

Talvi tuo taantuman

Korkojen nousun loppu häämöttää 2023

- Maailmantalouden näkymä synkistyi vähitellen vuoden 2022 edetessä. Inflaatio, korkojen nousu, geopoliittiset jännitteet ja yleinen epävarmuus rasittavat sekä yrityksiä että kuluttajia. Taantuman uhka kolkuttaa oveilla monissa maissa. Odotamme euroalueen luisuvan taantumaan talvella, kun energia kallistuu. Yhdysvalloissa korkojen nousu jarruttaa taloutta.
- Avoimia työpaikkoja on edelleen runsaasti, ja työmarkkinat ovat kireät useissa maissa. Etenkin Yhdysvalloissa palkat nousevat nopeasti, mikä ylläpitää inflaatiopaineita. Hyvä työmarkkinatilanne tuo toisaalta vakautta.
- Yhdysvaltojen ja Euroopan keskuspankit nostavat ohjauskorkoja vielä 2023 alussa, mutta taantuma hillitsee keskuspankkeja vuoden 2023 edetessä. Odotamme ohjauskorkojen kääntyvän laskuun vuonna 2024.
- Venäjän kaupan romahdus, globaalin talouskasvun hiipuminen, korkea inflaatio, nousevat korot ja yleinen epävarmuus painavat Suomen taloutta. Pääskenaariossa odotamme bruttokansantuotteen nousevan 1,8 prosenttia tänä vuonna (syyskuun ennuste oli 2,0 %) ja supistuvan 0,7 prosenttia vuonna 2023, minkä jälkeen kasvu pysyy hitaana.
- Työllisyystilanne heikkenee hieman. Avoimia työpaikkoja on yhä runsaasti, ja pula osaavasta työvoimasta vaivaa monia aloja, mutta kaikki työttömäksi joutuvat eivät työllisty heti uusiin tehtäviin. Työmarkkinoiden kireys toimii puskurina heikkenevässä suhdannetilanteessa. Palkat nousevat hiukan aiempaa nopeammin. Työeläkkeet nousevat yli 6 prosenttia 2023.
- Asuntokauppojen lukumäärä vähenee, ja hinnat laskevat hieman. Asuntotuotanto vähentyy selvästi vuonna 2023.
- Valtio ottaa lisävelkaa energiakriisin hoidon ja maanpuolustukseen tarvittavien panostusten vuoksi. Velkasuhde kääntyy jälleen nousuun.

SUOMI	Nykyinen ennuste				Vanha ennuste	
	2021	2022	2023	2024	2022	2023
BKT, volyymi, %	3,0	1,8	-0,7	0,5	2,0	-0,2
Työttömyysaste, %	7,7	6,8	7,3	7,2	6,8	7,3
Inflaatio, %	2,3	7,2	4,8	2,2	6,6	3,7
Ansiotaso, %	2,2	2,6	4,0	3,5	2,6	3,5
Asuntojen hinnat, %	3,7	1,0	-4,0	3,0	1,5	-1,0
Vaihtotase / BKT, %	0,9	-3,3	-2,7	-2,1	-2,6	-1,4
Julkinen velka/BKT, %	72,3	70,7	71,0	71,7	70,6	71,3

Pääekonomisti
Pasi Kuoppamäki
010 5467715
pasi.kuoppamaki@danskebank.fi

Analyytikko
Antti Ilvonen
044 518 0297
antti.ilvonen@danskebank.com

Keskuspankit puun ja kuoren välissä

Keskuspankit pyrkivät estämään toisaalta inflaation pitkittymisen ja toisaalta välttämään liiallisen syvän taantuman koronnostojen seurauksena. Euroalueella talous on taantuman partaalla energiakriisin myötä koronnostoista riippumatta, mutta niillä on merkittävä vaikutus taantuman syvyyteen ja kestoon vuosina 2023–2024. Yhdysvalloissa maltillinen taantuma on käytännössä osa keskuspankin suunnitelmaa inflaation hillitsemiseksi.

Koronnostot jatkuvat, sillä inflaation pitkittyminen on keskuspankin kannalta taantumaakin haastavampi skenaario. Keskuspankit voivat tarvittaessa kääntää rahapolitiikkaansa nopeastikin elvyttävämpään suuntaan, mikäli talous vaipuu taantumaan, mutta inflaatio saadaan samalla tasaantumaan. Hitaan talouskasvun, kohoavan työttömyyden, jo valmiiksi korkeiden korkojen ja silti sitkeästi nopeana pysyttelevän inflaation yhdistelmä olisi keskuspankille kaikista vaikein.

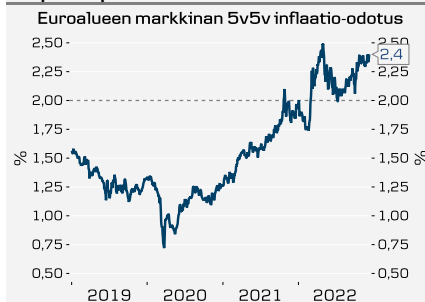
Inflaatio on luonteeltaan itseään ruokkiva ilmiö. Kuluttajat tottuvat hiljalleen hintojen nopeampaan nousuun, ja odotus inflaation jatkumisesta näkyy entistä korkeampina palkkavaateina. Yritysten on puolestaan kompensoitava nousevia työvoimakustannuksia nostamalla myyntihintoja entisestään. Ilmiöstä on nähtävillä merkkejä jo nyt: markkinoiden hinnoittelu euroalueen 5–10 v keski-inflaatio on kuluvana vuonna ollut keskimäärin lähes prosenttiyksikön korkeammalla kuin ennen pandemiaa vuonna 2019. Yhdysvalloissa Michiganin yliopiston laajalti seurattu kuluttajatutkimus kertoi kuluttajien viiden vuoden inflaatio-odotusten olleen joulukuussa 0,8 %-yksikköä korkeammalla kuin kolme vuotta aikaisemmin. Erot vaikuttavat maltillisilta nykyiseen 10 % inflaatiotahtiin verrattuna, mutta keskuspankkien 2 % inflaatiotavoitteeseen suhteutettuna muutos on huomattava.

Keskuspankit eivät kykene toimillaan vaikuttamaan lyhyen aikavälin inflaatioaihteluihin. Merkittävä osuus kuluvan vuoden inflaatiosta olisi nähty, vaikka rahapolitiikan kiristys olisi aloitettu jo aikaisemmassa vaiheessa. Inflaatio-odotukset eivät ole vielä hälyttävän korkealla varsinkaan euroalueella, missä lähtötaso oli monin paikoin liiankin matala. Niissä nähty muutos haastaa silti keskuspankkien uskottavuuden juuri keskipitkällä aikavälillä, jolla rahapolitiikan tulisi kyetä pitämään hintakehitys vakaana.

Muutos näkyy myös palkkakehityksessä. Nimellinen vuotuinen palkkainflaatio on Yhdysvalloissa asettunut 5 % tuntumaan, kun vielä ennen pandemiaa tahti oli noin 3 %. Euroalueella palkat ovat nousseet maltillisemmin, mutta sentimentin muutos on näkynyt entistä useammin muun muassa lakkoiluna, kiusallisesti jopa *EKP:ssa saakka*. Pandemia-ajalta sukanvarteen jääneet säästöt ovat suojanneet kuluttajia reaalipalkkojen pudotukselta, mutta vaikutus on todennäköisesti hävennyt selvästi loppuvuotta kohden. Kylmän talvisään kohottamat energian hinnat tekevät tilanteesta entistäkin tukalamman.

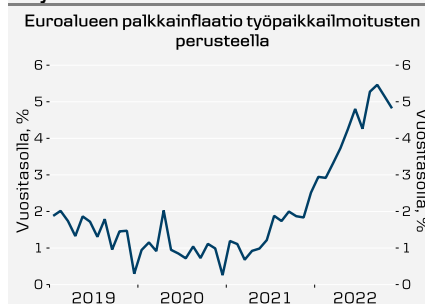
Tilanne heijastuu myös itse inflaatiolukuihin. Siinä missä aiemmin valtaosa hintojen nopeasta noususta linkittyi raaka-aineiden hintojen kohoamiseen ja tuotantoketjuongelmiin, on tämän päivän inflaatio laaja-alainen ilmiö, joka näkyy lähes kaikkien tuotteiden ja palveluiden hinnoissa. Erityisesti palvelusektorin rooli inflaatioajurina on korostunut, ja juuri palvelut ovat historiallisesti määrittäneet inflaation trenditasoa pidemmällä aikavälillä. Varsinkin Yhdysvalloissa yritykset raportoivat kustannusten jatkavan nousuaan selvästi totuttua nopeammin, vaikka esimerkiksi öljyn ja metallien hinnat sekä rahtikustannukset ovat kääntyneet laskuun jo kuukausia sitten.

Markkina näkee inflaation pysyttelevän keskuspankin tavoitetta nopeampana



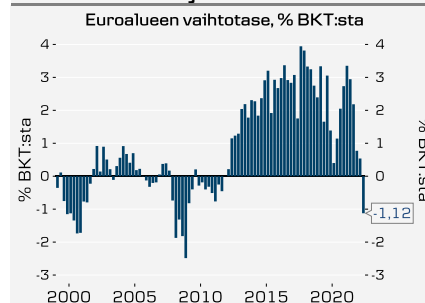
Lähde: Refinitiv. Markkinan hinnoittelu vuoden keski-inflaatio 5-10v tulevaisuudessa

Palkkasvu vaikuttaa kiihtyneen myös euroalueella



Lähde: Macrobond, Indeed Hiring Lab, Irlannin keskuspankki

Energiakriisi on painanut euroalueen vaihtotaseen alijäämäiseksi



Lähde: Macrobond, OECD

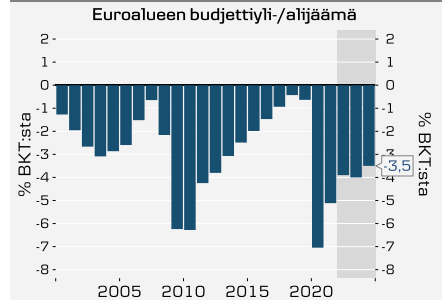
Raha- ja finanssipolitiikan koordinaatio korostuu 2023

Myös poliitikot ovat nykytilanteessa vaikeassa asemassa. Pandemiavuosien elvytyksen kerryttämä velka ja nopeasti kohonneet rahoituskustannukset lisäävät julkisen talouden sopeutuspainetta. Samaan aikaan kuluttajien ahdinko edellyttäisi uusia tukitoimia varsinkin heikoimmassa asemassa olevien auttamiseksi.

Inflaationäkökulmasta kokonaiskysyntää elvyttävät tukitoimet ovat kuitenkin haastavia, koska ne saattavat pahimmillaan pakottaa keskuspankit entistäkin rajumpiin koronnostoihin. Nopeat elvytystoimet voivat tukea talouskehitystä esimerkiksi talven vaikeimpien kuukausien ylitse, mutta koska rahapolitiikan kiristyksen vaikutukset tunnetaan reaalityössä pitkällä viiveellä, saattaa lopputulemana olla entistäkin pitkäkestoisempi taantuma.

Julkisen talouden alijäämät jäävät 2023 pandemiavuosien 2020–2021 tasoa maltillisemmiksi niin Suomessa, laajemmin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin. Finanssipolitiikan viritys asettuu silti varsinkin euroalueella yhä selvästi pandemiaa edeltäneitä vuosia elvyttävämmäksi. EU kevensi velkaantumista rajoittavaa sääntelyään pandemian aikana, ja poikkeukset jatkuvat vielä ensi vuonna.

Velkaantuminen jatkuu vielä lähivuosina



Lähde: Macrobond, Euroopan komission arvio

Yhdysvallat seuraa euroaluetta taantumaan alkuvuodesta 2023

Yhdysvaltojen talouskehitys on hiipunut selvästi vuoden loppua kohden. Erityisesti teollisuuden, tuonnin, tavaroiden kulutuksen ja investointien indikaattorit ovat lähellä taantumatasoja jo nyt. Palvelusektori on kuitenkin pysytellyt verrattain vahvassa vireessä nopeasta inflaatiosta ja korkojen noususta huolimatta.

