin kysynnän pirstajä on laaja-alainen koronarokotusten toteutuminen myöhemmin vuoden aikana, mikä palauttaa hiljalleen kotitalouksien luottamusta. Kotitalouksien säästämisaste nousi viime vuonna huomattavasti kulutusmahdollisuuksien ollessa normaalia rajoitetumpia. Odotamme, että patoutunut kulutuskysyntä alkaa purkautumaan kuluvan vuoden toisen puoliskon aikana, mikä näkyy voimakkaimmin palvelujen kysynnässä. Toisaalta kotitaloudet ovat käyttäneet osan säästöistään, sillä säästämisaste laski viime vuoden kolmannella neljänneksellä 3,5 prosenttiin käytettävissä olevista tuloista, oltuaan toisella neljänneksellä peräti 9,5 prosenttia.

*Patoutuneen kulutuskysynnän  
purkautuminen nostattaa  
erityisesti palvelujen kysyntää*

## Kotitalouksien kulutus korvautunut säästämisellä



Katkoviivoilla Handelsbankenin ennusteet  
Lähteet: Macrobond ja Tilastokeskus

Myös ansiotason reilun kahden prosentin nousu sekä työllisyyden elpyminen seuraavien kahden vuoden aikana tukevat palkkasumman kasvun myötä kotitalouksien ostovoimaa, erityisesti kun inflaatio pysyy hienoisesta kiihtymisestä huolimatta edelleen maltillisena noin prosentin tuntumassa. Kokonaisuutena ennustamme yksityisen kulutuksen kasvavan 2,0-2,5 prosenttia vuosina 2021-22 ja olevan tärkein talouden kasvuveturi.

## Asuinrakentamisen hiipuminen jatkuu v. 2021

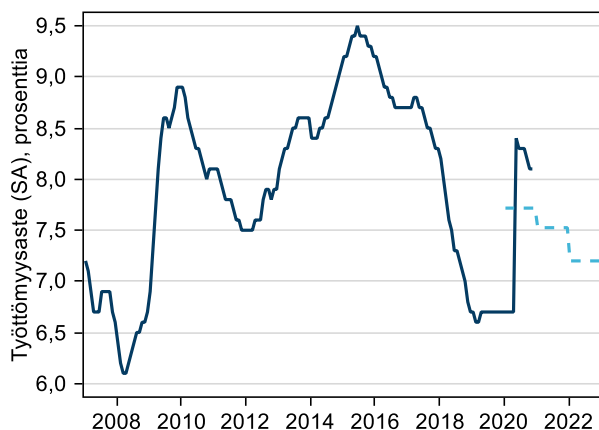
Yksityiset investoinnit ovat vähentyneet viimeisen kahden vuoden ajan, kun rakentamisen aktiviteetti on hiljalleen hiipunut huipputasoiltaan ja myös kone- ja laiteinvestoinnit ovat supistuneet, erityisen voimakkaasti koronapandemian myötä vuonna 2020. Viimeaikainen rakennuslupien ja -aloitusten kehitys antaa hieman aiempaa positiivisemman

kuvan rakentamisen näkymistä, mutta ne edelleen viittaavat rakennusinvestointien maltilliseen heikentymiseen myös vuonna 2021. Vuonna 2022 ennustamme kuitenkin käännettä parempaan, kun kansantalouden toimeliaisuuden piristyminen välittyy positiivisesti myös rakentamisen aktiviteettiin. Kun koronapandemia helpottuu myöhemmin tänä vuonna ja kansainvälinen kysyntä elpyy, näemme myös kone- ja laiteinvestointien palaavan tukevalle kasvu-uralle. Myös julkisten investointien jatkaessa edelleen kasvusuunnassa ennustamme kokonaisinvestoinneille maltillista kasvua vuosina 2021-22.

### Työmarkkinoilla suunta on parempaan päin

Työmarkkinat yllättivät positiivisesti viime vuonna. Työttömyyden nousu jäi pelättyä vähäisemmäksi. Vuoden mittaan työmarkkinoiden tilanne koheni ja työttömyys kääntyi laskuun. Lomautusjärjestelmä ja valtion tukitoimet ovat lieventäneet koronan iskua työmarkkinoille.

#### Työttömyysaste käynyt huipussaan



Katkoviivoilla handelsbankenin ennusteet (vuosikeskiarvo)  
Lähteet: Macrobond, Tilastokeskus ja Handelsbanken

Ennustamme talouden elpyessä työttömyyden vähenevän lisää vuoden 2021 aikana. Työttömyysaste laskee 7,5 prosenttiin vuonna 2021 ja 7,2 prosenttiin vuonna 2022. Taloustilanteen koheneminen piristää etenkin palvelusektorin työllisyyttä. Riskinä on toki edelleen se, että osa palvelusektorin työpaikoista on pysyvästi menetetty koronakriisissä. Valtion tukitoimilla on tärkeä rooli, että yritykset kykenevät työllistämään koronakriisin jälkeenkin.

### Kasvukeskuksissa asuntojen kysyntä vahvaa

Asuntomarkkinoilla on vahva vire jatkunut viime kevään vain hetkelliseksi jääneen taantumisen jälkeen. Asuntokauppoja tehtiin kiihtyvään tahtiin vuoden 2020 loppua kohti ja asuntolainojen uudet nostot olivat marraskuussa korkeimmillaan toukokuun 2011 jälkeen. Myös asuntojen

hintakehitys on ollut viime kuukausina poikkeuksellisen vahvaa suurimmissa kaupungeissa. Vanhojen osakeasuntojen hinnat nousivat tammi-marraskuussa 2020 vuoden takaa koko maassa 0,9 prosenttia. Pääkaupunkiseudulla nousua oli 2,9 prosenttia, kun taas muualla Suomessa hinnat laskivat 1,1 prosenttia. Hintojen nousua ovat tukeneet matala korkotas, kotitalouksien verraten hyvä taloudellinen tilanne ja tarve vaihtaa asuntoa. Kotitalouksien asunnonostoaiheet ovat edelleen korkealla tasolla, vaikkakin ne olivatkin vuoden 2020 loppuun mennessä tulleet hieman alas syyskuun huipuista.

### Voimakas velkaantuminen, mutta julkisen talouden alijäämä arvioitua pienempi v. 2020

Suomen julkinen talous heikentyy huomattavasti koronapandemian aiheuttamien menolisäysten vuoksi. Vuonna 2020 julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen kasvaa eniten vuosien 1992-93 jälkeen, kun valtionhallinto on ottanut etupainotteisesti velkaa varautuessaan pandemian kustannusten kattamiseen. Julkisen talouden menot näyttävät kuitenkin jääneen viime vuonna arvioita pienemmäksi valtion talouden osalta ja osa julkisen talouden vuodelle 2020 budjetoiduista määrärahoista todennäköisesti siirtyy vuodelle 2021. Julkisen talouden alijäämä vuonna 2020 on siten jäämässä lokakuun ennustettamme pienemmäksi – ennustamme alijäämän olevan 5,3 prosenttia BKT:sta vuonna 2020 ja supistuvan vain hieman 4,5 prosenttiin vuonna 2021. Vuonna 2022 alijäämä supistuu tuntuvammin, mutta on yhä 2,4 prosenttia BKT:sta. Julkisen talouden velka-aste nousee vuonna 2020 lähes 10 prosenttiyksikköä 68,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen ja ylittää vuonna 2021 jo 70 prosenttia BKT:sta.

#### Suomen talouden keskeiset ennusteet

| Prosenttimuutos    | 2019 | 2020e        | 2021e     | 2022e     |
|--------------------|------|--------------|-----------|-----------|
| Yksityinen kulutus | 0,8  | -3,7 (-2,9)  | 2,5 (2,5) | 2,0 (1,5) |
| Investoinnit       | -1,0 | -2,0 (-2,5)  | 0,7 (1,9) | 1,6 (1,5) |
| Vienti             | 7,7  | -9,5 (-11,0) | 6,0 (5,5) | 4,0 (2,6) |
| Tuonti             | 3,3  | -7,1 (-7,0)  | 4,5 (4,0) | 2,5 (1,7) |
| Nettovienti*       | 1,8  | -0,8 (-1,3)  | 0,6 (0,5) | 0,6 (0,4) |
| BKT                | 1,1  | -3,1 (-3,5)  | 2,5 (2,5) | 2,3 (1,7) |
| Inflaatio          | 1,0  | 0,3 (0,4)    | 0,9 (1,1) | 1,3 (1,4) |
| Työttömyysaste**   | 6,7  | 7,7 (8,0)    | 7,5 (8,2) | 7,2 (7,6) |

\* kontribuutio BKT:n vuosikasvuun, \*\*prosenttia työvoimasta

Handelsbankenin lokakuun 2020 ennusteet suluissa

## Pelottavatko zombie-yritykset?

Pitääkö löysä talouspolitiikka yhä useammat zombie-yritykset hengissä? Kuulutko niihin, jotka pelkäävät, että zombie-yritykset syövät talouden tuottavuuden kasvua ja uhkaavat yhteistä hyvinvointiamme? Voiko koronapandemia olla täydellinen kasvualusta näille näivettyneille yrityksille? Tutkimusten mukaan tämä ajatusmalli on todennäköisesti vain mielikuvituksen tuotetta.

Zombie-yrityksistä (zombeista) tuli kiinnostuksen kohde Japanin pysähtyneessä taloudessa 1990-luvulla. Sitten zombiet keräsivät uutta kiinnostusta globaalin finanssikriisin yhteydessä. Laajalle levinnyt teoria on, että zombeista on tullut kasvava uhka maailmantalouden tuottavuuden kasvuille ja siten yhteiselle hyvinvoinnillemme. Monet pelkäävät nyt, että koronaviruspandemia voimistaa zombie-ongelmaa. Yhä useammat yritykset ontuvat eteenpäin erittäin kevyen rahapolitiikan ja valtioiden tukitoimien varassa.



