

# Kylmä taloustaalvi edessä

## Sitkeää inflaatiota, kohonneita korkoja ja epävarmuutta

- Maailmantalouden näkymä on synkistynyt vuoden 2022 vanhetessa. Inflaatio, korkojen nousu, geopoliittiset jännitteet ja yleinen epävarmuus rasittavat sekä yrityksiä että kuluttajia. Taantuman uhka kolkuttaa oveilla monissa maissa. Yhdysvallat kävi jo teknisessä taantumassa, ja odotamme euroalueen luisuvan taantumaan, kun energia kallistuu.
- Työmarkkinat ovat kiristyneet useissa maissa ja avoimia työpaikkoja on runsaasti. Etenkin Yhdysvalloissa palkat nousevat nopeasti, mikä ylläpitää inflaatiopaineita. Hyvä työmarkkinatilanne tuo toisaalta vakautta epävarmana aikana. Inflaation nopea kiihtyminen ja riski työmarkkinoiden ylikuumentumisesta ajavat keskuspankkeja kiristämään rahapolitiikkaa. Yhdysvaltojen ja Euroopan keskuspankit nostavat ohjauskorkoja nopeaan tahtiin syksyllä 2022, mutta taantumahillitsee keskuspankkeja 2023.
- Venäjän kaupan romahdus, globaalin talouskasvun hiipuminen, korkea inflaatio, nousevat korot ja yleinen epävarmuus painavat Suomen taloutta. Pääskenaariossa odotamme bruttokansantuotteen nousevan 2,0 prosenttia tänä vuonna (kesäkuun ennuste oli 1,5 %) ja supistuvan 0,2 prosenttia vuonna 2023, minkä jälkeen kasvu pysyy hitaana.
- Työllisyystilanne heikkenee hieman. Avoimia työpaikkoja on 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.
- Asuntokauppojen lukumäärä vähenee ja hinnat laskevat aavistuksen.
- Valtio ottaa lisävelkaa energiakriisin hoidon ja maanpuolustukseen tarvittavien panostusten vuoksi, mutta velkasuhde pysyy vakaana.

SUOMI	Nykyinen ennuste			Edellinen ennuste	
	2021	2022	2023	2022	2023
BKT, volyymi, %	3,0	2,0	-0,2	1,5	1,6
Työttömyysaste, %	7,7	6,8	7,3	6,4	6,3
Inflaatio, %	2,2	6,6	3,7	6,0	2,5
Ansiotaso, %	2,3	2,6	3,5	3,0	3,0
Asuntojen hinnat, %	3,7	1,5	-1,0	1,0	1,0
Vaihtotase / BKT, %	0,9	-2,6	-1,4	-0,6	-0,2
Julkinen velka / BKT, %	72,3	70,6	71,3	65,0	64,8

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

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

## Laskeva ostovoima ja nousevat korot hidastavat euroalueen kasvua

Vaikka euroalueen talouden alkuvuosi oli pelättyä vahvempi, ovat näkymät heikenneet nopeasti kesän ja alkusyksyn aikana. Venäjä on laskenut maakaasutoimituksiaan Eurooppaan vain kymmenesosaan vuodentakaisesta, minkä seurauksena sekä maakaasun että sähköenergian hinnat ovat kohooneet huomattavasti. Pandemia-ajalta patoutunut kysyntä ja kotitalouksien säästöt tukivat kasvua vielä keväällä, mutta inflaatio puree nyt kuluttajien ostovoimaan ennätysnopeasti. Odotamme euroalueen talouden painuvan taantumaan vielä loppuvuoden aikana, ja kasvun pysyvän heikkona alkuvuotta 2023 kohden. Ensi vuoden loppupuolella kohoavat investoinnit energiaomavaraisuuden kasvattamiseen voivat tarjota maltillista tukea kasvuille, mutta riskit ovat yhä kallellaan vieläkin heikemmän kehityksen suuntaan.

Koko euroalueen talouden tasolla odotamme ensi vuoden kasvun jäävän vain 0,3 prosenttiin, BKT tulee supistumaan talvikuukausien aikana. Kehitys on vieläkin heikompaa niissä maissa, jotka kärsivät suoraan mahdollisesta maakaasun loppumisesta. Riskit korostuvat Saksassa, jonka BKT:n emme usko kasvavan lainkaan ensi vuonna.