Yhdysvaltojen BKT kasvoi pirteät 0,7 % 3. neljänneksellä alkuvuoden teknisen taantumän jälkeen. Korkeaa kasvulukua selitti kuitenkin nettoviennin vahvasti positiivinen vaikutus, kun varsinkin kiinalaisvalmisteisten tavaroiden tuonti on normalisoitunut pandemian jälkeen, mutta Eurooppaan suuntautuva energiakauppa tukee viennin kehitystä. Todellinen kasvuvauhti oli selvästi maltillisempaa, ja varsinkin asuntoinvestointien määrä on jo kääntynyt selvään laskuun korkotason kohoamisen seurauksena.

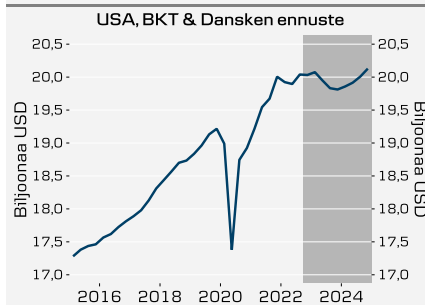
Pandemia-ajan elvytyksestä kertyneet säästöt ja erityisesti matalapalkka-aloilla nähty nopea palkkainflaatio ovat tukeneet yksityisen kulutuksen maltillista kasvua inflaatiosta huolimatta, ja varsinkin palvelualat ovat vielä tänä vuonna hyötynneet pandemian vaikutusten hälvenemisestä. Työmarkkina on monin paikoin edelleen ylikuumentunut, vaikka työllisyyden kasvu onkin hidastunut asteittain. Maltillinenkin työllisyyden kasvu riittää kuitenkin kiristämään työmarkkinaa, sillä työvoiman määrä ei ole kasvanut viime maaliskuun jälkeen käytännössä lainkaan.

Työvoimapulan seurauksena marraskuussa noin 6,5 % vuosivauhtiin kiihtynyt palkkainflaatio on aivan liian nopeaa Fedin inflaatiotavoitteeseen nähden.

Työvoiman aneemista kehitystä selittävät todennäköisesti sekä pandemian vaikutukset että sen kiihdyttämät aikaiset eläköitymiset. Vielä tänäkin vuonna sairauden takia väliaikaisesti poissa töistä on ollut keskimäärin noin 600 000 työntekijää enemmän, kuin vuonna 2019, ja työvoiman osallistumisasteessa nähty pudotus korostuu selvästi yli 65-vuotiaiden ikäluokassa. Kaiken kaikkiaan työvoiman määrä oli marraskuussa noin 4,2 miljoonaa henkeä koronaa edeltäneen trendin alapuolella.

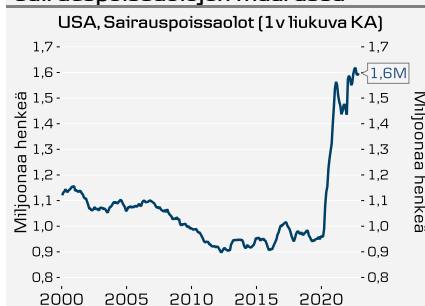
Kireä työmarkkinatilanne, nopea palkkainflaatio ja suhteellisen vahvana jatkuva yksityinen kulutus selittävät Yhdysvalloissa yhä nähtäviä laaja-alaisia inflaatiopaineita. Vuositason inflaatioluvut ovat kuitenkin kääntyneet jo laskuun, ja raaka-aineiden hinnoissa sekä rahtikustannuksissa nähty lasku ennakoii inflaation tasaantuvan ensi vuotta kohden. Myös viilenevä asuntomarkkina ennakoii asumisen hintojen nousun hiipuvan selvästi alkukesästä alkaen. Uskomme inflaatiopaineen pysyttelevän joka tapauksessa vielä Fedin tavoitetta nopeampana; keskimäärin 3,4 prosentissa vuonna 2023.

Uskomme taantumän jäävän menneitä talouskriisejä maltillisemmaksi



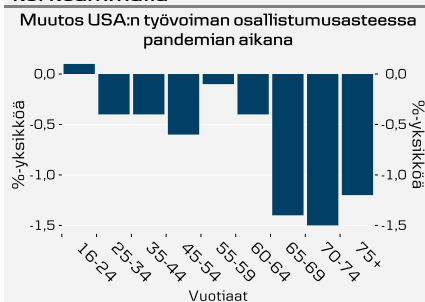
Lähde: Macrobond Financial, Danske Bank

Pandemia näkyy yhä sairauspoissaolojen määrässä



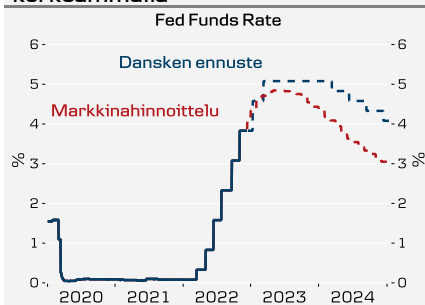
Lähde: Macrobond Financial, BLS

Odotamme Fedin ohjauskoron pysyttelevän markkinan hinnoittelua korkeammalla



Lähde: Macrobond Financial, BLS

Odotamme Fedin ohjauskoron pysyttelevän markkinan hinnoittelua korkeammalla



Lähde: Macrobond Financial, BLS

Euroalueen talous vaipumassa kaksoistaantumaa

Euroalueen kasvu on hidastunut syksyn aikana odotetusti, ja useimmat ennakoivat indikaattorit kertovat talouden olevan todennäköisesti taantumassa jo 4. neljänneksen aikana. Korkeat energian hinnat ovat kiihdyttäneet inflaatiota, ja voimakkaasti supistunut reaalin ostovoima on alkanut purra kulutuskysyntään yhä koholla olevista säästöistä huolimatta. Talouskehitys on hidastunut laajalti eri sektoreilla, eikä merkittävää käännettä parempaan ole ilmassa.

Inflaatiokehityksen suhteen näkymä on kaksijakoinen. Vuositason inflaatio kääntyi vihdoin laskuun marraskuussa, ja energian hinnat ovat laskeneet kaikkein korkeimmilta tasoilta. Raakaöljyn maailmanmarkkinahinnat ovat laskeneet noin 80 dollariin barrelilta alkukesän lähes 130 dollarin huipputasolta, ja samalla viime viikkoina vahvistunut euron kurssi on laskenut esimerkiksi bensiinin pumppuhintoja.

Myös maakaasun hinnat ovat laskeneet alkusyksyn korkeimmilta tasoilta, mutta hintatasot ovat yhä huomattavan korkeita energiakriisiä edeltäneeseen aikaan verrattuna. Maakaasun maailmanmarkkinatilanne on edelleen huomattavan kireä, sillä vaikka länsimaat ovat onnistuneet vähentämään energiankulutustaan syksyn aikana, varsinkin Kiinan kysynnän uskotaan kääntyvän jälleen nousuun koronarajoitusten purkautumisen myötä. Näin ollen uskomme myös hintatasojen pysyttelevän edelleen koholla.

Volatiileista energian ja ruoan hinnoista puhdistetussa pohjainflaatiossa ei ole vielä nähty selkeitä tasaantumisen merkkejä. Aiemmat kustannusten nousut välittyvät yhä viiveellä kuluttajahintoihin, ja syksyä kohden kiihtynyt palkkakustannusten nousu pitkittää osaltaan inflaatiopainetta. Odotamme euroalueen inflaation tasaantuvan asteittain ensi vuotta kohden, mutta pysyttelevän keskimäärin yhä selvästi EKP:n tavoitetta nopeampana 7,6 prosentissa.

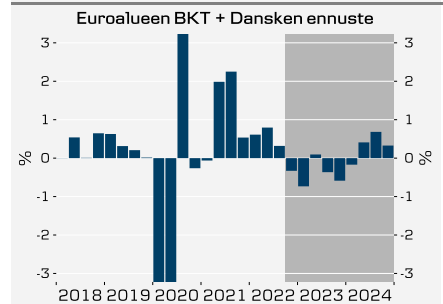
Näin ollen uskomme EKP:n jatkavan koronnostoja vielä lähikouksissa, ja uskomme talletuskoron saavuttavan 2,75 % tason ensi maaliskuussa. Toteutuessaan ennustemme tarkoittaisi 12kk Euriborin olevan jo nyt lähellä huipputasojaan. Näkemyksemme on linjassa markkinahinnoittelun kanssa, joka ennakoii Euriborin kohoavan korkeimmillaan 3,20 % tuntumaan ensi huhtikuussa. Näemme riskien olevan kuitenkin kallellaan inflaation pitkittymisen suuntaan, eli näemme suuremmat koronnostot pienempiä todennäköisempinä.

Euroalueen nimellinen korkokäyrä on nyt invertoitunut, mikä tarkoittaa lyhyiden markkinakorkojen kohonneen pitkiä korkeammalle. Perinteisesti lyhyiden korkojen korkean tason ajatellaan heijastavan keskuspankin kiristävää rahapolitiikkaa, kun taas pitkien korkojen matalampi taso heijastaa talouden heikkoja kasvunäkymiä.

Invertoitunutta korkokäyrää on usein pidetty taantumien indikaattorina, minkä uskomme toteutuvan myös tällä kertaa. Toisin kuin Yhdysvalloissa, inflaatio-odotuksista puhdistettu reaalin korkokäyrä on kuitenkin edelleen nouseva ja varsinkin lyhyet reaalikorot ovat edelleen selvästi negatiivisia. Tämä tarkoittaa, ettei markkina usko EKP:n onnistuvan tasaamaan euroalueen inflaatiota yhtä nopeasti kuin Fed Yhdysvalloissa.

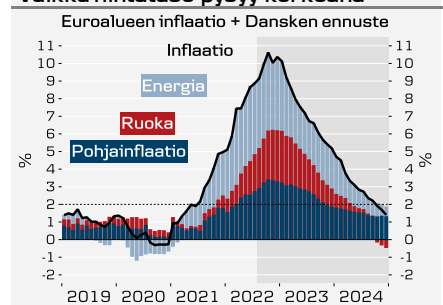
Näin ollen uskomme euroalueen talouden olevan pitkittyvän hitaan kasvun jakson alussa. Talous supistuu talven yli pitkälti korkeiden energian hintojen vaikutuksesta, mutta näkymä on heikko myös loppuvuotta 2023 kohden, kun rahapolitiikan kiristys ja Yhdysvaltojen talouden taantuma alkavat toden teolla

Luvassa maltillinen kaksoistaantuma



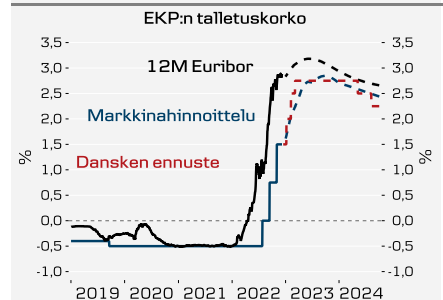
Lähde: Refinitiv

Energian inflaatiovaikutus tasaantuu, vaikka hintataso pysyy korkeana



Lähde: Macrobond Financial, Eurostat, Danske Bank

Markkina näkee 12kk Euriborin kohoavan n. 3 % tuntumaan



Lähde: Macrobond Financial, Refinitiv, Danske Bank

painaa kasvukehitystä. Näin ollen euroaluetta saattaakin odottaa kaksi peräkkäistä taantuman aaltoa.

Energian saatavuus rajoittaa kasvupotentiaalia läpi ennustehorisonttimme 2023–2024. Vaikka varsinaisilta säännöstelytoimilta vältyttäisiin, osa varsinkin runsaasti energiaa käyttävästä teollisuudesta voi joutua pitämään tuotantokapasiteettinsa matalana korkeiden hintatasojen vuoksi. Energian inflaatiovaikutus tasaantuu, koska inflaatio edellyttää hintojen jatkuvaa nousua, mutta inflaation tasaantuminen ei tarkoita vielä hintatason laskua. Uskomme euroalueen BKT:n supistuvan 0,9 % vuonna 2023 ja pysyvän nolllakasvussa vielä 2024.

Suhteessa heikompi talousnäkyminen pitää myös euron valuuttakurssin heikkona suhteessa dollariin ensi vuotta kohden. Euroalue kärsii yhä selvästi totuttua kalliimmasta energiatuonnista, siinä missä Yhdysvallat on nykyään energian nettoviejä. Uskomme EUR/USD kurssin painuvan uudestaan alle pariteetin ensi vuoden aikana.