Tässä artikkelissa tarkastellaan mikä "zombie-yritys" on, mikä pitää niitä hengissä ja kuinka voidaan korjata mahdollinen ongelma. Tutkimukset viittaavat kuitenkin siihen, että zombie-pelko on todennäköisesti mielikuvituksen tuotetta...

### Elävät kuolleet

Zombieksi leimattu yritys on tyypillisesti kärsinyt kannattavuuden puutteesta ja kyvyttömyydestä hoitaa velkaansa ajan myötä, mutta yritys on kuitenkin pysynyt mukana liiketoiminnassa. Näiden yritysten tunnistaminen tilastoista ei kuitenkaan välttämättä ole suoraviivaista. Monet tutkijat analysoivatkin yritysten tilinpäätöstietoja. Yritys määritellään zombieksi, jos sen liike-tulos (käyttökate, josta on vähennetty poistot ja arvonalentumistappiot) ennen korkomenoja ja veroja jää korkoja ja rahoituskuluja pienemmiksi ( $\text{ebit/interest} < 1$ ). Lisäksi yrityksen on täytynyt olla

tässä tilassa jonkin aikaa. Yleisen oletuksen mukaan zombie-yritys on vähintään kymmenen vuotta vanha ja ei ole kolmena peräkkäisenä vuotena kyennyt ansaitsemaan sen verran voittoa, jotta voisi maksaa korkokulut velastaan. Tätä määritelmää käytettiin äskettäisessä Ruotsin keskuspankin Riksbankenin tutkimuksessa<sup>1</sup>,

Zombie-yritykset ovat heikkoja yrityksiä, jotka kuitenkin jotenkin onnistuvat pysymään pystyssä. Mutta mikä tekee niistä pelottavia? Teorian mukaan zombie-yritykset syrjäyttävät terveellisemmät investoinnit, imevät elämän pois tuottavuuden kasvusta ja uhkaavat mahdollisesti rahoitusmarkkinoiden vakautta. Kansainvälisen järjestelypankin BIS:n tutkimusten mukaan voi muodostua noidankehä, jossa löysä rahapolitiikka pitää suuremman osuuden zombie-yrityksistä elossa, mikä taas heikentää tuottavuuden kasvua ja myötävaikuttaa vielä matalampiin korkotasoihin<sup>2</sup>. Jos se olisi totta, poliittisten päättäjien tulisi keskittyä zombien tappamiseen. Jotkut kutsuvat sitä "luovaksi tuhoksi"; tehdä tilaa terveemmille investoinneille ja siten nopeuttaa tuottavuuden kasvua. Tämä hypoteesi, joka perustuu löysään rahapolitiikkaan, ei kuitenkaan näytä sopivan yhteen tutkimustulosten kanssa. Jos päättäjät menisivät tätä tietä pitkin, voisi käydä niin, että tuho on vain tuhoa ilman luovaa tuhoa.

### Mikä pitää zombie-yritykset elossa?

Miksi zombie-yritykset ovat heränneet eloon, ja mikä niitä ruokkii? Eräs teoria on, että löysä rahapolitiikka pitää yllä zombie-yrityksiä. Erityisesti korkojen alentamisella talouskasvun elvyttämiseksi väitetään olevan sivuvaikutus, joka vähentää zombie-yritysten painetta järjestellä toimintoja uudelleen tai poistua markkinoilta kokonaan. Zombie-ongelma sai uutta huomiota globaalin finanssikriisin seurauksena, kun keskuspankkikoron laskettiin ennätysmatalaksi. Erittäin matalan korkotason uskotaan vaikuttavan siihen, että se pitää pystyssä yrityksiä, joiden olisi

<sup>1</sup> Cella, Riksbank Staff Memo, Syyskuu 2020

<sup>2</sup> Banerjee, Hofman, BIS Quarterly Review, September 2018

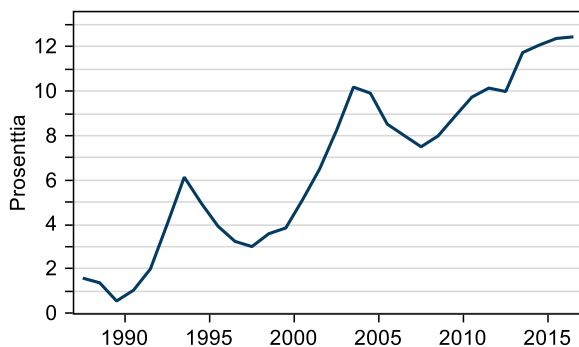
pitänyt olla jo kaatuneita. Tämän hypoteesin mukaan löysä rahapolitiikka tosiasiallisesti vaimentaa talouden tuottavuuden kasvua, kun zombie-yritysten nousu syrjäyttää terveellisemmät investoinnit. OECD:n ja eri keskuspankkien tutkimusten viittaavat kuitenkin siihen, että tämä edellä mainittu johtopäätös on väärä.



BIS:n tutkimuksen mukaan zombie-yritysten osuus on kasvanut 14 kehittyneessä taloudessa 1980-luvulta lähtien. Globaalin finanssikriisin jälkeen zombie-yritysten osuus on kasvanut entisestään ja zombie-yritykset näyttävät selviävän pidempään.

### Zombie-yritysten osuus on kasvanut

(keskiarvo listatuista yrityksistä 14 kehittyneessä talousmaassa)

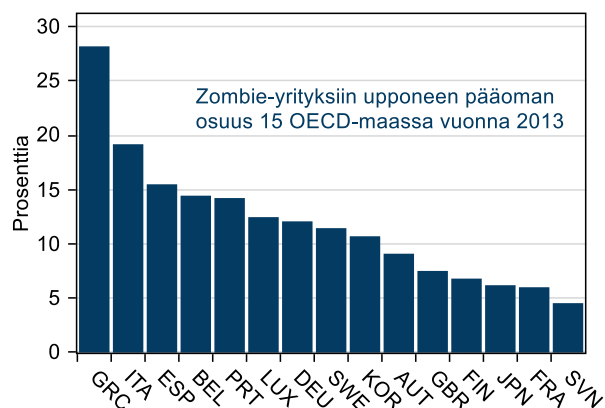


Lähde: Banerjee, Hofman, BIS Quarterly Review, September 2018

Vaikka rahapolitiikka on pidetty kevyenä useissa kehittyneissä talouksissa globaalin finanssikriisin jälkeen, vaihtelee OECD:n mukaan zombie-yritysten osuus suuresti maittain. Esimerkiksi Japanissa teollisuuden osuus zombie-yrityksiin sijoitetusta pääomasta oli hieman yli 5 prosenttia

vuonna 2013. Italiassa vastaava luku oli lähes 20 prosenttia.

### Zombie-yrityksiin upponeen pääoman osuus vaihtelee suuresti maittain



Lähde: OECD Economic Policy Paper, No 21 2017

Lisäksi zombie-yritysten osuudessa on suurta vaihtelua eri maiden välillä euroalueella, jossa rahapolitiikka on kuitenkin sama. Tämä havainto viittaa siihen, että rahapolitiikka ei todennäköisesti ole päätekijä zombie-yritysten kasvussa.

Riksbankin tutkimuksessa<sup>3</sup> päädytään jopa siihen, että vuosina 2011–2016, jolloin Ruotsin keskuspankki laski ohjauskorkoa, zombie-yritysten osuus väheni samaan aikaan. Keskuspankin tutkimusotoksen mukaan vain 3 prosenttia ruotsalaisten yritysten kokonaismäärästä voitiin luokitella zombeiksi vuonna 2016. Näiden yritysten osuus rahoituslaitosten yrityslainoista oli alle 5 prosenttia. Riksbankin tutkimuksen johtopäätös onkin, että Ruotsissa zombie-yritykset eivät näytä aiheuttavan uhkaa rahoitusvakaudelle tai talouskasvulle.

Suomen Pankin tutkimus<sup>4</sup> viittaa siihen, että zombie-yritykset eivät useinkaan ole ahdingossa olevia yrityksiä, vaan pikemminkin yrityksiä, joiden tulot ovat väliaikaisesti matalat korkomenoihin nähden. Tutkimuksen havainnot osoittavat, että viimeisten 15 vuoden aikana noin kolmannes näistä yrityksistä oli tosiasiallisesti kasvavia yrityksiä, ja kaksi kolmasosaa toipui lopulta zombie-asemasta terveeksi yritykseksi. Samoin Japanista tehty tutkimus<sup>5</sup> osoittaa, että suurin osa "menetetyn vuosikymmenen" aikana syntyneistä zombie-yrityksistä toipui vuosisadan vaihteessa.

<sup>3</sup> Cella, Riksbank Staff Memo, September 2020

<sup>4</sup> Nurmi, Vanhala, Viren, Bank of Finland Research Discussion Paper, 8/20 May 2020

<sup>5</sup> Fukuda and Nakamura, The World Economy 34(7), 2011

Joten, jos kevyt rahapolitiikka ei ylipäättänsä ole syyllinen, mikä sitten luo zombie-yrityksiä ja miksi ne menestyvät joissakin paikoissa ja jossain ei? Aiheesta tehty tutkimus osoittaa useita selityksiä. Yksi mahdollinen selitys on heikot pankit ja "ikivihreät" (evergreening) lainat. Pankit, jotka kamppailevat täyttääkseen asetetut pääomavaatimukset, lainoittavat muita pankkeja useammin uudelleen heikkoja yrityksiä ja parantavat toisinaan lainaehdoja sen sijaan, että kirjaisivat luottotappiot taseeseensa. Tällä tavalla heikot pankit auttavat pitämään elossa yritykset, joiden olisi pitänyt poistua markkinoilta<sup>6</sup>.