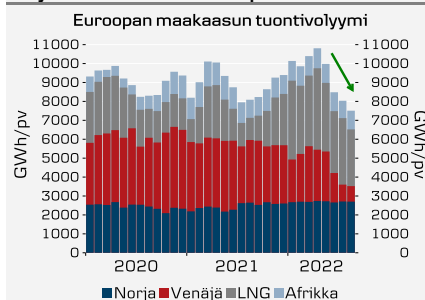
Odotamme euroalueen inflaation saavuttavan huippunsa yli 10 prosentissa ja kääntyvän selkeämpään laskuun vasta ensi vuonna. Vaikka energian hinnat pysyttelevät todennäköisesti selvästi totuttua korkeammalla myös 2023, inflaatiovaikutus alkaa tasaantua korkeista vertailutasoista johtuen. Talouden laskeva aktiviteetti sekä investoinnit tarjonnan kasvattamiseksi tulevat myös osaltaan hillitsemään hintojen nousua. Pidemmän aikavälin inflaationäkymät riippuvat paljon palkkainflaation ja inflaatio-odotusten kehityksestä, toistaiseksi euroalueella palkat ovat kohooneet suhteessa Yhdysvaltoja maltillisemmin. Viime viikkoina nousupainetta on kuitenkin ollut ilmassa. Saksassa minimipalkkoja nostetaan 20 % lokakuun alusta ja viimeisimpänä Hollanti ilmoitti 10 % korotuksesta. Myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat kohooneet maltillisesti niin markkinoilla kuin kyselyissäkin.

## EKP ennakoi koronnostojen jatkuvan

Euroopan keskuspankki nosti ohjauskorkojaan peräti 75 korkopistettä syyskuun kokouksessa. Vaikka keskuspankki korosti, että näin suuret kertanostot ovat jatkossakin poikkeuksellisia, se myös painotti koronnostojen jatkuvan vielä tulevien kuukausien ajan. Markkina korotti odotuksiaan EKP:n tulevasta koronnostosta, joiden odotetaan venyvän vielä ensi vuoden alkupuolelle saakka. Nousevat korko-odotukset kohottivat myös euriboreja voimakkaasti syyskuun alussa. Tällä hetkellä markkina hinnoittelee 12 kk euriborin saavuttavan huippunsa noin 3 % tasolla ensi vuoden keväällä. Lähtökohtaisesti uskomme taantumariskien pakottavan EKP:n keskeyttämään koronnostosyklinsä markkinan hinnoittelua aikaisemmin, mikä tarkoittaisi myös euriborien tasaantuvan markkinan odotuksia matalammalle tasolle.

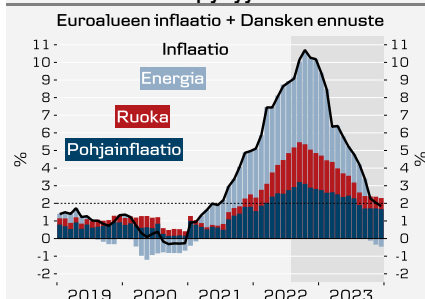
EKP:n keskeinen haaste liittyy inflaation taustalla piilevään energiapulaan, johon koronnostoilla ei luonnollisestikaan voida vaikuttaa. Euroalueella nyt nähtävästä inflaatiosta noin puolet liittyy suoraan energian hintoihin, ja

### Venäjän kaasutuonnin pudotusta ei ole täysin onnistuttu kompensoimaan



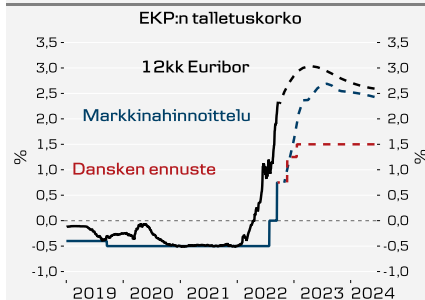
Lähde: Refinitiv

### 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

erityisesti sähkön hintojen nousu välittyy myös muihin inflaation komponentteihin.