Kiinan koronarajoitusten keventymisellä on kaksisuuntaisia vaikutuksia länsimaiden talouksille

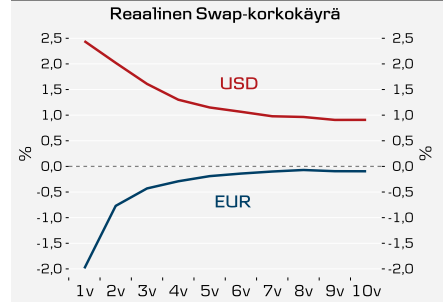
Kiina on tehnyt koronapolitiikassaan selkeän käänteen, ja tiukoista sulkutoimista pyritään nyt toden teolla eroon. Verrattain matalan rokotusasteen ja heikon luontaisen immunitietin vuoksi kevennystoimia tehtäen varovaisesti ja asteittain, mutta keskushallinnon viestinnän suunnassa on joka tapauksessa nähty selvä muutos. Koronarajoitusten purku ennakoit maan talouden elpyvän ensi vuotta kohden, ja uskomme BKT:n kasvavan 4,9 % vuonna 2023, kun vielä tänä vuonna kasvu jää vain 3,3 prosenttiin. Kiinan matala inflaatio mahdollistaa kasvua tukevan elvytyksen jatkamisen myös ensi vuonna.

Monet Kiinan talouden haasteet kuitenkin pitkittyvät koronapolitiikasta riippumatta. Luottamuspula maan rakennussektoria kohtaan jatkuu yhä, vaikka keskushallinnon elvytystoimet ovatkin estäneet täydellisen luhistumisen. Lisäksi koronapandemian aikana voimakkaasti kohonnut vientikysyntä on pitkälti normalisoitunut, ja länsimaiden lähestyvät taantumat eivät lupaa vahvaa kehitystä myöskään ensi vuodelle. Geopoliittiset jännitteet länttä kohtaan pysyvät edelleen kireinä, ja esimerkiksi Yhdysvallat on syksyn aikana rajoittanut mikrosirujen vientiä Kiinaan.

Kiinan koronalinjan keventymisellä ja talouskasvun piristymisellä on kaksisuuntaisia vaikutuksia länsimailla. Aktiivisuuden kohoaminen voi tukea varsinkin Euroopan vientikysyntää ja muuten varsin negatiivista kasvunäkymää. Toisaalta Kiina on maailman suurin raaka-aineiden kuluttaja, ja marraskuun lopulla varsinkin teollisuusmetallien hinnat ovat kääntyneet selkeään nousuun. Näin ollen Kiinan avautumisella voi olla inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Aiemmin taloutta vaivanneet tuotantoketjuhaasteet hellittänevät entisestään, mutta toisaalta Kiinan tuotanto ei ole enää 2022 ollut globaalin talouden näkökulmasta keskeinen inflaatioajuri. Länsimaissa kulutuskysyntä ja inflaation painopiste ovat siirtyneet kohti palvelusektoria ja Kiinan tuottajahinnat kääntyivät pitkästä ajasta lokakuussa jopa laskuun vuodentakaiseen verrattuna.

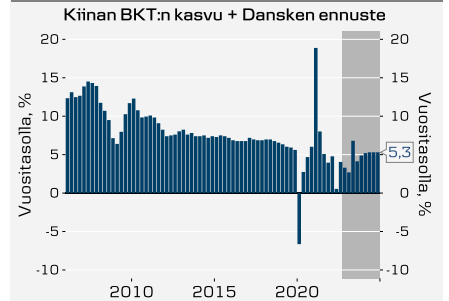
Intiassa bruttokansantuotteen kasvu hidastui kolmannella neljänneksellä reilun 6 prosentin vuosivauhtiin. Yksityinen kulutus nousi selvästi, mutta nettovienti kehittyi heikosti. Inflaatio hidastui marraskuussa alle 6 prosenttiin.

Euroalueen reaalikorot ovat edelleen negatiivisella



Lähde: Macrobond, Refinitiv

Odotamme Kiinan kasvun elpyvän koronarajoitusten purun myötä



Lähde: Macrobond, Danske Bank

Kiinan piristynvä teollisuusyksi ennakoit nousukäännettä raaka-aineiden hinnoissa



Lähde: Macrobond Financial, Caixin/S&P Global, LME, Danske Bank

Keskuspankki kuitenkin nosti ohjaukorkoa vielä joulukuussa. Venäjän hyökkäys Ukrainaan näkyy Intian taloudessa etenkin siinä, että monet tuotantopanokset ja ruoka kallistuvat. Intia ei ole asettanut pakotteita Venäjälle, ja se on lisännyt muita laatuja edullisemmän öljyn tuontia Venäjältä. Palvelualojen ostopäälikkoindeksi on pysynyt korkealla ja myös teollisuudessa odotetaan kasvua. IMF ennustaa 6-7 prosentin talouskasvua vuosina 2023-2024. Intian talouskasvu ylittää jatkossa keskimäärin Kiinan kasvutahdin, mutta elintaso on edelleen selkeästi Kiinaa ja etenkin länsimaita matalampi. Intialla on Kiinaakin suurempi perässähihtäjän etu, kunhan talousuudistukset ja talouspolitiikka tukevat kasvua. Uudistukset eivät tosin etene kovin vauhdikkaasti ja kohtaavat suurtakin vastarintaa.

Japanin talous heikentyi hieman kolmannella vuosineljänneksellä, jolloin bruttokansantuote laski 0,2 prosenttia edellisestä neljänneksestä. BKT oli kuitenkin 1,5 prosenttia vuodentakaista suurempi. Teollisuuden ja palvelualojen ostopäälikkoindeksit kertovat hitaasta kasvusta. Inflaatio nousi lokakuussa lähes 4 prosenttiin. Suhteellisen matala inflaatio mahdollistaa edelleen kevyen rahapolitiikan jatkamisen ja helpottaa kotitalouksien tilannetta. Keskuspankki pyrkii osto-ohjelmalla pitämään tuottokäyrän loivana. Pääministeri Kishidan elvytyspaketti tukee taloutta vuonna 2023, ja koronarajoitusten vähittäinen purku tuo palvelualoille lisää töitä. Heikko jeni tukee vientiä, joka muutoin heikkenisi kysynnän supistumisen vuoksi.

Pidemmän päälle Japanin talouskasvu palautuu noin prosentin tuntumaan. Väestön vanhetessa talouskasvun edellytys on, että automaatioon nojaava vientiteollisuus menestyy. Rakenteelliset uudistukset ovat edenneet hitaasti. Japanin tavoitteena on EU:n tavoin investoida puhtaaseen energiaan ja digitalisaatioon. Työmarkkinoilla on pidetty tärkeänä nostaa naisten osallistumisastetta, ja vaikka se onkin tuottanut jonkin verran positiivisia tuloksia, on osallistumisaste edelleen vaatimaton. Suunnitelmissa on myös kasvattaa maahanmuuttoa työvoiman tarjonnan turvaamiseksi.

Ruotsin talous on kuulunut muiden Pohjoismaiden tavoin koronaviruksen suhteellisiin menestyjiin. Bruttokansantuote nousi selvästi yli koronaa edeltäneen tason paisuen 4,6 prosenttia vuonna 2021. Suurimman nousun toivat yksityinen kulutus ja investoinnit. Bruttokansantuote laski aavistuksen vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä verrattuna viime vuoden loppuun, mutta kääntyi toisella neljänneksellä nousuun, joka jatkui kolmannella neljänneksellä. Työttömyysaste tuli alkuvuonna alas, mutta kääntyi syksyllä loivaan nousuun. Ruotsiin liki 11 prosenttiin kohonnut inflaatio, epävarmuuden kasvu ja korkojen nopea nousu latistavat kuluttajien tunnelmia. Teollisuuden luottamus on laskenut, mutta palvelualojen tunnelma on positiivisempi. Asuntomarkkinoilla hintojen lasku jatkuu 2023. Talouden vastatuulten myötä BKT supistuu 2023. Odotamme Ruotsin keskuspankin nostavan ohjaukorkoa vielä helmikuussa 2023, mutta korkojen nousu näyttää jo hidastuvan.

Ison-Britannian suhdannenäkymät ovat synkentyneet inflaation kiihtymisen myötä. Maa ehti jo päästä mukaan maailmantalouden nosteeseen Brexitin ja koronapandemian vaikutusten helpottaessa. Ennakoivat mittarit, kuten ostopäälikkoindeksi, viittaavat taantumaan. Ison-Britannian talous ei ole erityisen altis Venäjään liittyville riskeille, mutta energiakriisi ja hintatason nousu tuntuvat saarivaltiossakin. Inflaatio nousi lokakuussa 11 prosenttiin. Keskuspankki on nostanut ohjaukorkoa viime vuoden lopulta alkaen ja odotamme nostojen päättyvän helmikuussa 3,75 prosentin lukemaan. Tarve kiristää rahapolitiikkaa on ilmeinen, vaikka lisääntynyt suhdanne-epävarmuus

Japanin investoinnit piristyvät viimein

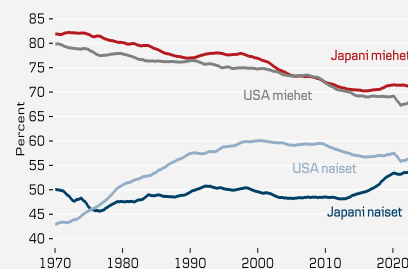
2019 Q4 = 100, kausitasoitettu volyyymi



Lähde: Macrobond Financial

Japanin osallistumisaste työmarkkinoille

Osallistumisaste, % tiukuva vuosikeskiarvo



Lähde: Macrobond Financial

Ruotsin teollisuustuotanto ja PMI



Lähde: Macrobond Financial

lisää harkinnan tarvetta. Pääministerin vaihduttua finanssipolitiikan tulevaisuus näyttää kireämmältä. Odotamme BKT:n supistuvan vuonna 2023.

Venäjän talous ajautuu syvään taantumaan, josta se ei toivu pitkään aikaan. Hyökkäys Ukrainaan sai länsimaat asettamaan historiallisen suuria pakotteita ja yritykset katkomaan taloudellisia kytköksiä maahan myös vapaaehtoisesti. Maa käy edelleen kauppaa esimerkiksi Kiinan ja Intian kanssa, jotka ostavat muun muassa raakaöljyä edulliseen hintaan, mutta maa kärsii huomattavasta komponenttipulasta, ja vientitulot heikentyvät. Venäjän vastaisia pakotteita tuskin puretaan pitkään aikaan. Maan pitäisi solmia kohtuullinen rauhansopimus Ukrainan kanssa ja ottaa vastuuta sotarikoksista, jotta pakotteiden purkamista voitaisiin harkita. Maa on edelleen merkittävä raaka-aineiden tuottaja, mutta muutoin Venäjän merkitys kauppakumppanina surkastuu, ja sen teknologinen kehitys jää länsimaiden jälkeen.

Riskit pysyvät huomattavina

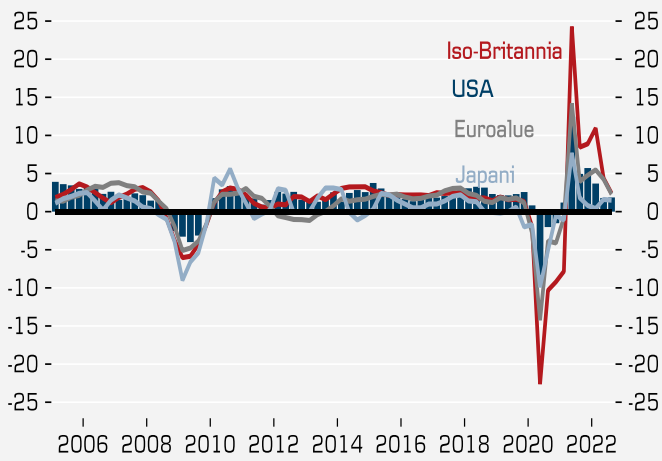
Suhdanne-ennuste olettaa, että Venäjän aloittama sota ei laajene Ukrainan ulkopuolelle. Mahdollisten lopputulemien kirjo on kuitenkin suuri ja epävarmuus on huomattavaa. Pääskenaariossa lievä taantuma koettelee Yhdysvaltoja ja euroaluetta. Etenkin Euroopassa taantuma voi energiakriisin myötä osoittautua vaikeammaksikin ja pitkittyä. Sota ja korona muistuttavat meitä siitä, että riskit ovat usein yllättäviä. Inflaation nousun kova tahti etenkin pohjahintojen osalta kertoo talouden epätasapainosta. Odotamme inflaation laskevan hitaasti 2023 ja 2024, mutta mennyt kehitys kertoo yllätysten olevan mahdollisia jatkossakin. Inflaation pitkittyminen pakottaisi keskuspankit kiristämään rahapolitiikkaa pidempään kuin nyt oletetaan. Valtiot velkaantuvat edelleen ja velkaisempien maiden rahoitusasema voi vaikeutua rahoitusvakautta vaarantavalle tasolle.