Eräät tutkimukset<sup>7</sup> viittaavat myös siihen, että tehottomat maksukyvyttömyysjärjestelmät, jotka estävät yrityksen markkinoita poistumista, liittyvät zombie-yritysten nousuun joissakin maissa. Valtion tuki voi olla myös selittävä tekijä. Esimerkiksi Kiinassa zombie-yritysten osuus on suuri valtion omistamista yrityksistä<sup>8</sup>.

Lisäksi tutkimukset viittaavat siihen, että kriisin jälkeen oma pääoma ja vieras pääoma virtaavat usein vakaisin yrityksiin, eikä välttämättä tuottavimpiin. Esimerkiksi Etelä-Euroopassa, jossa reaalikorot laskivat alas euron käyttöönoton jälkeen, pääomia kanavoitiin yrityksille, joilla oli korkeampi nettovarallisuus, mutta jotka eivät välttämättä olleet tuottavimpia<sup>9</sup>. Aiemmin mainitussa Riksbankin tutkimuksessa todetaan, että vaikka zombie-yritykset Ruotsissa vähensivät luotonottoa rahoituslaitoksilta vuosina 2010–2016, ne saivat samaan aikaan pääomaruiskeita omistajiltaan. Nämä havainnot viittaavat, että kriisistä johtuva riskien kaihtaminen voi hillitä tuottavuuden kasvua ja pitää zombie-yrityksiä elossa.

### **Koronapandemian vaikutukset**

Zombie-keskustelu on kiihtynyt viime aikoina, koska monet pelkäävät koronapandemian olevan suotuista kasvualusta näivettyneille yrityksille. Mitä kauemmin pandemia kestää, sitä enemmän

yritykset joutuvat vaikeuksiin. Niistä ei kuitenkaan tarvitse tulla zombie-yrityksiä.

Ensinnäkin pandemia iskee yrityksiin, lähinnä palvelualalla, jotka muuten olisivat terveitä ja kestäviä, ja niiden tuotteille olisi runsaasti kysyntää. Suurin osa näistä yrityksistä todennäköisesti nousee jaloilleen, kun talouden rajoittamistoimet päättyvät ja kysyntä palautuu.

Koronakriisi ei johtunut yritysten tai rahoituslaitosten liiallisesta riskinotosta. Pääinvastoin ennen pandemiaa pankit olivat aiempaa vakavaraisempia, ja niiden pitäisi pystyä kehtämään luottotappiota aiempaa paremmin. Se vähentäisi riskiä, että pankit lainoittavat uudelleen huonoja lainoja, ja siten pitävät zombie-yrityksiä hengissä.

Valtioiden tukitoimet varmistavat tällä hetkellä, että monet yritykset pysyvät pystyssä. On aina olemassa riski, että jotkut näistä yrityksistä eivät ole elinkelpoisia. Tämän vuoksi on tärkeää, että politiikkatoimia hienosäädetään ja tuetaan parhaalla mahdollisella tavalla yrityksiä, jotka ovat terveitä ja kestäviä pandemian jälkeen. Lisäksi on tärkeää, että tukea ei vedetä takaisin liian aikaisin, mikä uhkasi lisätä sellaisten yritysten konkurssreja, jotka olisivat elinkelpoisia normaalissa olosuhteissa.

Joissakin maissa hallitukset ovat toteuttaneet väliaikaisia toimenpiteitä vaikeuttaakseen yritysten hakemista konkurssiin pandemian aikana. Jos nämä pandemiaan liittyvät väliaikaiset toimenpiteet pysyvät voimassa alun perin suunniteltua kauemmin, ne saattavat lisätä zombie-yritysten määrää. Tämä olisi kuitenkin todennäköisesti vain väliaikainen ongelma.

On myös riski, että tuntuista tukitoimista huolimatta monet yritykset, joiden pääomapuskurit ovat vähäiset, saattavat joutua menemään konkurssiin jo ennen pandemian päättymistä. Pääomarajoitteisten yritysten joukossa on kuitenkin tyypillisesti sekä "gazelleja", joilla on korkea tuottavuuden kasvu, että zombeja. Ja jos ne molemmat kuolevat, zombiosuus ei nouse, se voi jopa pudota.

---

<sup>6</sup> Arrowsmith et al., Quarterly Bulletin, Bank of England, 2013. Duval et al., The Review of Financial Studies 33(2), 2020.

<sup>7</sup> McGowan et al., OECD Economics Department Working Papers no. 1399, 2017

<sup>8</sup> Lam et al., IMF Working Paper WP/17/226, 2017

<sup>9</sup> Gopinath et al., The Quarterly Journal of Economics 132(4), 2017

### Zombit eivät ole niin pelottavia

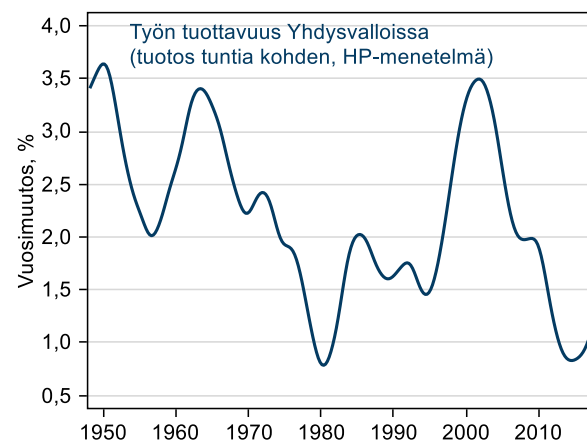
Kuten edellä mainittiin, monet pelkäävät, että zombie-yritykset syrjäyttävät terveellisemmät investoinnit, tukahduttavat tuottavuuden kasvua ja heiluttavat rahoitusvakautta. Näin ei kuitenkaan välttämättä ole. Zombie-yritysten olemassaolo ei välttämättä liity terveempien yritysten olemassaoloon. Esimerkiksi Italian keskuspankissa tehty tutkimus<sup>10</sup> osoittaa, että finanssikriisin aikana ja sen jälkeen zombie-yritysten nousu ei vaikuttanut kielteisesti terveempien yritysten kasvuun. Aikaisemmin mainitussa Riksbankin tutkimuksessa todettiin, että zombie-yritysten läsnäolo Ruotsissa vuosina 2011–2016 oli pääosin korreloimaton muiden yritysten kasvun kanssa.

### Missä todellinen vaara piilee ...

Jos kevyt rahapolitiikka ja zombie-yritykset eivät heikennä talouden tuottavuuden kasvua, mikä sitten?

Tuottavuuden kasvun hidastuminen on globaali ilmiö, ja se on kestänyt jo kauan. Tuottavuuden kasvuvauhti on vaimentunut 1970-luvun alkupuolelta lähtien. On hyvin todennäköistä, että toisen maailmansodan ja 1970-luvun alun välinen ajanjakso tarjosi sodan jälkeen epätavallisia tuottavuusmahdollisuuksia, joissa oli paljon "matalalla roikkuvia hedelmiä". Merkittävät teknologiset läpimurrot ja puolijohteiden hintojen selvä lasku nopeuttivat tuottavuuden kasvua väliaikaisesti monissa kehittyneissä talouksissa 1990-luvulta lähtien. Tuottavuuden kasvu kuitenkin hidastui lisää, kun nämä positiiviset vaikutukset vaimenivat.

### Työn tuottavuuden kasvuvauhti laskussa



Lähteet: Macrobond ja BLS

Hitaalle tuottavuuden kasvu on useita selityksiä. Yksi merkittävä tutkimustulos, jota OECD on viime aikoina selvittänyt paljon, on, että hitaampi tuottavuuden kasvu ei johdu hitaammasta innovaatiovauhdista, vaan pikemminkin innovaation hitaammasta levinneisyydestä teknologiajohtajilta muille yrityksille ja maille. Toisin sanoen tuottavuusraja näyttää edelleen liikkuvan, mutta pienempi määrä yrityksiä kasvaa huomattavasti muita nopeammin. 1980-luvulta lähtien lähentymisprosessi, jossa jäljessä olevat toimijat saavuttavat eturintaman, näyttää hidastuneen sekä kehittyneissä että kehittyvissä talouksissa. Tämän seurauksena muutaman johtavan yrityksen ja heikompien yritysten välinen tuottavuusero on kasvanut. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa noin prosentilla yrityksistä keskimääräinen tuottavuus on kasvanut noin 6 prosenttia vuodessa 2000-luvun alusta lähtien, kun taas noin kolmanneksessa yrityksistä tuottavuus ei ole noussut lainkaan<sup>11</sup>.

Teknologisten läpimurtojen hitaampi leviäminen ja lisääntyvä tuottavuusero yritysten välillä voivat selittää merkittävän osan tuottavuuden kasvun hidastumisesta.

---

*Teknologisten läpimurtojen ja  
parhaiden käytäntöjen  
leviäminen on hidastunut*

---

<sup>10</sup> Schivardi et al., Bank of Italy Working Paper no 1139, 2017

<sup>11</sup> Haldane, Bank of England speech, 2017

Yksi merkittävä selitys johtavien yritysten eli supertähtiyritysten ja perässä tulevien yritysten kasvavalle tuottavuuskuilulle näyttää olevan voimakas markkinoiden keskittymisen lisääntyminen kärkiyrityksiin, mikä estää tuottavuushyötyjen valumista suurimmalle osalle yrityksistä.