Keskuspankin tuoreimmat kommentit kuitenkin viittaavat siihen, ettei inflaation taustalla olevilla ajureilla ole nykytilanteessa enää keskeistä merkitystä, vaan keskuspankin huomio on nyt pitkän aikavälin inflaatoriskien hallinnassa (kirjoitimme aiheesta jo viime keväänä, kts. [Markkinakommentti: Keskuspankit reagoivat pitkän aikavälin inflaatoriskeihin](#), 6. toukokuuta).

EKP, kuten monet muutkin keskuspankit ympäri maailman, on tarkan ennakoivan viestinnän sijaan kertonut toteuttavansa rahapolitiikkaa lähinnä talouden kehityksestä riippuen. Rahapolitiikka on luonteeltaan aina eteenpäin katsovaa, koska korkoliikkeet vaikuttavat reaalityöelämään pitkällä, noin 1,5 vuoden viiveellä. Nykytilanteessa tulevaisuuden ennustaminen on kuitenkin niin epävarmaa, että keskuspankkiiriin on pakko tehdä päätökset lähinnä toteutuneen talousdatan perusteella.

Eteenpäin katsovan rahapolitiikan toteuttaminen taaksepäin katsovan datan perusteella nostaa luonnollisesti riskiä liiallisista koronnostoista taantumariskejä vastaan. Jos rahapolitiikkaa kiristetään voimakkaasti, vaikka talouden aktiivisuus on jo kääntynyt rahapolitiikasta riippumattomista syistä laskuun, on riskinä entistäkin syvempi ja/tai pidempikestoisempi taantuma.

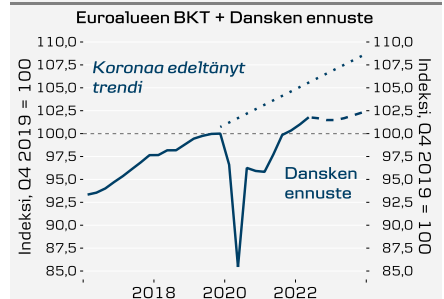
Lisäksi euroalueella nyt nähtävät finanssipoliittiset elvytystoimet voivat pakottaa EKP:n entistäkin voimakkaampiin koronnostoihin. Useat euroalueen valtiot ovat pyrkineet kompensoimaan nopean inflaation vaikutuksia kuluttajille ja yrityksille muun muassa veronkevennyksillä ja suorilla tuilla, mitkä tullaan todennäköisesti ainakin osittain rahoittamaan uudella velanotolla. Vaikka kohdistetut tukitoimet ovat perusteltuja erityisesti heikommassa asemassa olevien elinkustannusten nousun rajoittamiseksi, on niillä luonteeltaan talouden kokonaiskysyntää elvyttävä ja siten inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Finanssipoliittikan suunta on nyt siis monin paikoin päinvastainen rahapolitiikkaan nähden, jolloin korkoja voidaan joutua nostamaan suhteessa voimakkaammin finanssipoliittikan inflatorisen vaikutuksen kompensoimiseksi.

## Yhdysvaltojen talouden vahva loppuvuosi taittuu taantumaa alkuvuonna 2023

Siinä missä energiakriisi on heikentänyt euroalueen kasvunäkymiä selvästi, Yhdysvallat energian nettoviejänä jopa hyötyy korkeana pysyttelevistä hintatasoista. Maakaasun ja sähkön hintatasot eivät ole Yhdysvaltojen markkinoilla kohonneet Euroopan tapaan, ja heinä-elokuussa laskeneet bensien hinnat ovat pitkästä ajasta kääntäneet kuluttajien reaalisen ostovoiman kasvuun. Myös työmarkkinakehitys on pysytellyt vahvana, työllisyys kasvaa ripeästi ja avoimia työpaikkoja on yhä runsaasti.