Antti Ilvonen

Pasi Kuoppamäki

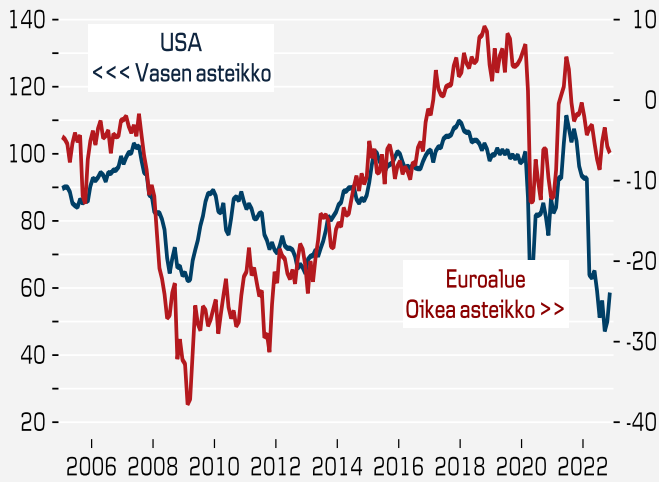
Kokonaistuotannon kasvu teollisuusmaissa

Bktn vuosikasvu neljänneksittäin, %



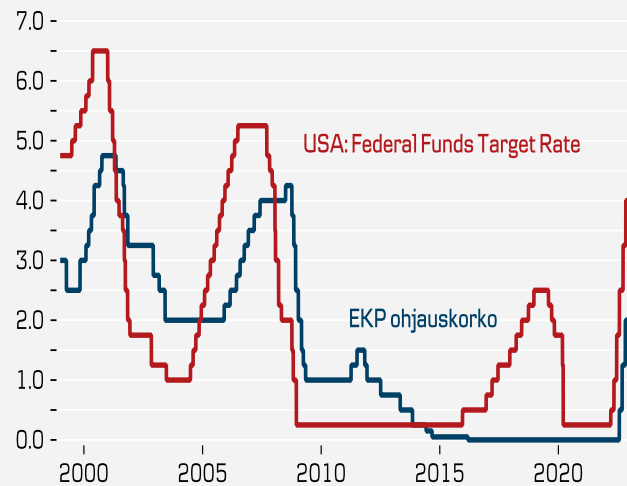
Kuluttajien luottamus

Kuluttajien luottamus, indeksi



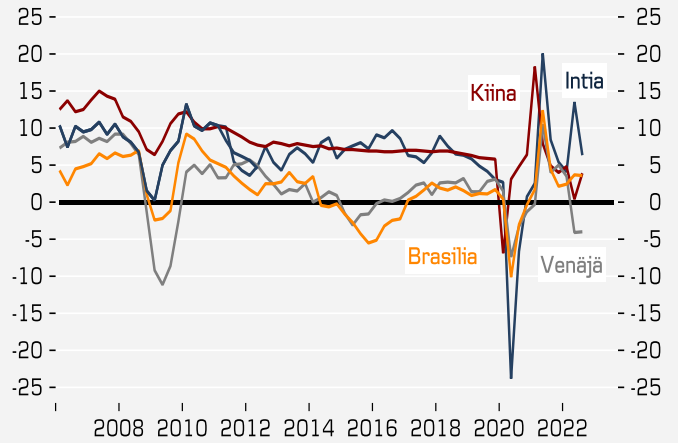
Keskuspankkien ohjauskorot

%



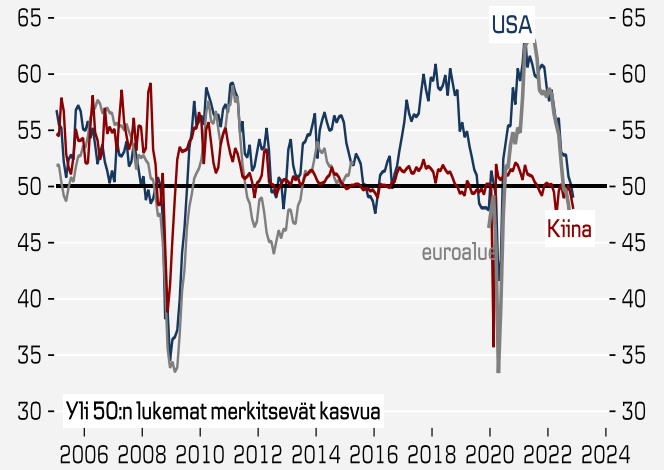
Kokonaistuotannon kasvu BRIC-maissa

Bktn vuosikasvu neljänneksittäin, %



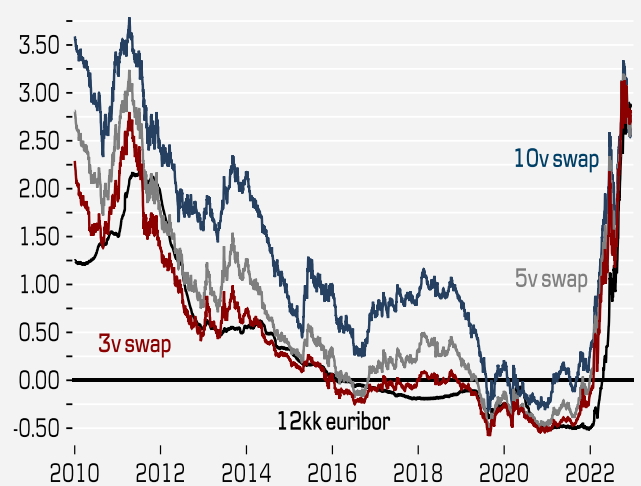
Teollisuuden suhdanneodotukset

PMI (teollisuuden ostopääliköindeksi)



Euroalueen pitkät korot

%



Matalasuhdanne uhkaa pitkittyä

Talouden vastatuulet voimistuivat syksyllä, ja Suomen bruttokansantuote supistui kolmannella neljänneksellä. Ennakoimme alamäen jatkuvan talven yli, ja Suomi vaipuu taantumaan. Energiakriisi voi pahimmillaan johtaa sähkön säännöstelyyn, mutta pääskenaariossa odotamme taantumien pysyvän lieväinä. Inflaation hidastuminen ja korkojen nousun pysähtyminen vähentävät kuluttajien huolia 2023 keväällä. Asuntotuotanto ja teollisuuden investoinnit heikkenevät, mutta energiainvestoinnit ja panostukset maanpuolustukseen tukevat kokonaiskysyntää Suomen talous piristyy hitaasti vuonna 2024.

Vientikysynnän kasvun hyytyminen, kohonneet kustannukset, nouseva korkorasitus ja kuluttajien varovaisempi ostoskäyttäytyminen heikentävät yritysten liiketoimintamahdollisuuksia, mikä lisää hieman lomautuksia ja irtisanomisia. Monet yritykset ovat kärsineet työvoimapulasta talouden elpymässä koronan aiheuttamista ongelmista, mikä kannustaa pitämään kiinni osaavista työntekijöistä. Avoimia työpaikkoja on edelleen runsaasti. Arvioimme työmarkkinan pysyvän vakaana, vaikka loiva työttömyyden nousu näyttää todennäköiseltä. Kotitalouksien ostovoima kärsii talvella merkittävästi aiempaa reippaasti korkeammasta inflaatiosta. Vuonna 2023 ostovoima voi vakautua, mikäli inflaatio madaltuu, palkat nousevat hieman nopeammin ja työeläkkeet kohoavat taitetun indeksin mukaan yli 6 prosenttia.

Kasvukeskusten uusien asuntojen tarjonta nousee lähitulevaisuudessa, kun jo aloitetut kohteet valmistuvat, mutta asuntotuotanto supistuu 2023. Käytettyjen asuntojen kauppamäärät putoavat merkittävästi. Hintataso laskee muutaman prosentin, mutta emme odota suuria hintaliikkeitä.

Olemme laskeneet vuoden 2023 ennustetta, koska kansainvälinen näkymä on aiempaa heikompi ja inflaatio pysyy koholla pitkään. Ennustamme bruttokansantuotteen kasvavan 1,8 prosenttia (oli 2,0 %) vuonna 2022, mutta loppuvuonna Suomi ajautuu taantumaan, ja BKT supistuu 0,7 prosenttia (oli -0,2 %) vuonna 2023. Vuonna 2024 BKT nousee 0,5 prosenttia talouden vastatuulien heiketessä. Julkisen talouden velkasuhde laskee hieman vuonna 2022, mutta kääntyy sitten nousu-uralle.

Suomi ajautuu taantumaan ja BKT supistuu 0,7 prosenttia vuonna 2023.

- Pasi Kuoppamäki

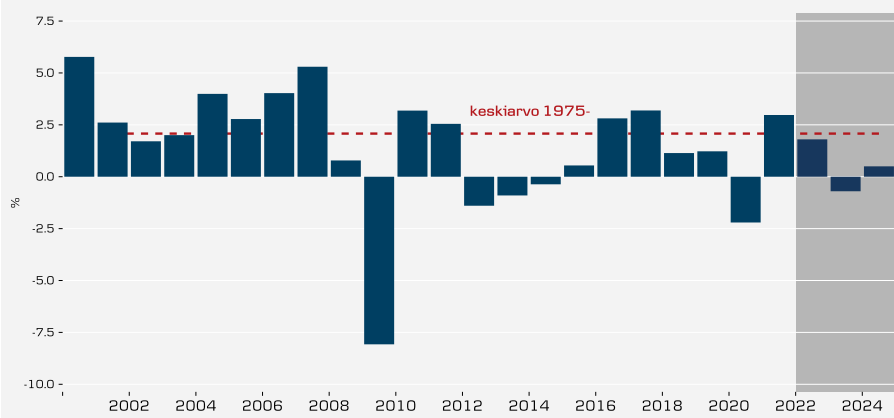
Inflaation hidastuminen ja korkojen nousun pysähtyminen vähentävät kuluttajien huolia 2023 keväällä.

- Pasi Kuoppamäki

Asuntotuotanto supistuu 2023. Käytettyjen asuntojen kauppamäärät putoavat merkittävästi ja hintataso laskee muutaman prosentin.

- Pasi Kuoppamäki

Suomen bruttokansantuotteen kehitys (ennuste)



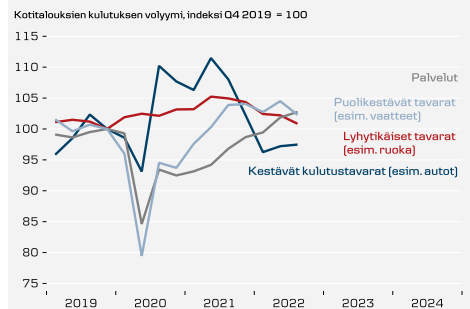
Sisukas kuluttaja sopeuttaa talouttaan

Kuluttajan käyttäytyminen nousee suhdannekehityksen keskiöön tulevana talvena ja vuonna 2023. Yksityinen kulutus muodostaa yli puolet bruttokansantuotteesta. Kuluttajat lisäsivät kulutustaan toisella vuosineljänneksellä rutkasti, koska koronarajoitusten poistuminen teki tilaa reippaalle nousulle palveluiden kulutuksessa. Palveluiden kulutus nousi lisää kolmannella neljänneksellä, mutta tavaroiden kulutus kääntyi laskuun verrattuna edelliseen neljännekseen. Rajun inflaation huomioiden kulutuskysyntä on pysynyt varsin vakaana, koska kuluttajat ovat käyttäneet korona-aikana säästöön jääneitä varoja elintason ylläpitämiseen. Inflaatio ja korkojen nousu heikentävät kulutuskysyntää entisestään tulevana talvena, mutta lämmityskauden päätyttyä kysyntä voi toipua hieman. Kuluttajat keskittyvät peruselintason ylläpitämiseen ja tinkivät kestäkulutustavaroiden hankinnoista. Lomamatkojakin saatetaan lykätä. Työttömyyden nousu ja säästämisasteen nousu heikentävät kulutusmahdollisuuksia usein matalasuhteissa. Pääennusteissa emme odota työttömyyden nousevan uhaamaan kulutuskysyntää, mutta heikommassa skenaariossa työttömyyden nousu laittaa kulutuskysynnän pakkaslukemiin pidemmäksi aikaa. Inflaation lasku helpottaisi tilannetta ja avaisi oven kulutuksen toipumiselle.