### **Johtopäätöksiä zombie-yrityksistä**

Yhteenvedona voidaan todeta, että zombie-yritykset eivät ole kovin pelottavia. Tutkimus ei tue hypoteesia, jonka mukaan on olemassa noidankehä, jossa löysä rahapolitiikka pitää enemmän zombie-yrityksiä hengissä, mikä sitten edelleen heikentää tuottavuuden kasvua. Zombie-yritysten osuus ei ole noussut kaikissa OECD-maissa, joissa rahapolitiikkaa on kevennetty. Vaikka mailla on yhteinen rahapolitiikka, zombie-yritysten osuus vaihtelee suuresti eri maiden välillä euroalueella. Pikemminkin tutkimukset viittaavat siihen, että zombie-yritykset pysyvät hengissä heikkojen pankkien ja maksukyvyttömyysjärjestelmien sekä joskus aiempien kriisien aiheuttaman riskin kaihtamisen seurauksena. Zombie-yritykset eivät myöskään välttämättä syrjäytä terveellisempiä investointeja.

Sen sijaan, että zombie-yritykset olisivat syy hitaaseen tuottavuuden kasvuun, ne ovat todennäköisesti sen oireita: kun kysynnän kasvu heikkenee, useammat yritykset kamppailevat olemassaolosta, mutta voivat silti pysyä pinnalla, jos olosuhteet ovat oikeat.

Siksi ongelmana eivät ole zombie-yritykset, vaan edellä mainittujen tekijöiden aiheuttama tuottavuuden kasvun heikkeneminen. Näin ollen zombien tappaminen politiikkaa kiristämällä olisi kallis virhe.

Poliittisten päättäjien on pidettävä mielessä, että erittäin velkaantuneiden yritysten joukossa ei ole vain zombeja, vaan myös korkean tuottavuuden "gaselleja". Korkojen nousu osuu molempiin yritystyyppeihin, mikä rajoittaa tuottavuuden kasvua. Ja olettaen, että tuottavuus todella kasvaisi, se tapahtuisi työllisyyden heikentymisen kustannuksella. Yrityksen korvaaminen vie luonnollisesti aikaa. Siksi mahdollinen tuottavuuden kasvu saavutettaisiin vasta tietyn ajan kuluttua. Työttömyyteen liittyvät kustannukset olisivat kuitenkin välittömät. Zombie-yritysten tappaminen lisäisi työttömyyttä, mikä heikentäisi kokonaiskysyntää entisestään. Erityisesti zombie-yritysten tahallinen tappaminen pandemian aikana lisäisi riskiä, että nykyinen talouskriisi syventyisi.

Onko pandemiasta nousemassa lisää zombie-yrityksiä? Kuten olemme väittäneet, zombie-yritysten syntyyn todennäköisesti vaikuttavat heikko kysynnän kehitys, huonot pankit, heikot maksukyvyttömyysjärjestelmät ja riskien kaihtaminen kriisin jälkeen. Jotta zombie-yritysten osuus lisääntyisi pandemian seurauksena, olisi kysynnän kasvun pysyttävä vaimeana. Emme kuitenkaan odota sitä. Päinvastoin, odotamme kysynnän kasvun kiihtyvän melko selvästi tänä ja ensi vuonna. Siitä huolimatta on olemassa vaara, että kysynnän kasvu heikkenee edelleen. Ja jos sääntelykehikot ovat heikkoja, se saattaa luoda pohjaa uusille zombie-yrityksille. Mutta kuten aiemmin mainittiin, tämä kriisi ei johtunut yritysten tai pankkien liiallisesta riskinotosta. Päinvastoin, ennen pandemiaa pankit olivat aiempaa vakavaraisempia ja niiden pitäisi pystyä sietämään luottotappioita paremmin. Sen sijaan, että pelkäämme enemmän zombeja, näemme riskin, että jos pandemiaan liittyvät elvytystoimet poistetaan liian nopeasti, seurauksena voi olla enemmän konkurssveja kuin on tarpeen.

Politiikan kiristäminen zombien tappamiseksi on väärä vastaus väärään kysymykseen. Jos päättäjät haluavat elvyttää talouden tuottavuuden kasvua ja samalla päästä eroon zombie-yrityksistä, heidän on keskityttävä seikkoihin, jotka haittaavat innovaatioiden leviämistä, ja tarvittaessa muokkaamaan sääntelykehikkoa, joka auttaa pitämään elinkelvottomat yritykset elossa.

## Vihreä on uusi musta

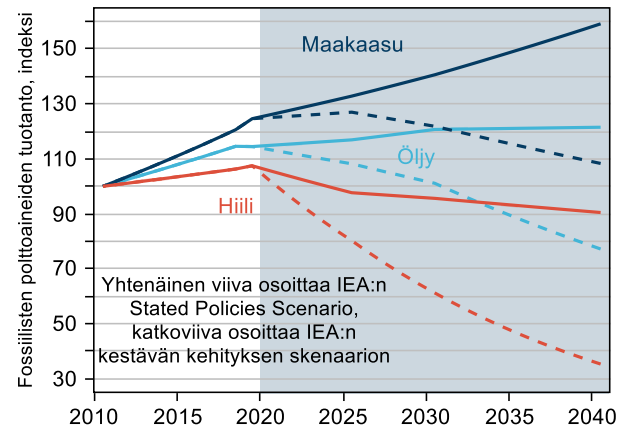
Pariisin ilmastositomuksessa asetetun lämpötilatavoitteen saavuttaminen edellyttää energiasektorin nopeaa uudistamista sekä mittavia muutosinvestointeja, joille riittää enenevissä määrin myös sijoittajien tukea. Myönteinen yleinen mielipide, hallitusten politiikkapäätökset sekä teknologinen kehitys ovat olleet merkittäviä ajureita uusien energiavarojen pääomavirroille. Yleinen tuki uusille ilmastotoimille on vakaata, ja todennäköisesti näemme lisää investointeja ja sijoitusvarojen suuntautumista yrityksiin, jotka tarjoavat ratkaisuja ilmastohaasteeseen. Mutta on myös riski, että energiasektorin muutokset kestävämpään suuntaan aiheuttavat korkeampia energiakustannuksia, mikä voi vähentää ilmastopolitiikan nauttimaa yleistä tukea.

### Vihreä aalto selviää pandemiasta

Kulua tuskin päiviä ilman että jokin maa tai suuryritys ilmoittaa sitoutumista hiilineutraaliuteen muutaman vuosikymmenen kuluessa, ja koronapandemian myötä tämä trendi on vain vahvistunut. Vaikka monet epäilivät, että viime vuoden jyrkän talouspudotuksen myötä lyhyen aikavälin kasvutavoitteet olisivat etusijalla ilmastotavoitteisiin verrattuna, on talouselvytys joissakin paikoin sidottu pitkän aikavälin ilmastotavoitteisiin, kun on pyritty aiempaa kestävämpää talouskasvuun<sup>12</sup>.

Pariisin ilmastositomuksen tavoitteena on rajoittaa maailman keskilämpötilan nousu tällä vuosisadalla selvästi alle kahteen celsiusasteeseen suhteessa esiteolliseen aikaan. Sopimus tuli voimaan vuoden 2016 lopulla, ja sen on allekirjoittanut noin 190 maata. Vaikka Pariisin sopimuksessa ei ole määritelty kehityspolkua lämpötilatavoitteen saavuttamiseksi, on selvää, että sen saavuttaminen edellyttää mittavaa muutosta energiantuotannossa. Yli 70 prosenttia maailman kasvihuonekaasupäästöistä aiheutuu energiasektorista<sup>13</sup>. Kasvihuonekaasupäästöjen nettomääräisen nollakasvun saavuttaminen on valtava haaste, joka edellyttää fossiilisten polttoaineiden käytön laajaa vähentämistä niin sähköntuotannossa kuin liikenteessä.

### Fossiilisten polttoaineiden tuotanto supistuu



Huom: viivat on interpoloitu, mikäli arvoa ei ole vuodelle ollut saatavilla  
Lähteet: Macrobond ja IEA World Energy Outlook 2020

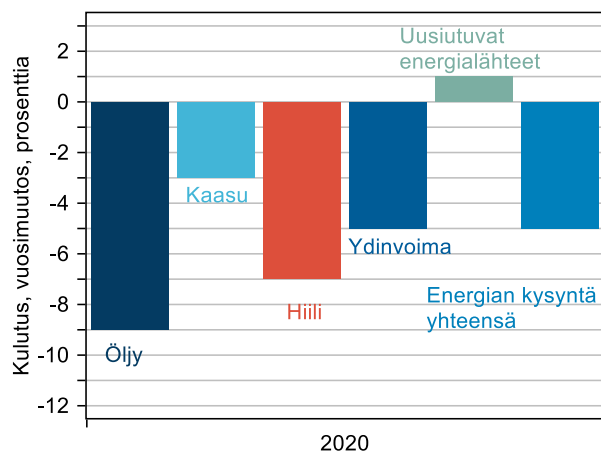
Vaikka tämä haaste on ollut tiedossa monien vuosien ajan, on huomio lisääntynyt viime aikoina, kun maat suunnittelevat kansallisia panostuksiaan vuoden 2030 vähennystavoitteiden saavuttamiseksi. Viime vuonna koettu taantuma johti energiankulutuksen laskuun arviolta noin 5 prosentilla<sup>14</sup>. Energian kulutuksen vähentyminen on kuitenkin rajoittunut uusiutumattomiin energialähteisiin, kun taas uusiutuvan energian kulutus on kasvanut.