Yhdysvaltojen talous painui alkuvuonna tekniseen taantumaa, mutta BKT:n laskua selitti vuoden 1. neljänneksellä voimakkaasti kohonnut tuonti ja 2. neljänneksellä varastojen kasvun hidastuminen. Yksityinen kulutus jatkoi maltillista kasvua, ja ostovoiman elpyminen ennakoii BKT:n kääntyvän jälleen kasvuun loppuvuoden aikana. Myös nettovienti tukee kasvua, kun edelleen

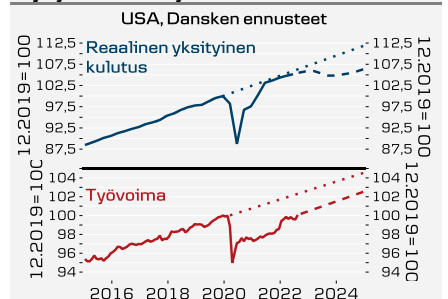
### Kasvunäkymä on heikko, ja riskit yhä selvästi alasuuntaisia



### Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat kohonneet, tosin vasta maltillisesti yli 2 prosentin



### USA:n talous on elpynyt potentiaaliaan nopeammin, ja Fedin on pakko saada kysyntää hillittyä



pandemian vaikutuksista normalisoituva kulutuskysyntä laskee tuontitavaroiden kysyntää samalla, kun energiavienti pysyy korkeana.

Polttonesteiden hintojen pudotuksesta huolimatta Yhdysvaltojen inflaatiopaine jatkuu yhä laaja-alaisena. Erityisesti kireältä työmarkkinalta kumpuava nopea palkkainflaatio lisää painetta jatkuviin hinnankorotuksiin. Työvoiman osallistumisaste vaikuttaa jääneen pandemian jäljiltä pysyvästi matalammalle tasolle, mikä viittaisi myös talouden potentiaalisen kasvutrendin laskeneen. Samaan aikaan viime vuosina nähty voimakas elvytys on nostanut BKT:n jo lähelle koronaa edeltänyttä trendiä. Potentiaaliaan nopeammin elpynyt kysyntä viittaa talouden ylikuumentuneen, mikä puolestaan ennakoii inflaatiopaineen pitkittyvän. Näin ollen myös Fed jatkaa rahapolitiikan nopeaa kiristystä, vaikka inflaatioluvut laskevatkin tänä syksynä selvästi kesän korkeimmilta tasoilta. Markkina ennakoii Yhdysvaltojen ohjauskoron saavuttavan jopa 4,5 % tason ensi keväänä.

Odotus kiristyvistä rahapolitiikasta on jo nostanut Yhdysvaltojen reaalista korkotasoa selvästi, mikä tulee hidastamaan kasvua ensi vuotta kohden. Uskomme Yhdysvaltojen talouden painuvan taantumaan alkuvuoden 2023 aikana, mutta toistaiseksi vahvana pysytellyt työmarkkina ja maltillisina pysytelleet inflaatio-odotukset ovat laskeneet riskiä hyvin syvästä taantumasta. Uskomme Yhdysvaltojen BKT:n supistuvan 0,2 % koko ensi vuoden aikana.

Koronnostojen vaikutus näkyy erityisesti Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla, kun kiinteäkorkoisten asuntolainojen korot ovat kohonneet paikoin jo yli kuuden prosentin. Asuntorakennusprojektien aloitukset ovat yhä verrattain korkealla tasolla, mutta asuntokauppojen ja rakennuslupien määrät ovat romahtaneet selvästi koronaa edeltäneen trendin alle. Asuntoinvestointien kehitys tulee olemaan selkeä kasvua hidastava tekijä ensi vuotta kohden.

Riskit liittyvät ennen kaikkea odotettua nopeampaan yksityisen kulutuksen ja työmarkkinatilanteen heikkenemiseen. Yritysten varastotasot ovat kohonneet kysynnän laskiessa, mikä voi lisätä painetta kustannusleikkauksiin ja näin ollen myös irtisanomisiin. Epävarmuus työllisyytilanteesta voi lisätä varovaisuutta myös kulutuksen osalta, mikä voi pahimmillaan ruokkia hidastuvan kasvun kierrettä.

## Energian hinnat pysyvät korkealla talvea kohden

Energiakriisi on vaikeutunut kesän aikana Venäjän vähennettyä kaasuvientiä Eurooppaan voimakkaasti. Laskeneiden tuontivolyymien kohottamat hinnat purevat eurooppalaiskuluttajien ostovoimaan nyt ennätysnopeasti. Kustannuspaine vaikuttaa myös yrityksiin, ja varsinkin runsaasti energiaa kuluttava teollisuus on jo paikoin joutunut rajoittamaan tuotantoaan. Isku sekä kuluttajille että yrityksille toteutuu viiveellä, kun energiakriisiä edeltäneet kiinteät sopimushinnat sekä hintojen kohoamista vastaan tehdyt suojat erääntyvät asteittain. Eurooppalaisissa tuottajahinnoissa onkin nähty kiihtyvää kohoamista.