Suomalaiset yritykset ovat katkoneet taloudellisia kytköksiä Venäjään sekä pakotteiden että omatoimisten boikottien vuoksi. Venäjä oli Suomen viidenneksi suurin vientimarkkina tavaraviennin arvolla mitattuna vuonna 2021. Tuonnissa Venäjän rooli on ollut vielä suurempi erityisesti öljyn ja maakaasun tuonnin takia, Maiden väliset talouskytkökset ovat muutenkin olleet merkittäviä, koska monia suomalaisia yrityksiä on toiminut Venäjällä. Nämä kytkökset ovat vähentyneet viime vuosina, kun monet yritykset ovat lopettaneet toimintansa Venäjällä. Suomen ja Venäjän välinen kaupankäynti on romahtanut murtoosaan entisestä Venäjän hyökättyä Ukrainaan keväällä. Paluu entisentasoiseen kaupankäyntiin ei näytä lähitulevaisuudessa mahdolliselta. Suurin osa energian tuonnista Venäjältä on jo pystytty korvaamaan ulkomaisilla tai kotimaisilla lähteillä. Olkiluoto 3 avautuminen täydellä teholla auttaisi korvaamaan sähkön tuonnin. Merkittävistä tuontihyödykkeistä maakaasu on vaikeammin korvattavissa, mutta yhdessä Viron kanssa hankittava kelluva LNG-terminaali parantaa tilannetta huomattavasti ehkä jo keväällä. Inkooseen saapuva Exemplar-alus kolminkertaistaa Suomen kaasuverkon syöttökapasiteetin.

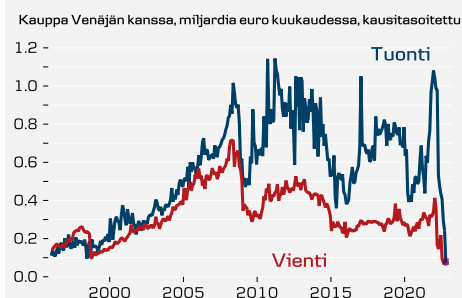
Venäjältä tuodun puun loppuminen on merkinnyt lisäkysyntää kotimaiselle puutavaraalle. Tukkipuun hinta on hiponut finanssikriisiä edeltäneitä huippulukemia, ja kuitupuun hinta on osin noussut jo uusiin ennätyksiin. Taantuma ja alamäki rakennusalalla luultavasti vähentävät puun kysyntää. Suomen kemiallisen metsäteollisuuden energiaomavaraisuus on ollut vahvuus, ja lopputuotteiden hintojen nousu on tukenut toimialan kannattavuutta. Vuoden 2023 jälkipuoliskolla käynnistyvä Metsä Groupin Kemian biotuotetehdas on Suomen metsäteollisuuden historian arvoltaan suurin investointi (1,85 miljardia euroa). Kemian biotuotetehdas lisää Suomen viennin arvoa noin puolella miljardilla eurolla vuosittain.

Palveluiden kulutus toipunut



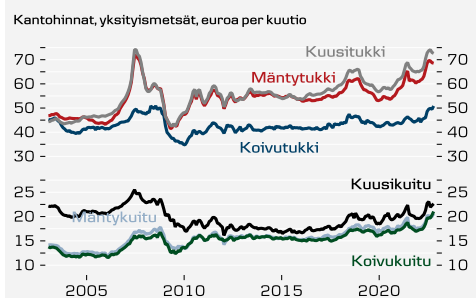
Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

Kauppa Venäjän kanssa romahtanut



Lähde: Macrobond Financial, Tulli

Kantohinnat nousseet selvästi



Lähde: Macrobond Financial, Luke

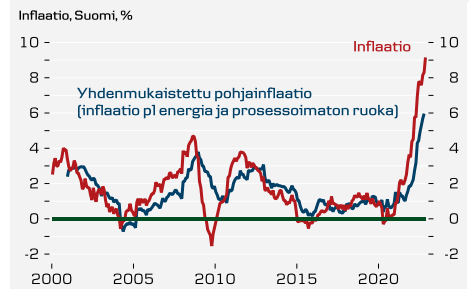
Inflaatio kiihtyi kesällä entisestään, ja sen taustalla vaikuttaa erityisesti energian kallistuminen. Raakaöljyn hinta on ainakin toistaiseksi laskenut huippulukemien alapuolelle, muttasähkön hinta nousee lämmityskaudella, eikä Olkiluoto 3 toimi vielä täydellä teholla. Kylmä talvi yhdistettynä epäonnistumisiin energian tuotannon lisäämisessä voisi tarkoittaa sähkön hinnan nousun lisäksi sähkön säännöstelyä. Säännöstely olisi uusi ilmiö modernissa yhteiskunnassa, vaikka kehittyvissä talouksissa yhteiskunta onkin tottunut säännöstelyyn. Leuto talvi yhdistettynä riittäviin sateisiin vesivoiman tarpeisiin ja täydellä teholla toimivaan Olkiluoto 3 reaktoriin helpottaisivat tilannetta. Inflaatio on kuitenkin jo laaja-alaistunut ja laskee hitaasti. Energian lisäksi elintarvikkeet ovat kallistuneet, ja monien muidenkin hyödykkeiden hinnat uhkaavat nousta viiveellä. Taloyhtiöt nostavat vastikkeita vähitellen, ja paisunut sähkölasku heijastuu hiusten leikkuunkin hintaan. Matalasuhdanne ja korkojen nousu jäädyttävät kysyntää, joten inflaatio voi madaltua vähitellen 2023. Monien raaka-aineiden hinnat ja rahtikustannukset ovat jo laskeneet.

Suuri ellei suurin riski inflaation pysymiselle koholla löytyy työmarkkinoilta. Kireähkö työmarkkina yhdistettynä nopeaan inflaatioon nostaa palkkavaatimuksia. Työvoimakustannusten nopea nousu ylläpitäisi inflaatiota pitkään yli 2 prosentin tavoitteen ja voisi pahimmillaan romuttaa Suomen hintakilpailukyvyyn. Ennakoimme ansiotasoindeksin nousevan 4 prosenttia vuonna 2023, mikä ei vielä romuttaisi kilpailukykyä, mutta tulevinä vuosina emme näe tilaa yhtä suureen työvoimakustannusten nousuun.

Kiivas inflaatio heikentää kuluttajien ostovoimaa poikkeuksellisen paljon. Kotitalouksilla on onneksi ollut hyvä työllisyystilanne ja keskimäärin aiempaa enemmän säästöjä. Kasvava joukko kotitalouksia on joutunutkin käyttämään säästöjä ja etsimään keinoja oman talouden tasapainottamiseksi. Korkea inflaatio yhdistettyä kiristyneeseen työmarkkinatilanteeseen aiheuttaa päänvaivaa myös keskuspankeille. Odotamme EKP:n asteittain nostavan talletuskoron 2,75 prosenttiin ensi maaliskuussa. Ennusteemme tarkoittaa 12kk Euriborin olevan jo nyt lähellä huipputasojaan. Markkinahinnoittelu ennakoii Euriborin kohoavan korkeimmillaan hieman yli 3 prosentin ensi keväänä. Ohjauskorkojen lasku voi tulla kyseeseen 2024, jos inflaatio laskee ja talouskehitys pysyy heikkona. Aiempaa korkeampi korkotaso hillitsee entisestään kuluttajien suurempia hankinta-aikeita. Kuluttajat sopeutuvat hintojen nousuun pyrkimällä vähentämään energian kulutusta ja vaihtamalla kallistuneita elintarvikkeita edullisempiin. Nimellisesti kotitaloudet ehkä kuluttavat enemmän, muttamäärällisesti tavarakauppa laskee.

Yritykset pyrkivät sopeutumaan tilanteeseen. Venäläisille hyödykkeille on pääosin löytynyt vaihtoehtoja, ja vientiäkin on pystytty kääntämään muualle. Joillekin suomalaisille vientiyrityksille Venäjän sulkeutuminen pois maailmanmarkkinalta on ollut tilapäisesti tuottoisa uutinen, sillä kilpailun vähentyminen esimerkiksi sahateollisuudessa toi lisää tilauksia. Kansainvälisen talouden hidastuminen kuitenkin vaikeuttaa vientiponnisteluja ja vaihtoehtoisten tuontihyödykkeiden hinta muodostuu usein korkeammaksi, kuten esimerkiksi raakaöljyn tai maakaasun osalta on nähty. Astetta haastavampaa sopeutuminen on niille yrityksille, joilla on ollut merkittävää

Inflaatio kiihtynyt ja laaja-alaistunut



Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

Korkotaso noussut nopeasti



Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

tuotantoa tai muuta toimintaa Venäjällä tai Ukrainassa. Sopeutuminen merkitsee myös lisäinvestointeja Suomeen ja muualle läntisiin maihin.

Lisäinvestointeja tehdään myös uusiutuvan energian tuotannon, huoltovarmuuden, siviiliturvallisuuden ja maanpuolustuksen vahvistamiseksi. Epävarmuus, korkeammat korot, kustannusten nousu ja heikommät kasvunäkymät toisaalta heikentävät investointeja. Suomen säilyttäminen mielekkäänä investointikohteena kaipaa lisähuomiota lähivuosina.

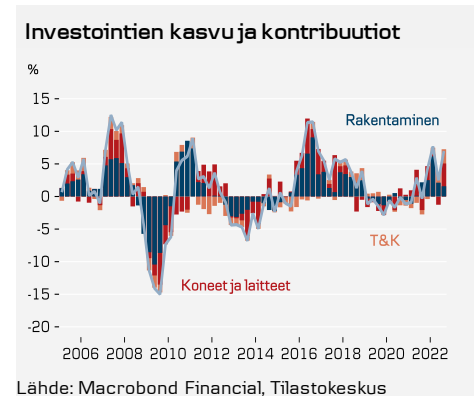
Venäjän politiikan arvaamattomuus ja Suomeen kohdistetut uhat maan NATO-jäsenyyshakemuksen tiimoilta nostavat maltillisesti Suomen talouteen liittyvää geopoliittista riskiä. Suomen valtio saa edelleen velkarahaa edullisin ehdoin, ellei turvallisuuspoliittinen tilanne heikkene merkittävästi. Suurten kiinteiden investointien kohdalla geopolitiikalla saattaa olla merkittävä rooli. Jos uudelle tehtaalle on kaksi muuten samanarvoista sijoituspaikkaa, hankkeen saattaa saada kohde, joka sijaitsee riittävän kaukana Venäjän rajasta. NATO-jäsenyys toisi lisää turvallisuuspoliittista luottamusta, joka vähentäisi maariskiä.

Talouden suhdanne-ennusteen tekeminen on nykyoloissa vaikeaa, vaikkei se ole helppoa milloinkaan. Useat talouden osa-alueet kokevat suuria liikkeitä. Energiamarkkinoiden tila, inflaation laaja-alaisuus, korkojen nousu ja liikkeet sotarintamalla merkitsevät paljon talouden kokonaiskuvalle. Ennusteessa oletetaan, että taloudellinen yhteistyö Venäjän kanssa romahtaa pitkäaikaisesti murto-osaan entisestä, energiemarkkinoiden normalisoituminen vie enemmän kuin yhden vuoden, ja rahapolitiikka pysyy aiempaa kireämpänä ensi vuonna.

Suhdannekuva heikompi pidemmän aikaa

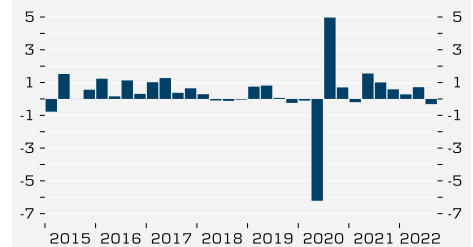
Suomen bruttokansantuotteen volyyymi supistui kolmannella neljänneksellä Tilastokeskuksen ensimmäisen arvion mukaan 0,3 prosenttia edellisestä vuosineljänneksestä, mutta oli 1,0 prosenttia vuodentakaista suurempi. Vuoden 2022 toisen neljänneksen kasvuluku tarkentui 0,7 prosenttiin (oli 0,9 %) edellisestä neljänneksestä. Yksityinen kulutus väheni tavaroiden kulutuksen supistuessa, mutta vienti ja investoinnit kasvoivat. Tilastokeskuksen mukaan poikkeuksellinen hintakehitys aiheuttaa epävarmuutta etenkin toimialojen käypähintaisen arvonlisäyksen laskentaan, sillä tietoa yritysten kyvystä puolustautua nousevilta kustannuksilta ei ole vielä saatavissa. Suuret hintamuutokset vaikeuttavat tilannekuvan arvioimista ja saattavat johtaa kansantalouden tilinpidon merkittäviin tarkennuksiin myöhemmin.