<sup>12</sup> Esimerkiksi EU:n elvytyspaketti on sidottu kestävä kehityksen tavoitteisiin

<sup>13</sup> OurWorldinData.org mukaan

<sup>14</sup> IEA World Energy Outlook 2020

## Uusiutuvat energialähteet kasvussa



Lähteet: Macrobond ja IEA World Energy Outlook 2020

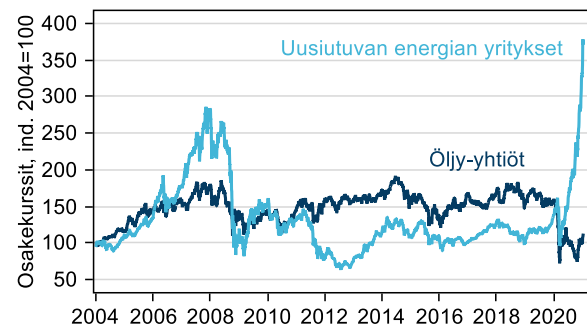
Kansainvälisen energiajärjestön (IEA) mukaan energian kokonaiskulutuksen supistuminen ja siirtyminen uusiutuviin energialähteisiin on johtanut globaalien hiilidioksidipäästöjen vähenemiseen 7 prosentilla vuonna 2020. Suurin osa tästä pudotuksesta on kuitenkin seurausta pandemian aiheuttamista talousaasteista, ja ne ovat todennäköisesti ohimeneviä, kun maailmantalous jälleen elpyy. Pariisin sopimuksen tavoitteiden saavuttamiseksi hallitusten ympäri maailmaa olisi tehostettava siirtymistä fossiilisista polttoaineista vähähiiliseen energiantuotantoon.

### Sijoittajat osoittavat kiinnostusta

Kun hallitukset jatkavat päästötavoitteidensa tiukentamista ja ainakin joissakin maissa säättävät energiamuutoksen nopeuttamiseen tähtääviä lakeja, herättää se myös huomiota sijoittajien keskuudessa. Vaikka ilmastoon liittyvät tavoitteet eivät ole uusia, näyttää sijoittajien kiinnostus vähäpäästöiseen energiaan liittyviin varallisuuskohteisiin muuttuneen selvästi viime vuosina. Osakemarkkinoilla perinteiset öljyn- ja kaasuntuottajat ovat selvästi tunteneet pandemian aiheuttaman energiahintojen laskun. Yleensä fossiilisten polttoaineiden hintojen lasku on johtanut myös vaihtoehtoisen energian yritysten kurssien laskuun. Viime vuosien kehitys näyttää rikkoneen tämän suhteen; vaikka öljy-yhtiöiden osakekurssit ovat laskeneet, ovat vähähiilisten energiayhtiöiden kurssit nousseet huikeasti.

*Sijoittajien varoja suuntautuu runsaasti vihreään energiaan*

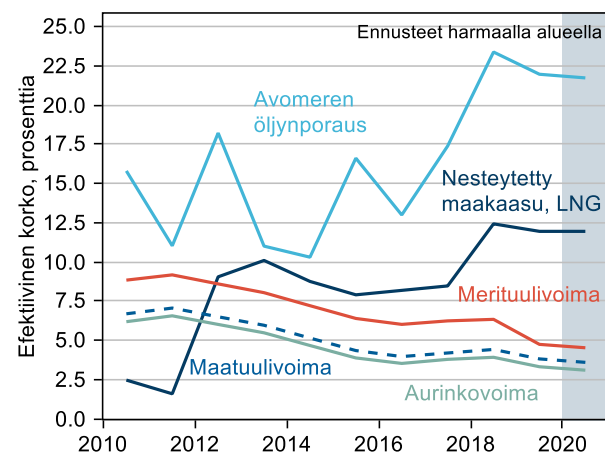
## Uusiutuvan energian yritykset vahvassa nousussa



Huom: Öljy-yhtiöt ovat Eni, Equinor, Total, Chevron, BP ja Exxon Mobil. Indeksi painotetaan markkina-arvolla. Uusiutuvia energia yrityksiä edustaa WilderHill New Energy Global Innovation Index.  
Lähteet: Macrobond ja Bloomberg

Öljy-yhtiöt kohtaavat nyt projekteissaan kasvavia rahoituskustannuksia, mitkä johtuvat niiden osakekurssien laskusta ja kohonneista korkokustannuksista. Mutta uusiutuvan energian hankkeisiin pätee päinvastainen. Sijoittajat ja luotonantajat korostavat sijoituspäätöksissään yhä enemmän ilmastoriskiä. Näihin riskeihin kuuluvat maineeseen liittyvät riskit, mutta myös puhtaasti taloudelliset riskit, jotka liittyvät epävarmuuteen fossiilisten polttoaineiden tulevista hinnoista sekä "hukkavaroihin" liittyvään riskiin, kun energiatuotantoa pyritään muuttamaan sääntelyn avulla vähäpäästöisempään suuntaan.

### Fossiiliprojektien tuottovaatimukset kasvaneet



Lähteet: Macrobond ja Goldman Sachs Global Investment Research

### Väkevät voimat ohjaavat rahavirtoja

Näemme rahoitusmarkkinoiden vihreän trendin johtuvan kolmesta päätekijästä:

- Kansallinen sääntely
- Teknologiset innovaatiot
- Yleinen mielipide

Nämä voimat eivät selvästikään ole riippumattomia toisistaan, vaan pikemminkin vahvistavat toisiaan. Sääntelymuutokset kohti vähähiilistä energiantuotantoa osoittavat maailmanlaajuisia tukea Pariisin sopimukselle. Vaikka politiikkatoimet maailmalla ovat toistaiseksi olleet vielä riittämättömiä lämpötilatavoitteen

saavuttamiseksi, ovat monet maat vahvistaneet lyhemmän ja pidemmän aikavälin päästötavoitteitaan ennen vuonna 2021 järjestettävää YK:n 26. ilmastokokousta. EU:n vihreän kehityksen ohjelma on todennäköisesti ollut merkittävä ajuri investoinneille viime syksystä lähtien. EU on sopimuksessa hahmotellut joukon poliittisia aloitteita, joiden yleisenä tavoitteena on tehdä Euroopasta ilmastoneutraali vuoteen 2050 mennessä.

Vähäpäästöisempään energiatuotantoon tähtäävä sääntely on sisältänyt useita uusiutuvaan energiaan liittyviä taloudellisia tukimekanismeja. Tämä on mahdollistanut tutkimus- ja kehitystyön sekä pilottihankkeet vähähiilisten energiaratkaisujen laajamittaiseen käyttöönottoon. Viime vuosikymmenen aikana sekä tuulivoiman että aurinkoenergian tuotantokustannukset ovat laskeneet huomattavasti. Joissakin paikoin MWh-hinta (hinta megawattitunnilta) on laskenut kilpailevan fossiilisten polttoaineiden energian alle. Tämä kehitys on vaikuttanut rahoitusmarkkinoiden muutokseen, kun kannattavuus ei enää riipu yksinomaan valtion tuesta.

Suuren yleisön tuki ilmastopolitiikalle on lisääntynyt Yhdysvalloissa ja Euroopassa viime vuosikymmenen aikana. Pew Research Centerin tutkimuksessa vuonna 2019 ilmoitti 67 prosenttia aikuisista amerikkalaisista liittovaltion tekevän liian vähän ilmastomuutoksen vaikutusten vähentämiseksi. Lähes 80 prosenttia oli sitä mieltä, että USA:n energiansaannin tärkein prioriteetti on vaihtoehtoisen energian kehittäminen. Vastaavasti Euroopan komission vuonna 2019 teettämän tutkimuksen mukaan 92 prosenttia eurooppalaisista on sitä mieltä, että kasvihuonekaasupäästöjä olisi vähennettävä, jotta EU:sta tulisi ilmastoneutraali vuoteen 2050 mennessä. Yleisestä ilmastotoimien tuesta on täten tullut tärkeä poliittinen kysymys, ja se on osaltaan lisännyt ilmastoon liittyvää sääntelyä. Lisääntynyt ilmastotietoisuus on myös asettanut sijoitusvaroja hallinnoivat salkunhoitajat kasvaneen tarkastelun alle sijoitusvarojen ilmastovaikutusten suhteen. Viime vuosina kampanjat, joilla edistetään fossiilisiin polttoaineisiin liittyvistä sijoituksista luopumista, ovat saaneet vauhtia.

### **Hiilestä irtautuminen aiheuttaa kustannuksia**

Kun suuri yleisö, poliitikot ja sijoittajat näyttävät kaikki kannattavan hiilestä irtautumista, näyttää rahoitusmarkkinoiden vihreä suuntaus melko vakaalta. Jos energiantuotannon tulevaisuus on pelkästään uusiutuvaa energiaa, tarvitaan kuitenkin vielä runsaasti lisäinvestointeja. Vaikka yleinen tuki ilmastopolitiikalle on kehittyneissä maissa korkeaa, näyttää maksuhalukkuus kasvihuonekaasupäästöjen pienentämiseksi olevan melko vähäistä. Esimerkiksi vuoden 2018 lopulla yli kaksi kolmasosaa amerikkalaisista ei halunnut maksaa 10 dollaria kuukaudessa ilmastomuutoksen torjumiseksi<sup>15</sup>.

Tällaiset tulokset viittaavat siihen, että ilmasto-politiikan tukeminen riippuu osittain siitä, että muutoksen kustannukset pysyvät hallinnassa.

On selvää, että energiantuotannon infrastruktuurin uudelleenrakentamiseen liittyy kustannuksia. Uusiutuvien energialähteiden kustannuslisä suhteessa fossiilisiin polttoaineisiin näyttää kuitenkin vähenevän energiayksikköä kohti laskettaessa. Silti tutkimus viittaa uusiutuvien energialähteiden potentiaaliin piilokustannuksiin, joita standardoidut LCOE-laskelmat (levelized cost of energy) eivät huomioi. OECD:n raportissa<sup>16</sup> todettiin, että järjestelmäkustannukset megawattituntia kohti kasvavat sähköverkon uusiutuvien energialähteiden osuuden kasvun mukaisesti. OECD:n tulokset osoittavat, että uusiutuvan energian 75 prosentin osuus koko tuotannosta voi kaksinkertaistaa sähkön hinnan verrattuna perustasoon, jossa uusiutuvien energialähteiden käyttöaste on hyvin pieni. Suurin osa kustannusten noususta johtuu varakapasiteetin tuottamiseen liittyvistä kustannuksista. Useimpien uusiutuviin energialähteisiin liittyvän jaksottaisen luonteen vuoksi muiden energialähteiden on tarjottava varalähde jaksoille, jolloin esimerkiksi aurinko ei paista tai tuuli puhalla. Tämän varalähteen tarjoamisen hinta per kilowattitunti kasvaa samalla kun uusiutuvien energialähteiden osuus järjestelmässä kasvaa.

---

### *Uusiutuvan energian jaksottainen luonne lisää kokonaiskustannuksia*

---

Kun otetaan huomioon energiantuotannon hiilidioksidipäästöjen poistamiseen liittyvät kustannukset, on olemassa riski, että yleinen mielipide saattaa kääntyä sellaista politiikkaa ja politiikkoja vastaan, jotka pyrkiessään edistämään ilmastoratkaisuja lisäävät samalla huomattavasti energiakustannuksia. Nämä kustannukset eivät todennäköisesti ole häiritseviä energiansiirtymän alkuvaiheessa, mutta saattavat aiheuttaa tyytymättömyyttä, kun uusiutuvien energialähteiden osuus energiantuotannossa kasvaa. Jos yleinen ilmapiiri ilmastopolitiikan osalta kärsii, on olemassa riski, että eri maissa politiikat saattavat muuttua. Kun otetaan huomioon uusiutuviin energialähteisiin liittyvät kustannushaasteet, voi tämä johtaa pääomavirtojen kääntymiseen energia-alalla.

### **Vihreän energian hinnoittelu lisää haavoittuvuutta**

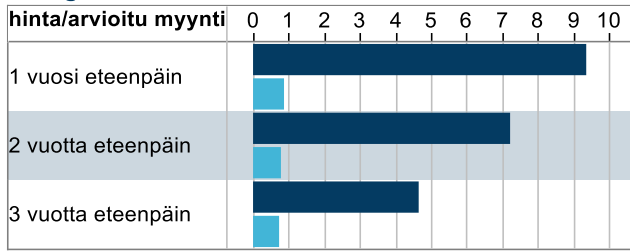
Länsimaissa vallitseva suuntaus näyttää puoltavan lisätoimia ilmaston lämpenemisen ehkäisemiseksi. Pandemia on vahvistanut päättäjien halua elvyttää taloutta siten, että Pariisin sopimuksen lämpötavoitteiden saavuttamiselle asetetaan ainakin jonkin verran painoarvoa.

---

<sup>15</sup> Energy Policy Institute at the University of Chicago kyselyn mukaan

<sup>16</sup> 'The Cost of Decarbonisation: System Costs with High Shares of Nuclear and Renewables', OECD 2019

### Energiaosakkeilla korkeat arvostuskertoimet



■ Nex-indeksi ■ Suuret öljy-yhtiöt

Huom: Suuret öljy-yhtiöt: Eni, Equinor, Total, Chevron, BP ja Exxon Mobil markkina-arvoilla painotettuna.  
Nex-indeksi viittaa WilderHill New Energy Global Innovation -indeksiin.  
Lähteet: Macrobond, Bloomberg ja Handelsbanken

Kun yritämme uudistaa energiantuotantoa hyvin energiapitoisista lähteistä vähempipäästöisiin lähteisiin,

näyttää ilmeiseltä, että järjestelystä aiheutuu merkittäviä kustannuksia. Kohonneet kustannukset voivat uhata nykyistä ilmastopolitiikkaa tukevaa suuntausta. Uuden energian sektorilla toimivat yritykset hinnoitellaan korotetuin arvostuskertoimin, mikä todennäköisesti heijastaa sijoittajien luottamusta niiden pitkän aikavälin tuottomahdollisuuksiinsa. Korkeat arvostuskertoimet lisäävät haavoittuvuutta politiikan tuen ja pääomavirtojen kääntymiselle vastakkaiseen suuntaan. Kuitenkin niin kauan kuin yleinen tuki pysyy tukevasti ilmastotoimien takana, näemme todennäköisesti kasvavia pääomavirtoja niille yrityksille, jotka tarjoavat ratkaisuja tähän ilmastohaasteeseen.

# Keskeiset ennusteet

## Suomen huoltotase, reaalin vuosimuutos, prosenttia

|                    | Arvo vuonna<br>2019 (mrd €) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-----------------------------|------|-------|-------|-------|
| BKT                | 240,6                       | 1,1  | -3,1  | 2,5   | 2,3   |
| Kulutus            | 181,7                       | 0,9  | -2,3  | 2,5   | 1,6   |
| Yksityinen kulutus | 126,0                       | 0,8  | -3,7  | 2,5   | 2,0   |
| Julkinen kulutus   | 55,6                        | 1,1  | 1,0   | 2,5   | 1,0   |
| Investoinnit       | 57,4                        | -1,0 | -2,0  | 0,7   | 1,6   |
| Vienti             | 96,7                        | 7,7  | -9,5  | 6,0   | 4,0   |
| Tuonti             | 95,9                        | 3,3  | -7,1  | 4,5   | 2,5   |

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

|                                             | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Ansiotasoindeksi                            | 2,1  | 1,7   | 2,3   | 2,0   |
| Kuluttajahintaindeksi                       | 1,0  | 0,3   | 0,9   | 1,3   |
| Työttömyysaste, %:a työvoimasta             | 6,7  | 7,7   | 7,5   | 7,2   |
| Teollisuustuotanto                          | 2,0  | -3,1  | 3,0   | 2,0   |
| Vaihtotase, mrd EUR                         | -0,5 | -1,0  | -0,7  | 0,8   |
| Vaihtotase, %:a BKT:sta                     | -0,2 | -0,4  | -0,3  | 0,3   |
| Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä, %:a BKT:sta | -1,0 | -5,3  | -4,5  | -2,4  |
| EMU-velka, %:a BKT:sta                      | 59,3 | 68,4  | 70,3  | 70,0  |

## Valuutta- ja korkoennusteet, ennusteet periodin lopulle

|                                   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| EKP talletuskorko                 | -0,50  | -0,50  | -0,50  | -0,50  |
| Federal funds, USA                | 1,625  | 0,125  | 0,125  | 0,125  |
| Repo-korko rate, Ruotsi           | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| 10 vuoden obligaatiokorko, Saksa  | -0,21  | -0,56  | -0,30  | 0,00   |
| 10 vuoden obligaatiokorko, USA    | 1,92   | 0,93   | 1,60   | 1,75   |
| 10 vuoden obligaatiokorko, Ruotsi | 0,14   | 0,03   | 0,25   | 0,50   |
| 10 vuoden obligaatiokorko, Suomi  | 0,05   | -0,40  | -0,10  | 0,20   |
| korkoero Saksaan, korkopistettä   | 26     | 16     | 20     | 20     |
| EURUSD                            | 1,12   | 1,22   | 1,18   | 1,18   |
| USDJPY                            | 108,68 | 103,22 | 108,00 | 109,00 |
| EURGBP                            | 0,85   | 0,90   | 0,86   | 0,86   |
| EURSEK                            | 10,43  | 10,04  | 9,95   | 9,80   |

Lähde: Handelsbanken

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

|               | 2019 | 2020E |      | 2021E |     | 2022E |     |
|---------------|------|-------|------|-------|-----|-------|-----|
| USA           | 2,2  | -3,6  | -4,0 | 4,1   | 3,8 | 3,6   | 2,9 |
| Euroalue      | 1,3  | -7,2  | -8,4 | 4,0   | 4,4 | 4,3   | 2,4 |
| Kiina         | 6,1  | 2,4   | 2,8  | 8,2   | 8,0 | 5,3   | 5,0 |
| Iso-Britannia | 1,7  | -10,1 | -8,6 | 5,8   | 3,9 | 4,4   | 1,7 |
| Alankomaat    | 1,6  | -4,2  | -4,5 | 3,0   | 4,0 | 3,6   | 2,1 |
| <br>          |      |       |      |       |     |       |     |
| Ruotsi        | 1,4  | -3,1  | -3,4 | 2,7   | 4,0 | 4,1   | 2,7 |
| Tanska        | 2,8  | -3,8  | -4,4 | 1,3   | 2,2 | 4,0   | 2,8 |
| Suomi         | 1,1  | -3,1  | -3,5 | 2,5   | 2,5 | 2,3   | 1,7 |
| Norja         | 2,3  | -3,4  | -3,5 | 3,7   | 3,6 | 2,8   | 2,0 |
| <br>          |      |       |      |       |     |       |     |
| <b>Mailma</b> | 2,8  | -4,1  | -4,1 | 4,9   | 5,1 | 4,1   | 3,5 |

Lähde: Handelsbanken

# Tutkimuksen vastuuvapauslauseke

## Varoitus riskistä

Kaikkiin sijoituksiin liittyy riskejä. Sijoittajia kehoitetaan tekemään oma päätöksensä siitä, kuinka tarkoituksenmukaista on sijoittaa tässä raportissa viitattuihin arvopapereihin. Päätöksen tulee perustua sijoittajien omiin sijoitustavoitteisiin, taloudelliseen tilaan ja riskinsietokykyyn. Rahoitusvälineen aiempi tuotto ei takaa tulevia tuottoja. Rahoitusvälineiden arvo voi nousta tai laskea, eikä kaiken sijoitetun pääoman takaisin saaminen ole varmaa.