Alkuvuoden 2022 reippaan nousun vuoksi kuluvan vuoden bruttokansantuotteen kasvuksi muodostuisi noin 2 prosenttia, vaikka bruttokansantuote pysyisi kolmannen neljänneksen lukemissa loppuvuoden. Bruttokansantuote supistuu arviomme mukaan vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä, joten koko vuoden talouskasvu alittaa 2 prosenttia.



Kasvu pakkaselle 3. neljänneksellä

Bruttokansantuotteen kasvu edellisestä neljänneksestä % kausitasoitettu



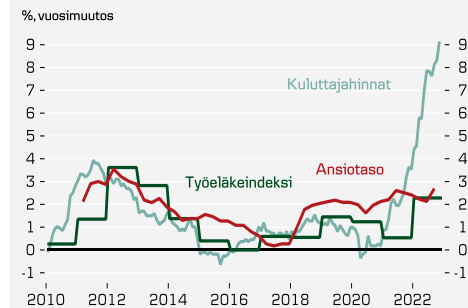
Kokonaisuudessaan Suomen talouden elpyminen koronakriisistä on ollut lähellä muiden Pohjoismaiden kehitystä, mutta hieman hitaampaa. Venäjän kaupan muita suurempi merkitys on jarruttanut Suomen talouden elpymistä, ja ikääntyvä väestörakenne on aiheuttanut työvoimapulaa. Työllisyyskehitys oli suotuisaa vuonna 2021 sekä 2022 ainakin syksyyn saakka, ja työllisyysaste on jo selvästi ylittänyt koronaa edeltäneen tason. Huhtikuun matalimman havainnon jälkeen kausitasoitettu työttömyysaste on noussut aavistuksen, ja avoimien työpaikkojen määrä on kääntynyt pienoiseen laskuun, joten työmarkkinoiden vahvin jakso näyttäisi jääneen taakse. Avoimia työpaikkoja on silti edelleen runsaasti ja yritykset pyrkivät pitämään osaavasta työvoimasta kiinni, joten ennustamme työllisyystilanteen pysyvän melko vakaana 2023. Työttömyysaste nousee hiukan, sillä kaikki työttömäksi joutuvat eivät työllisty heti uudestaan. Nopea inflaatio ja kireähkö työmarkkina ajavat palkat hieman nopeampaan nousuun. Työeläkkeet nousevat yli 6 prosenttia 2023.

Työttömyys ei ole toistaiseksi keskeinen huoli kuluttajille, mutta ostovoimaa heikentävä inflaatio, korkojen nousu ja talousnäkyvien sumuisuus huolestuttavat ihmisiä. Kuluttajien luottamus sekä omiin että koko maan talousnäkyymiin heikentyi keväällä rajusti ja pysyi syksyllä erittäin vaisuna. Kuluttajien arvio inflaatiosta on kohonnut korkeammalle kuin kertaakaan mittaushistoriassa vuodesta 1995. Pandemian aikana kertyneet säästöt ovat auttaneet kuluttajia, mutta jatkossa yhä useammat kokevat niukkuutta. Kuluttajien luottamuskyselykerto ostoaikeiden hiipuneen viime kuukausina.

Yritysten luottamus laski syksyllä EK:n luottamusmittarin mukaan kaikilla päätoimialoilla. Suomen taloudessa on selkeä uhka pitkittyvästä taantumasta, kunnes maailmantalouden tilanne kohenee ja inflaatio madaltuu. Taantuma ei välttämättä muodostu erityisen syväksi, sillä työmarkkinat näyttävät kestävä tilanteen melko vakaana ja inflaation lasku helpottaa kuluttajien asemaa.

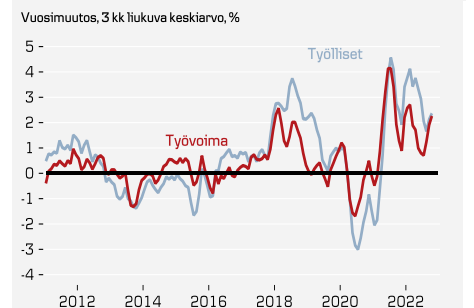
Pääskenaariossa ennustamme bruttokansantuotteen kasvavan 1,8 prosenttia kuluvana vuonna (oli 2,0 %). Talven yli maan talous käy taantumassa, eli bruttokansantuote supistuu ainakin kahtena peräkkäisenä neljänneksenä, ja työllisyyskin heikkenee hieman. Ennustamme bruttokansantuotteen supistuvan 0,7 prosenttia (oli -0,2 %) vuonna 2023. Ennusteen laskuun vaikuttavat etenkin korkean inflaation pitkittyminen, energiakriisi, korkojen odotettuakin nopeampi nousu ja kansainvälisen suhdannekuvan heikkeneminen. Odotamme bruttokansantuotteen elpävän hieman 2024, mutta eurooppalaisen talouskehityksen heikkous, työvoimapula ja Venäjän kaupan katoamisen aavekivut pitävät nousun vajaassa prosentissa. Ennusteessa on riskejä molempiin suuntiin. Energiakriisin syveneminen ajaisi taloutta syvemmälle taantumaan. Inflaation ennakoitua nopeampi lasku ja kansainvälisen talouden tilan kohentuminen parantaisi Suomen suhdannenäkymää. Työllisyysasteen nostoon tähtäävät toimet ja runsaampi työperäinen maahanmuutto nostaisivat kasvunäkymiä vuonna 2024 ja sen jälkeen.

Hinnat, palkat ja työeläkkeet



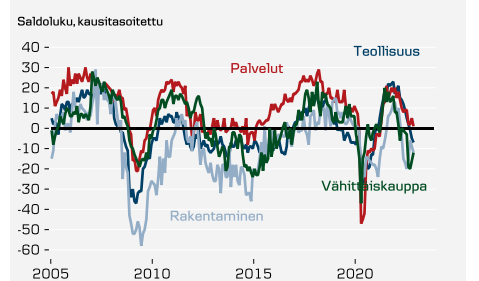
Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

Työvoiman ja työllisyyden muutos



Lähde: Macrobond Financial

Yritysten luottamus hiipunut



Lähde: Macrobond Financial, EK

Vanheneva väestö ja vaisu tuottavuuskasvu merkitsevät sitä, että Suomen talouden pitkän aikavälin trendikasvutahti jää ennustehorisontin jälkeisinä vuosina alle kahteen prosenttiin. Investoinneilla tuotannon automaatioon, talouden digitalisaatioon ja infrastruktuuriin sekä vauhdittamalla työperäistä maahanmuuttoa talouden kasvukattoa voidaan nostaa hieman korkeammalle, mutta kasvuvauhdin rakenteellinen hidastuminen näyttää liki varmalta. Hidastuva kasvu ja ikääntyvä väestö molemmat vaikuttavat heikentävästi julkiseen sektoriin, jonka tilaan täytyy kiinnittää lisää huomiota.

Asuntomarkkinoilla ostajan markkinat

Asuntomarkkinat toimivat vilkkaasti koronakriisin aikana, mutta kaupankäynti hyytyi korkojen noustua ja taloudellisen epävarmuuden iskiessä markkinatoimijoiden mieliin. Lokakuussa tehtiin kiinteistönvälittäjien kautta 29 prosenttia vähemmän kauppvoja kuin vuotta aikaisemmin. Samaan aikaan uusien asuntolainojen nostot putosivat 33 prosenttia. Sijoitusasuntolainojen kysyntä on pudonnut enemmän kuin oman kodin ostoon otettujen lainojen. Hinnoissa tilanne on ollut tasaisempi. Tilastokeskuksen mukaan käytettyjen osakeasuntojen hinnat nousivat kolmannella neljänneksellä koko maassa 0,3 prosenttia verrattuna edellisvuoteen ja laskivat 1,7 prosenttia edellisestä neljänneksestä. Helsingissä hinnat laskivat 1,5 prosenttia vuoden takaisesta. Espoossa ja Vantaalla hinnat pysyivät edellisvuoden tasolla. Muissa suurissa kaupungeissa hinnat nousivat hieman verrattuna vuoden 2021 vastaavaan ajankohtaan. Kuukausitasolla käytettyjen osakeasuntojen hinnat olivat laskeneet lokakuuhun mennessä yli 3 prosenttia kesäkuun huippulukemista.

Kuluttajien luottamuskselyn mukaan kuluttajien asunnon ostoaiheet ja lainanottoaiheet ovat painuneet aavistuksen korona-aikaa edeltänyttä tasoa matalammalle. Talouden tilan heiketessä ja korkojen nousun jatkuessa odotamme asuntokaupan pysyvän merkittävästi viime vuosia matalammalla tasolla vuonna 2023. Etenkin asuntosijoittajat pysyvät varovaisina, sillä kohoavien kustannusten aiheuttama paine vastikkeisiin, korkomenojen nousu ja vuokratulojen heikko näkyvä heikentävät sijoitusten kannattavuutta. Vuokra-asunnoista on runsaasti tarjontaa ja uusia asuntoja valmistuu huomattava määrä lähikuukausina. Asunnon vaihtajille tilanne on parempi, mutta asuntojen hinnat saattavat kehittyä eri alueilla poikkeavalla tavalla, mutta heikentää kiinnostusta asunnon vaihtamiseen. Ensiasunnon ostajalla tilanne kohentuu asuntojen hintojen laskiessa, mutta korkeat korot ja työmarkkinoiden epävarmuus voivat viivyttää ostopäätöstä. Odotamme asuntolainojen viitekorkojen nousevan vielä hieman talven aikana.

Myyntöomien uusien asuntojen varanto kääntyi Elinkeinoelämän keskusliiton suhdannekyselyn mukaan pieneen nousuun kolmannella neljänneksellä, mutta niiden määrä oli yhä pieni. Lähikuukausina valmistuu runsaasti asuntoja, joten myyntipuolelle kertyy painetta ostajien pysyessä varovaisina. Uudiskohteiden hinnoissa onkin laskupainetta. Ennakoimme, että ensi vuonna asuntotuotanto jarruttaa selvästi, koska heikon kysynnän lisäksi korkojen nousu ja rakennuskustannukset heikentävät uusien hankkeiden kannattavuutta.

Asuntolainamarkkina jäähdyntynyt

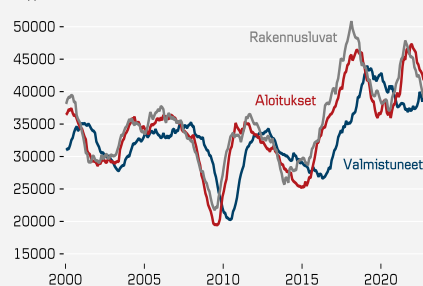
Uusia asuntolainoja kuukaudessa, mrd euroa, kausitasoitettu



Lähde: Macrobond Financial, Suomen Pankki

Asuntojen rakennusluvut laskussa

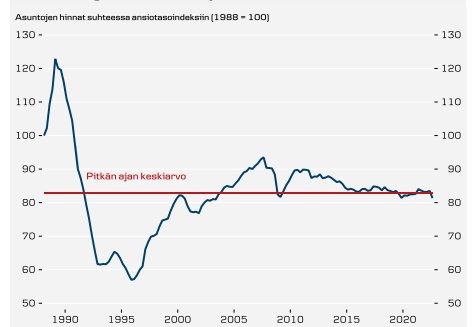
Kappaletta, asunnot, liukuva vuosisumma



Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

Historian suurimmat hintaromahdukset liittyvät tilanteisiin, joissa asuntomarkkinat ovat ylikuumentuneet ja talouden merkittävä heikkeneminen on aiheuttanut maksuhäiriöitä asuntolainoissa sekä pakottanut myymään asuntoja alentuneeseen hintaan. Asuntokauppa on käynyt viime vuode vilkkaana, mutta Suomen hintataso ei ole noussut erityisen rajusti, joten markkinoilla ei ole ainakaan merkittävää hintakuplaa. Pakkomyynteiltä voidaan välttyä, mikäli työllisyystilanne pysyy kohtuullisena ja asuntovelalliset etsivät ajoissa joustomahdollisuuksia kuten lyhennysvapaita. Asuntojen hinnat laskevat todennäköisesti muutaman prosentin ensi vuonna. Taloustilanteen vakautuminen, korkojen kääntyminen laskuun ja uudistuotannon vähäisyys kääntävät asuntojen hinnat loivaan nousuun 2024.

Asuntojen hinnat per tulot



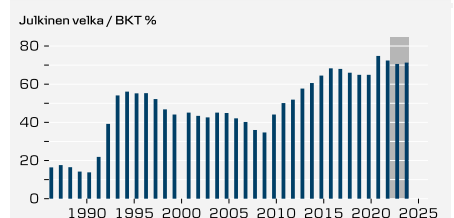
Julkinen talous pysyy vajeisena pitkään

Julkinen velka on kasvanut ripeästi ja kasvaa edelleen. Viimeisimmän virallisen arvion mukaan valtio otti vuonna 2021 uutta velkaa noin 3,9 miljardia euroa. Kuluvana vuonna 2022 verotulot ovat kasvaneet nopeasti ja julkisen talouden vaje on parantunut odotuksia nopeammin. Uutta valtion nettovelkaa oli silti otettu lähes 13 miljardia euroa marraskuun lopussa. Vuonna 2023 taantuma, energiakriisin hoito, korkojen nousu, huoltovarmuuteen tehtävät investoinnit ja puolustusmäärärahojen kasvu lisäävät julkista alijäämää. SOTE-uudistus vaikuttaa julkisen talouden laskelmiin 2023, jolloin hyvinvointialueiden työntekijöiksi siirtyy muun muassa yli 170 000 sosiaali- ja terveydenhuollon ja pelastustoimen työntekijää kunnista ja kuntayhtymistä. Tämä ei muuta suurta kuvaa julkisesta taloudesta ennustehorisontilla. Pidemmällä tähtäimellä järjestelmää kannattaisi tehostaa, jotta kustannukset voidaan pitää kurissa.

Valtion toisen lisätalousarvioesityksen mukaan valtion nettolainanotoksi vuonna 2022 arvioitiin noin 8,9 miljardia euroa. Kolmannessa lisätalousarvioesityksessä tähän lisättiin maksimissaan 10 miljardin euron määräraha sähkön johdannaismarkkinoilla toimiville yhteiskunnan toimivuuden kannalta kriittisille yhtiöille niiden sähkösopimusten suojaamisessa käytettävien johdannaissopimusten vakuusvaatimusten edellyttämän likvideettitarpeen turvaavien lainojen ja takauksien myöntämiseen. Tuki on tilapäinen, eli sen ei pitäisi kasvattaa valtion velkaa pysyvästi. Toteutua alijäämä on todennäköisesti pienempi. Vuoden 2023 talousarvioesityksen mukaan valtion alijäämä on noin 6,5 miljardia euroa. Odotamme taloustilanteen heiketessä hieman suurempaa alijäämää.

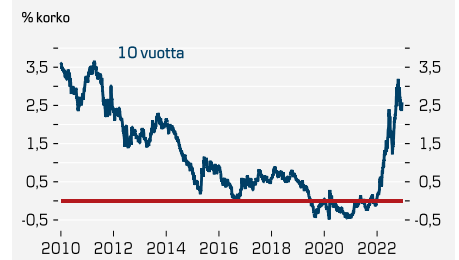
Vuonna 2022 odotamme velkasuhteen laskevan, koska nimellinen bruttokansantuote kasvaa selvästi hintatason noustessa, mikä painaa velkasuhdetta alas. Vuonna 2023 energiayhtiöiden tilapäisten tukiluottojen voi odottaa erääntyvän, mikä teknisesti supistaa muutoin paisuvaa alijäämää. Välittömien sotaan ja suhdanteeseen liittyvien menopaineiden lisäksi väestön ikääntymisen aiheuttamat kustannukset kasvavat 2020-luvun puolivälin jälkeen. Velkasuhde kasvaa vuonna 2023 ja 2024. Suomen velkataso ei ole eurooppalaisittain poikkeuksellinen, mutta velkasuhde ylittää reippaasti muut Pohjoismaat ja tekee tulevien kriisien hoitamisesta haastavampaa.

Julkinen velkasuhde 2022-24



Suomen valtionvelan 10 vuoden korko nousi viime talvena positiiviseksi, kun inflaatiohuolet yleisesti nostivat pitkiä korkoja. Korkojen nousu jatkui, kun EKP kiristi rahapolitiikkaa. Viime kuukausina korkotaso on ajoittain laskenutkin, koska EKP:n rahapolitiikan kiristymisen odotetaan olevan pian ohi. Korkoero suhteessa Saksaan on kasvanut hieman, mutta ero esimerkiksi Itävaltaan on pysynyt pienenä. Luottoluokituslaitokset ovat suhtautuneet velkaantumiseen rauhallisesti, mutta ne edelleen odottavat rakenteellisia uudistuksia, jotka purkaisivat kestävyysvajetta ja toisivat lisää finanssipoliittista liikkumavaraa. Velan lisäksi valtiolla on muitakin vastuita, kuten kansainvälisesti vertaillen korkeat myönnetyt takaukset.

Valtion velan korko nousi nopeasti



Lähde: Macrobond Financial

Riskikuva elää ajassa

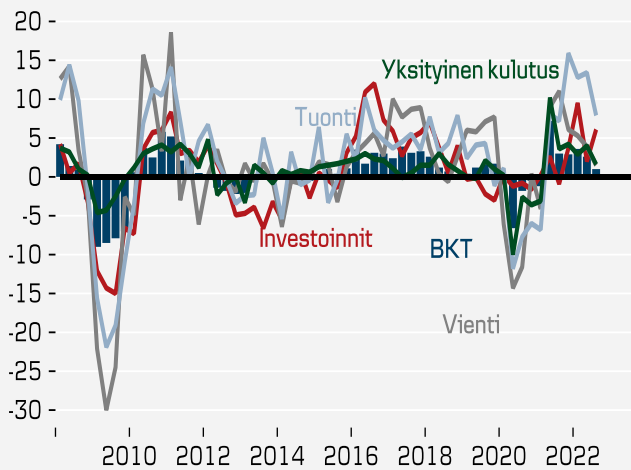
Monet suurimmista riskeistä ovat yllättäviä, ja niihin on vaikea varautua. Vanhoista riskeistä korona ja inflaatio ovat edelleen huolia talouden kannalta, mutta koronan osalta todennäköisyys suureen takaiskuun on pienentynyt lääketeollisuuden läpimurtojen ansiosta. Inflaatio liittyy sekä jo viime vuonna nähtyyn kysynnän voimistumiseen ja tuotanto-ongelmiin, joita koronan väistyminen vähentää, että Ukrainassa käytävän sodan seurauksiin etenkin energiemarkkinoilla. Suomi kärsii Venäjän kaupan alasajon suorien vaikutusten lisäksi epäsuorasti kauppakumppanien vaikeuksien kautta. Korot nousevat ja taantuman riski Yhdysvalloissa ja etenkin Euroopassa on huomattava. Energiakriisi voi yllättää molempiin suuntiin. Pitkittävä energiapula pitää talouden suhdannekuvaa heikkona vielä 2024.

Kotimaassa korostuvat välittömän energiakriisin lisäksi keskipitkän ja pitkän aikavälin riskit. Inflaation kirittämät palkankorotukset voivat turmella hintakilpailukyvyyn ja latistaa viennin jo vaatimattomammiksi muodostuvat kasvuluvut lähivuosilta. Pula osaavasta työvoimasta on riski kotimaiselle talouskehitykselle. Pidemmällä tähtäimellä talouden merkittävin kotimainen rakenteellinen haaste onkin väestön ikääntyminen, työikäisen väestön supistuminen ja ikäsidonnaisten menojen kasvu. Tulevaisuudessa tarvittavia toimenpiteitä ovat työperäisen maahanmuuton lisääminen, työllisyysasteen nosto koulutusta lisäämällä ja sosiaaliturvan kannusteita parantamalla sekä EU:n elvytysrahojen fiksi käyttö tuottavuutta parantavaan digitalisaatioon ja vihreään siirtymään, joka parantaisi huoltovarmuutta.