## Tutkimuksen vastuuvapauslausekkeet

Handelsbanken Capital Markets, joka on Svenska Handelsbanken AB (publ):n (jäljempänä "SHB") yksikkö, vastaa tutkimusraporttien laatimisesta. SHB:n valvova viranomainen on Ruotsissa Ruotsin Finanssivalvonta, jonka lisäksi paikallinen viranomainen Norjassa Norjan Finanssivalvonta, Suomessa Suomen Finanssivalvonta ja Tanskassa Tanskan Finanssivalvonta voi antaa paikallisia ohjeita. Kaikki tutkimusraportit laaditaan kauppa- ja tilastopalveluiden sekä muiden SHB:n luotettavina pitämien tietojen pohjalta. SHB ei ole erikseen tarkistanut tietoja eikä takaa, että sellaiset tiedot ovat totia, tarkkoja tai täydellisiä.

SHB tai mikään sen tytäryhtiöistä tai kukaan sen toimihenkilöistä, johtajista tai työntekijöistä ei ole missään tilanteessa korvausvelvollinen kenellekään henkilölle mistään välittömistä tai välillisistä vahingoista, jotka aiheutuvat tutkimusraporttien sisältämien tietojen käytöstä, mukaan lukien muun muassa tuottojen menetys vaikka SHB:lle nimenomaan on annettu tiedoksi tällaisten vahinkojen mahdollisuus tai todennäköisyys

SHB:n tutkimusraporttien sisältämät näkemykset ovat SHB:n ja sen tytäryhtiöiden työntekijöiden mielipiteitä. Ne kuvastavat kunkin analyytikon henkilökohtaista näkemystä tällä hetkellä ja voivat muuttua. Ei ole olemassa takuita siitä, että tulevat tapahtumat ovat yhteneväiset näiden näkemysten kanssa. Jokainen raportissa nimetty analyytikko vakuuttaa myös, että näkemykset, jotka tässä esitetään ja jotka kuuluvat analyytikolle, kuvastavat tarkoin hänen henkilökohtaisia käsityksiään niistä yrityksistä tai arvopapereista, jotka tutkimusraportissa mainitaan.

SHB laatii tutkimusraportit vain tiedottavassa tarkoituksessa. Tutkimusraporttien sisältämää tietoa ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena tai yksilöitynä sijoitusneuvona eikä sellaisia raportteja tai mielipiteitä saa pitää investointien tai strategisten päätösten tekemisen perustana. Tämä asiakirja ei myöskään ole itsessään tarjous ostaa tai myydä arvopapereita eikä osa tällaista tarjousta eikä kehoitus tehdä arvopapereiden myyntiä tai ostoa koskeva tarjous. Asiakirjaa ei myöskään, kokonaan tai osittain, tule käyttää pohjana mahdolliselle sopimukselle tai muulle sitoumukselle eikä sitä tule käyttää tällaisen sopimuksen tai sitoumuksen yhteydessä. Aiempi tuotto ei välttämättä toistu eikä sitä tule pitää merkinä tulevista tuotoista. Sijoitusten arvo ja niistä saatava tuotto saattaa laskea tai nousta ja sijoittajat saattavat menettää kaiken alun perin sijoittamansa pääoman. Sijoittajille ei anneta takuuta voiton tekemisestä sijoituksilla, ja he voivat menettää rahaa. Vaihtokurssien vuoksi ulkomaille tehtyjen investointien arvo ja niistä saatava tuotto voi nousta tai laskea. Tätä tutkimustuotetta päivitetään säännöllisesti.

Mitään SHB:n tutkimusraporttien osaa ei saa jäljentää tai jakaa kenellekään muulle henkilölle ilman SHB:n etukäteen antamaa kirjallista lupaa. Laki saattaa rajoittaa tämän asiakirjan jakamista tietyillä lainkäyttöalueilla. Henkilöt, joiden haltuun tämä asiakirja tulee, tulisi ottaa selvää sellaisista rajoituksista ja noudattaa niitä.

Raportti ei kata oikeudellisia tai verotuksellisia näkökohtia, jotka liittyvät osakkeita liikkeelle laskevan tahon suunniteltuihin tai olemassa oleviin velkaemissioihin.

## Huomaa seuraavat tärkeät tutkimusta koskevat tiedonannot:

SHB:n työntekijät, analyytikot mukaan lukien, saavat korvausta, jonka perustana on yrityksen kokonaiskannattavuus. Analyytikoille suoritettava korvaus ei perustu yksittäisiin corporate finance- tai joukkovelkakirjamarkkinapalveluihin. Mitään osaa analyytikkojen korvauksesta ei ole kytketty tai tulla kytkemään suoraan tai epäsuorasti tutkimusraporteissa ilmaistaviin yksittäisiin suosituksiin tai käsityksiin.

.

SHB ja/tai sen tytäryhtiöt saattavat tarjota investointipankkipalveluita ja muita palveluita, mukaan lukien corporate finance palveluita ja arvopaperineuvontaa mille tahansa tutkimuksessamme mainitulle yritykselle.

Voimme toimia neuvonantajana ja/tai välittäjänä niille yrityksille, jotka analyysissämme mainitaan. SHB voi myös tavoitella corporate finance -toimeksiantoja näistä yrityksistä.

Käymme omissa nimissämme asiakkaiden kanssa arvopaperikauppaa niillä arvopapereilla, jotka mainitaan analyysissämme. Siksi meillä voi eri ajankohtina olla joko pitkä tai lyhyt positio tällaisissa arvopapereissa. Voimme myös toimia arvopapereiden markkinatakaajana kaikkien niiden yritysten osalta, jotka mainitaan analyysiraporteissamme. [Lisätietoa ja -selvityksiä on saatavilla analyysiraporteissamme.]

SHB tai sen tytäryhtiöt, niiden asiakkaat, toimihenkilöt, johtajat tai työntekijät saattavat omistaa tai niillä saattaa olla positiot tutkimusraporteissa mainituissa arvopapereissa.

Yhdessä rahoitusvälineisiin liittyvien palveluiden kanssa pankki saattaa tietyissä olosuhteissa saada tai maksaa kannustimia, ts. palkkioita ja provisioita muilta osapuolilta kuin asiakkaalta tai vastaanottaen sellaisia näiltä tahoilta. Kannustimet voivat olla sekä rahallisia että ei-rahallisia etuja. Jos kolmannelle osapuolelle maksetaan kannustimia tai siltä saadaan kannustimia, maksun tulee pyrkiä parantamaan palvelun laatua, eikä maksu saa estää pankkia turvaamasta asiakkaan etuja. Asiakkaalle on ilmoitettava tällaisesta pankin saamasta korvauksesta. Kun pankki tarjoaa sijoitustutkimusta, pankki saa vähäisiä ei-rahallisia etuja. Vähäiset ei-rahalliset edut koostuvat seuraavista:

- Yleisluontoinen tieto tai asiakirja rahoitusvälineestä tai sijoituspalvelusta.
- Kolmannen osapuolen, joka on liikkeelle laskija, tuottama kirjallinen materiaali uuden annin markkinoinniseksi.
- Osallistuminen tiettyyn rahoitusvälineeseen tai sijoituspalveluun liittyviin konferensseihin ja seminaareihin
- Vieraanvaraisuus kohtuulliseen määrään asti.

Pankilla on käytössään tutkimusta koskeva ohjeistus, jonka tarkoitus on varmistaa tutkimusanalyttikoiden ja tutkimusosaston loukkaamattomuus ja riippumattomuus sekä tunnistaa todelliset ja mahdolliset eturistiriidat, jotka koskevat analyttikoita tai pankkia sekä ratkaista sellaiset ristiriidat poistamalla ne tai vähentämällä niitä ja/tai soveltuvin osin julkistaa ne. Osana eturistiriitojen hallintaansa pankki on ottanut käyttöön rajoituksia ("tietosulkuja") tutkimusosaston ja pankin muiden osastojen välillä. Lisäksi pankin organisaatorakenteessa tutkimusosasto pidetään erillään corporate finance-osastosta ja muista samanlaisten vastuualueiden osastoista. Tutkimusta koskeva ohjeistus sisältää sääntöjä siitä, miten analyttikoille saa maksaa korvauksia, bonuksia ja palkkaa, millaisiin markkinointiaktiviteetteihin analyttikko saa osallistua, miten analyttikon tulee hoitaa omat ja lähipiirinsä arvopaperikaupat jne. Lisäksi analyttikon ja analyysin kohteena olevan yhtiön välistä viestintää on rajoitettu. Handelsbanken konsernin eettisen ohjeistuksen mukaisesti pankin hallituksen ja kaikkien työntekijöiden on noudatettava korkeita eettisiä periaatteita omassa toiminnassaan pankin sisällä ja muita toimeksiantoja hoitaessaan. Katso pankin eettinen ohjeistus osoitteessa [www.handelsbanken.com](http://www.handelsbanken.com) ja valitse About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy for ethical standards in the Handelsbanken Group. Handelsbankenilla on nollatoleranssi lahjontaa ja korruptiota kohtaan. Se on määritetty pankin lahjontaa ja korruptiota koskevassa konsernin periaatteissa. Lahjontakielto sisältää myös työntekijän perheelle, ystäville, kumppaneille tai tuttaville tarkoitettujen lahjusten pyytämisen, järjestämisen tai hyväksymisen. Katso pankin korruption vastainen periaate pankin verkkosivuilta osoitteesta [www.handelsbanken.com](http://www.handelsbanken.com) ja napsauta About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy against corruption in the Handelsbanken Group.

### **Jakaminen Yhdistyneessä kuningaskunnassa**

SHB jakaa tutkimusraporteja Yhdistyneessä kuningaskunnassa.

SHB toimii Ruotsin Finanssivalvonnan (Finansinspektionen) ja Yhdistyneen kuningaskunnan rahoitusvakauden valvontaviranomaisen (Prudential Regulation Authority) antaman luvan puitteissa ja Yhdistyneen kuningaskunnan Finanssivalvonnan (Financial Conduct Authority) ja rahoitusvakauden valvontaviranomaisen rajoitetun sääntelyn alaisena. Tiedot Yhdistyneen kuningaskunnan rahoitusvakauden valvontaviranomaisen valtuutuksen ja sääntelyn laajuudesta ja Finanssivalvonnan sääntelyn laajuudesta ovat saatavana pyynnöstä.

Yhdistyneessä kuningaskunnassa olevien asiakkaiden tulee huomata, että sijoitusliiketoiminnalle laaditun Yhdistyneen kuningaskunnan rahoituspalveluiden korvausjärjestelmän (Financial Services Compensation Scheme) tai Finanssivalvonnan säännöt, jotka on laadittu yksityisasiakkaiden suojaamiseksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa vuonna 2000 rahoituspalveluista ja -markkinoista annetun lain (Financial Services and Markets Act) (sellaisena kuin se on muutettuna) mukaan, eivät koske tätä tutkimusraporttia ja sen mukaisesti kyseinen järjestelmä ei suojaa Yhdistyneessä kuningaskunnassa olevia asiakkaita.

Tätä asiakirjaa saa jakaa Yhdistyneessä kuningaskunnassa vain henkilöille, jotka ovat valtuutettuja tai vapautettuja henkilöitä vuonna 2000 rahoituspalveluista ja -markkinoista annetun lain (Financial Services and Markets Act) (sellaisena kuin se on muutettuna) (tai sen nojalla annetun määräyksen) merkityksessä tai (i) henkilöille, joilla on ammattimaista kokemusta vuonna 2000 rahoituspalveluista ja -markkinoista annetun lain (Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)) vuoden 2005 määräyksen (Order 2005) ("Määräys") artiklan 19(5) piiriin kuuluvista investoinneista, (ii) Määräyksen artiklan 49(2)(a)–(d) piiriin kuuluville yhteisöille, joilla on korkea varallisuusasema, tai (iii) henkilöille, jotka ovat Yhdistyneen kuningaskunnan Finanssivalvonnan Conduct of Business Sourcebookin luvun 3 mukaisia ammattimaisia asiakkaita (kaikkia sellaisia henkilöitä kutsutaan yhteisnimityksellä "Asiaankuuluvat henkilöt").

## **Jakaminen Yhdysvalloissa**

### **Tärkeitä kolmannen osapuolen tutkimusilmoituksia:**

SHB:n tutkimus ei ole "globaalisti tuotteistettu" tutkimus, ja kaikille SHB:n tutkimuksen vastaanottajille kerrotaan, että Yhdysvalloissa SHB:n tutkimusta jakaa Handelsbanken Markets Securities, Inc. ("HMSI"), joka on SHB:n tytäryhtiö. HMSI ei tuota tutkimusta eikä työllistä tutkimusanalytikoita. SHB:n tutkimus ja SHB:n tutkimusanalytikot ja työntekijät eivät ole FINRAn tutkimusanalytikkosääntöjen alaisia. Nämä säännöt on tarkoitettu ehkäisemään eturistiriitoja muun muassa kieltämällä tiettyjä korvauskäytäntöjä, rajoittamalla analyttikoiden käymää kauppaa ja rajoittamalla viestintää tutkimusraportin kohteena olevien yritysten kanssa. SHB:lla ei ole kytköstä, liiketoimintaa tai sopimussuhdetta HMSI:n kanssa, joka todennäköisesti antaisi tietoa SHB:n tutkimusraporttien sisällöstä. SHB tekee kaikki tutkimussisältöä koskevat päätökset ilman HMSI:n panosta.

SHB:n tutkimusraportit on tarkoitettu jaettavaksi Yhdysvalloissa ainoastaan "suurille yhdysvaltalaisille institutionaalisille sijoittajille" vuoden 1934 arvopaperimarkkinalain (Securities Exchange Act) säännössä 15a-6 (Rule 15a-6) määritetyllä tavalla. Jokainen suuri yhdysvaltalainen suursijoittaja, joka saa kopion tutkimusraportista, ilmaisee ja hyväksyy vastaanottamalla tutkimusraportin kopion, ettei se jaa tai toimita tutkimusraportteja kenellekään muulle henkilölle.

Kaikki yhdysvaltalaiset henkilöt, jotka saavat SHB:n tutkimusraportteja ja haluavat suorittaa transaktioita tutkimusraporteissa käsitellyillä osakkeilla, tulee soittaa tai kirjoittaa HMSI:lle. HMSI on FINRAn jäsen; puhelinnumero +1-212-326-5153.

# Macro Research and Trading Strategy

## Macro Research

|                  |                                            |                  |                         |                               |                  |
|------------------|--------------------------------------------|------------------|-------------------------|-------------------------------|------------------|
| Lena Fahlén      | Head of Global Research                    | +46 8 701 83 29  | <b>Denmark</b>          |                               |                  |
| Christina Nyman  | Head of Macro Research and Chief Economist | +46 8 701 51 58  | Jes Asmussen            | Head, Macro Research, Denmark | +45 46 79 12 03  |
|                  |                                            |                  | Rasmus Gudum-Sessingø   | Senior Economist, Denmark     | +45 46 79 16 19  |
| <b>Web</b>       |                                            |                  | <b>Norway</b>           |                               |                  |
| Terese Loon      |                                            | +46 8 701 28 72  | Kari Due-Andresen       | Head, Macro Research, Norway  | +47 22 39 70 07  |
|                  |                                            |                  | Nils Kristian Knudsen   | Senior Strategist FX/FI       | +47 22 82 30 10  |
| <b>Sweden</b>    |                                            |                  | Marius Gonsholt Hov     | Senior Economist, Norway      | +47 22 39 73 40  |
| Helena Bornevall | Senior Economist, Sweden                   | +46 8 701 1859   | Halfdan Grangård        | Senior Economist, Norway      | +47 22 39 71 81  |
| Johan Löf        | Senior Economist, Sweden                   | +46 8 701 5093   |                         |                               |                  |
| Anders Bergvall  | Senior Economist, Sweden                   | +46 8 701 8378   | <b>UK</b>               |                               |                  |
|                  |                                            |                  | James Sproule           | Chief Economist, UK           | +44 7812 4861 87 |
| Erik Meyersson   | Senior Economist, Eurozone                 | +46 8 701 1412   | <b>Trading Strategy</b> |                               |                  |
| Johanna Högfeldt | Senior Economist, US                       | +46 8 701 1711   | Claes Måhlén            | Chief Strategist              | +46 8 463 45 35  |
|                  |                                            |                  | Nils Kristian Knudsen   | Senior Strategist FX/FI       | +47 22 82 30 10  |
| <b>Finland</b>   |                                            |                  | Lars Henriksson         | Senior Strategist FX          | +46 8 463 45 18  |
| Timo Hirvonen    | Chief Economist, Finland                   | +358 10 444 2404 | Kiran Sakira            | Senior Strategist FX          | +46 8 701 46 14  |
| Janne Ronkanen   | Senior Economist, Finland                  | +358 10 444 2403 | Johanna Högfeldt        | Fixed Income Strategist       | +46 8 701 17 11  |

## Debt Capital Markets

|                |                                                 |                 |
|----------------|-------------------------------------------------|-----------------|
| Tony Lindlöf   | Head of Debt Capital Markets                    | +46 8 701 25 10 |
| Per Eldestrand | Head of Debt Capital Markets Sweden             | +46 8 701 22 03 |
| Måns Niklasson | Head of Corporate Loans and Acquisition Finance | +46 8 701 52 84 |
| Thomas Grandin | Head of Corporate Bonds                         | +46 8 463 45 83 |

## Sales

### Fixed Income Sales

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| Henrik Franzén | +46 8 701 11 41 |
|----------------|-----------------|

### Corporate Sales

|                |                  |
|----------------|------------------|
| Bo Fredriksson | +46 8 701 345 31 |
|----------------|------------------|

### FX Sales

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| Linnea Lindström | +46 8 463 48 97 |
|------------------|-----------------|

### Syndication

|                |                  |
|----------------|------------------|
| Thomas Grandin | +46 8 701 345 83 |
|----------------|------------------|

## Regional sales

### Amsterdam

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| Annelies Pruik | +31 204 127 668 |
|----------------|-----------------|

### Copenhagen

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| Kristian Nielsen | +45 46 79 12 69 |
|------------------|-----------------|

### Gothenburg

|                    |                  |
|--------------------|------------------|
| Björn Torsteinsrud | +46 31 774 83 39 |
|--------------------|------------------|

### Gävle

|             |                |
|-------------|----------------|
| Petter Holm | +46 26 172 103 |
|-------------|----------------|

### Helsinki

|              |                   |
|--------------|-------------------|
| Mika Rämänen | +358 10 444 62 20 |
|--------------|-------------------|

### Linköping

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| Fredrik Lundgren | +46 13 28 91 10 |
|------------------|-----------------|

### London

|              |                   |
|--------------|-------------------|
| Chris Yoxall | +44 207 578 86 20 |
|--------------|-------------------|

### Luleå/Umeå

|             |                |
|-------------|----------------|
| Ove Larsson | +46 90 154 719 |
|-------------|----------------|

### Malmö

|                  |                |
|------------------|----------------|
| Fredrik Lundgren | +46 40 243 900 |
|------------------|----------------|

### 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

Itämerenkatu 11-13  
FI-00180 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

**Handelsbanken Plc**  
3 Thomas More Square  
London GB-E1W 1WY  
Tel. +44 207 578 8000  
Fax. +44 207 578 8300

#### New York

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