Pasi Kuoppamäki

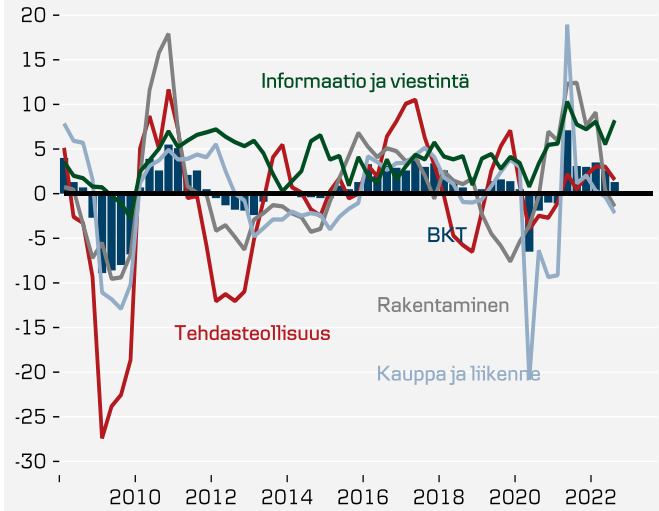
Tarjonta ja kysyntä

% vuosikasvu neljänneksittäin, työpäiväkorjattu



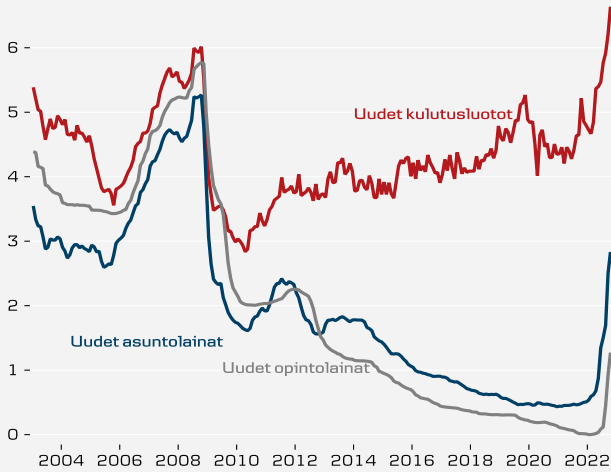
Tuotanto toimialoittain

% vuosimuutos neljänneksittäin

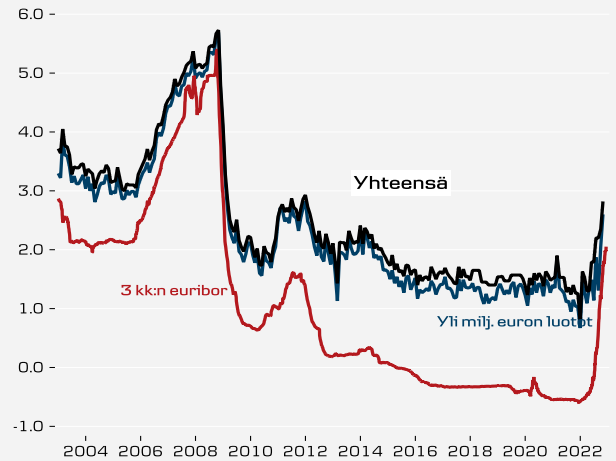


Uusien kotitalouslainojen korkokehitys

% Uusien kotitalouslainojen korot

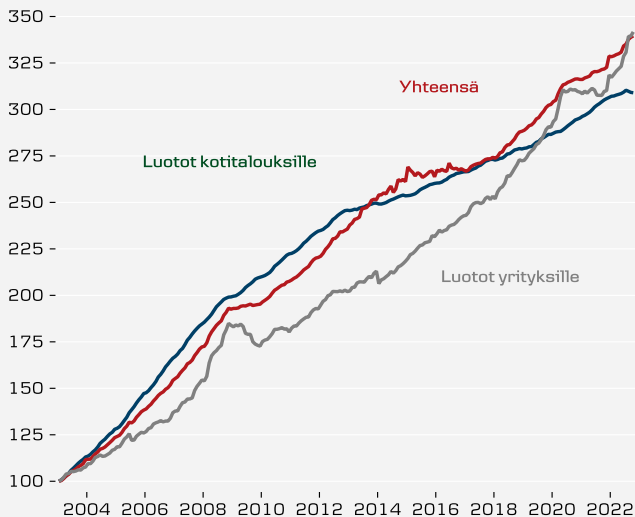


Uusien yritysluottojen korkokehitys



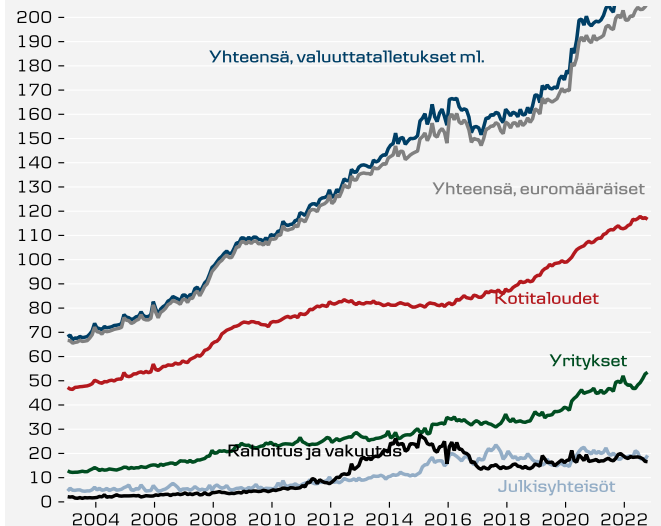
Luottokannan kehitys

2003/1 = 100, Pankkien ja muiden rahalaitosten luotonanto



Talletuskannan kehitys

Talletuskanta asiakasryhmittäin, mrd. euroa



SUOMI

			ennuste	ennuste	ennuste
Kysyntä ja tarjonta	2020	2021	2022	2023	2024
Määrän muutos, %					
Bkt	-2,2	3,0	1,8	-0,7	0,5
Tuonti	-6,2	6,0	7,0	-2,0	1,0
Vienti	-7,8	5,4	1,5	-1,5	1,5
Kulutus	-3,1	3,9	2,4	0,3	0,6
-yksityinen	-4,0	3,7	2,3	-0,3	0,4
-julkinen	0,3	2,9	2,5	1,5	1,0
Investoinnit	-0,9	1,5	4,5	-1,0	0,5
Indikaattoreita	2020	2021	2022	2023	2023
Työttömyysaste, %	7,8	7,7	6,8	7,3	7,2
Ansiotaso, %	1,9	2,3	2,6	4,0	3,5
Inflaatio, %	0,3	2,2	7,2	4,8	2,2
Asuntojen hinnat, %	1,5	3,7	1,0	-4,0	3,0
Vaihtotase, mrd. eur	2,0	1,8	-9,0	-7,5	-6,0
Vaihtotase / bkt, %	0,8	0,7	-3,3	-2,7	-2,1
Julkinen alijäämä / bkt, %	-5,5	-2,6	-1,8	-2,5	-2,0
Julkinen velka / bkt, %	74,8	72,3	70,7	71,0	71,7

Ennusteet:: Danske Bank Research

				Ennuste	Ennuste
Vuosimuutos, %	2020	2021	2022	2023	2024
Euroalue					
BKT	-6,5	5,3	3,3	-0,9	0,0
Kuluttajahinnat	0,3	2,6	8,6	7,6	3,2
Iso-Britannia					
BKT	-9,8	7,4	0,3	-0,7	0,8
Kuluttajahinnat	0,9	2,6	8,4	6,2	2,6
Japani					
BKT	-4,7	1,7	1,4	0,7	0,9
Kuluttajahinnat (pohja)	-0,2	-0,2	2,2	2,4	1,4
Kiina					
BKT	2,2	8,6	3,3	4,9	5,3
Kuluttajahinnat	2,5	0,7	2,5	2,5	2,5
Yhdysvallat					
BKT	-3,4	6,0	1,9	-0,2	0,5
Kuluttajahinnat	1,2	4,7	8,1	3,4	1,7

Kansainvälisen talouden ennusteet: Danske Bank Research



Pääekonomisti

Pasi Kuoppamäki

puh. 010 546 7715

pasi.kuoppamaki@danskebank.fi

Twitter [@Pasi_Kuoppamaki](https://twitter.com/Pasi_Kuoppamaki)

Julkaisun päätoimittaja



Analyttikko

Antti Ilvonen

puh. +358 445 180 297

antti.ilvonen@danskebank.com

Twitter [@AnttiIlvonen](https://twitter.com/AnttiIlvonen)

ISSN 2323-7457

Danske Bank A/S, Suomen sivuliike
Televisiokatu 1, PL 1243, 00075 DANSKE BANK
Y-tunnus 1730744-7

Tässä katsauksessa on käytetty yleisön saatavilla olevia tietoja. Keskeiset tilastolähteet ovat: Macrobond, Tilastokeskus, Suomen Pankki ja Tulli.

Tämä katsaus perustuu Danske Bank A/S:n ("pankki") tekemiin arvioihin ja mielipiteisiin. Niiden perustana olevat tiedot on koottu pankin luotettavina pitämistä julkisista lähteistä. Pankki tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhtiö taikka niiden palveluksessa olevat henkilöt eivät takaa esitettyjen tietojen, arvioiden ja mielipiteiden oikeellisuutta tai täydellisyyttä eivätkä vastaa mistään suorista tai epäsuorista kuluista, vahingoista tai menetyksistä, joita katsauksen tai sen sisältämien tietojen käyttö mahdollisesti voi aiheuttaa. Katsauksessa annetut suositukset ja arviot edustavat pankin mielipiteitä ja arvioita julkaisuhetkellä ja niitä voidaan muuttaa ilman eri ilmoitusta. Tämä katsaus sisältää pankin immateriaalioikeudellisesti suojattua aineistoa, johon pankki pidättää kaikki immateriaaliset ja muut oikeudet.

Katsaus on tarkoitettu ainoastaan alkuperäisen vastaanottajan käyttöön eikä sitä saa millään tavalla jäljentää, julkaista tai levittää ilman pankin kirjallista etukäteislupaa. Pankki tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhtiö taikka niiden palveluksessa oleva henkilö saattaa tarjota palveluita katsauksessa mainituille yhtiöille, käydä kauppaa tiedotteen kohteena olevien yhtiöiden liikkeeseen laskemilla arvopapereilla, hoitaa tiedotteen kohteena olevien yhtiöiden toimeksiantoja taikka on saattanut toimia katsauksessa esitetyn tiedon perusteella jo ennen katsauksen julkaisemista. Tätä katsausta ei voida missään tilanteessa pitää arvopaperien myynti- tai ostotarjouksena tai kehotuksena arvopaperi- tai muuhun kaupankäyntiin. Sama koskee myös niitä alueita, joiden laki ei salli tarjousten, kehotusten tai suositusten esittämistä.

Disclosures

This research report has been prepared by Danske Bank A/S ('Danske Bank'). The authors of this research report are Pasi Kuoppamäki, Chief Economist and Antti Ilvonen, Analyst

Analyst certification

Each research analyst responsible for the content of this research report certifies that the views expressed in the research report accurately reflect the research analyst's personal view about the financial instruments and issues covered by the research report. Each responsible research analyst further certifies that no part of the compensation of the research analyst was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations expressed in the research report.

Regulation

Authorised and regulated by the Danish Financial Services Authority (Finanstilsynet). Deemed authorised by the Prudential Regulation Authority. Subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details of the Temporary Permissions Regime, which allows EEA-based firms to operate in the UK for a limited period while seeking full authorisation, are available on the Financial Conduct Authority's website.

Danske Bank's research reports are prepared in accordance with the recommendations of the Danish Securities Dealers Association.

Conflicts of interest

Danske Bank has established procedures to prevent conflicts of interest and to ensure the provision of high-quality research based on research objectivity and independence. These procedures are documented in Danske Bank's research policies. Employees within Danske Bank's Research Departments have been instructed that any request that might impair the objectivity and independence of research shall be referred to Research Management and the Compliance Department. Danske Bank's Research Departments are organised independently from, and do not report to, other business areas within Danske Bank.

Research analysts are remunerated in part based on the overall profitability of Danske Bank, which includes investment banking revenues, but do not receive bonuses or other remuneration linked to specific corporate finance or debt capital transactions.

Financial models and/or methodology used in this research report

Calculations and presentations in this research report are based on standard econometric tools and methodology as well as publicly available statistics for each individual security, issuer and/or country. Documentation can be obtained from the authors on request.

Risk warning

Major risks connected with recommendations or opinions in this research report, including as sensitivity analysis of relevant assumptions, are stated throughout the text.

Expected updates

Quarterly

Date of first publication

See the front page of this research report for the date of first publication.

General disclaimer

This research has been prepared by Danske Bank A/S. It is provided for informational purposes only and should not be considered investment, legal or tax advice. It does not constitute or form part of, and shall under no circumstances be considered as, an offer to sell or a solicitation of an offer to purchase or sell any relevant financial instruments (i.e. financial instruments mentioned herein or other financial instruments of any issuer mentioned herein and/or options, warrants, rights or other interests with respect to any such financial instruments) ('Relevant Financial Instruments').

This research report has been prepared independently and solely on the basis of publicly available information that Danske Bank A/S considers to be reliable but Danske Bank A/S has not independently verified the contents hereof. While reasonable care has been taken to ensure that its contents are not untrue or misleading, no representation or warranty, express or implied, is made as to, and no reliance should be placed on, the fairness, accuracy, completeness or reasonableness of the information, opinions and projections contained in this research report and Danske Bank A/S, its affiliates and subsidiaries accept no liability whatsoever for any direct or consequential loss, including without limitation any loss of profits, arising from reliance on this research report.

The opinions expressed herein are the opinions of the research analysts and reflect their opinion as of the date hereof. These opinions are subject to change and Danske Bank A/S does not undertake to notify any recipient of this research report of any such change nor of any other changes related to the information provided in this research report.

This research report is not intended for, and may not be redistributed to, retail customers in the United Kingdom (see separate disclaimer below) and retail customers in the European Economic Area as defined by Directive 2014/65/EU.

This research report is protected by copyright and is intended solely for the designated addressee. It may not be reproduced or distributed, in whole or in part, by any recipient for any purpose without Danske Bank A/S's prior written consent.

Disclaimer related to distribution in the United States

This research report was created by Danske Bank A/S and is distributed in the United States by Danske Markets Inc., a U.S. registered broker-dealer and subsidiary of Danske Bank A/S, pursuant to SEC Rule 15a-6 and related interpretations issued by the U.S. Securities and Exchange Commission. The research report is intended for distribution in the United States solely to 'U.S. institutional investors' as defined in SEC Rule 15a-6. Danske Markets Inc. accepts responsibility for this research report in connection with distribution in the United States solely to 'U.S. institutional investors'.

Danske Bank A/S is not subject to U.S. rules with regard to the preparation of research reports and the independence of research analysts. In addition, the research analysts of Danske Bank A/S who have prepared this research report are not registered or qualified as research analysts with the New York Stock Exchange or Financial Industry Regulatory Authority but satisfy the applicable requirements of a non-U.S. jurisdiction.

Any U.S. investor recipient of this research report who wishes to purchase or sell any Relevant Financial Instrument may do so only by contacting Danske Markets Inc. directly and should be aware that investing in non-U.S. financial instruments may entail certain risks. Financial instruments of non-U.S. issuers may not be registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and may not be subject to the reporting and auditing standards of the U.S. Securities and Exchange Commission.

Disclaimer related to distribution in the United Kingdom

In the United Kingdom, this document is for distribution only to (I) persons who have professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the 'Order'); (II) high net worth entities falling within article 49(2)(a) to (d) of the Order; or (III) persons who are an elective professional client or a per se professional client under Chapter 3 of the FCA Conduct of Business Sourcebook (all such persons together being referred to as 'Relevant Persons'). In the United Kingdom, this document is directed only at Relevant Persons, and other persons should not act or rely on this document or any of its contents.

Disclaimer related to distribution in the European Economic Area

This document is being distributed to and is directed only at persons in member states of the European Economic Area ('EEA') who are 'Qualified Investors' within the meaning of Article 2(e) of the Prospectus Regulation (Regulation (EU) 2017/1129) ('Qualified Investors'). Any person in the EEA who receives this document will be deemed to have represented and agreed that it is a Qualified Investor. Any such recipient will also be deemed to have represented and agreed that it has not received this document on behalf of persons in the EEA other than Qualified Investors or persons in the UK and member states (where equivalent legislation exists) for whom the investor has authority to make decisions on a wholly discretionary basis. Danske Bank A/S will rely on the truth and accuracy of the foregoing representations and agreements. Any person in the EEA who is not a Qualified Investor should not act or rely on this document or any of its contents.

Report completed: 14 December 2022, 18:00 CET

Report first disseminated: 15 December 2022, 09:30 CET