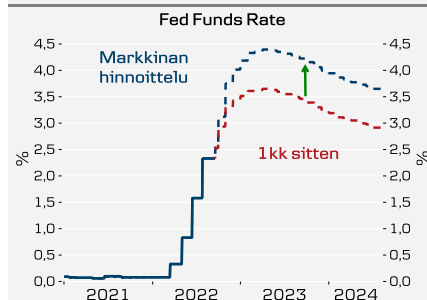
Maakaasun osuus varsinaisesta sähköntuotannosta on suhteellisen pieni, mutta sillä on silti keskeinen rooli niin kutsutun säätövoiman tuotannossa. Kun muiden tuotantotapojen, kuten tuuli- ja aurinkovoiman tuotantomäärät vaihtelevat vuorokaudenajasta ja sääolosuhteista riippuen, nopeasti käyttöönotettavalla säätövoimalla kyetään tasaamaan kokonaistuotannon

### Palkkakustannusten nopea kasvu luo korotuspainetta kuluttajahintoihin



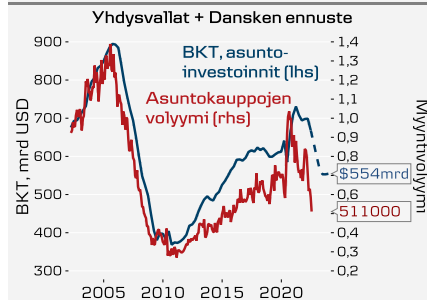
Lähde: Macrobond Financial

### Markkina on korottanut odotuksiaan Fedin koronnostoista



Lähde: Macrobond Financial, Danske Bank, Fed

### Yhdysvaltojen asuntomarkkina viilenee korkotason noustessa



Lähde: Macrobond Financial, U. S. Census Bureau, Danske Bank

vaihtelua. Sähkemarkkinoilla hinnat määräytyvät kalleimman tuotantomuodon rajakustannuksen mukaan, minkä vuoksi sähkön hinnat ovat kohonneet käsi kädessä maakaasun hintojen kanssa.

Maakaasun ohella Euroopan sähköntuotanto on ollut tavallista matalampaa myös muista syistä. Erityisesti Ranskassa kesän kokonaistuotanto jäi peräti neljänneksen vuodentakaista matalammaksi maan ydinvoimaloiden huoltokatojen vuoksi. Lisäksi kuiva sää on laskenut vesivoimavarantoja Etelä-Norjassa, mikä vaikuttaa Keski-Euroopan hintatasoihin.

EU pyrkii irtautumaan venäläisen kaasun käytöstä investoimalla uusiin nesteytetyn maakaasun eli LNG:n käyttöönotto-termiineihin. LNG:llä kytetään laskemaan akuutin kaasupulan riskiä, mutta koska LNG:tä on maailmanmarkkinoilla tarjolla lopulta rajallisesti, sen hintatasot tulevat pysymään korkeina. Venäjä on onnistunut kohdistamaan EU:n laskenutta öljyvientiä Kiinaan ja erityisesti Intiaan, mikä hillitsee negatiivista tarjontashokkia raakaöljyn maailmanmarkkinoille. Maakaasun osalta Venäjällä ei kuitenkaan ole riittävää kaasuputki-infrastruktuuria Euroopan viennin uudelleenreitittämiseksi, minkä vuoksi kaasun tarjonta on maailmanlaajuisesti laskenut.

## EU pohtii keinoja sähkön hintojen nousun rajoittamiseksi

Kaikista voimakkainta hintojen nousu on ollut sähkön futuurimarkkinoilla. Useat sähköntuottajat, jotka ovat myyneet sähköä futuurisopimuksilla ennen kriisin eskaloitumista, ovat olleet vaikeuksissa sopimukseen liittyvien vakuusvaateiden myötä. Myyjiin futuuripositioihin liittyy aina hintakehityksen mukana vaihteleva vakuusvaade, jolla varmistetaan, että myyjäosapuoli kykenee selviämään sopimusvaateistaan, vaikka markkinahinnat kohoaisivat sovittua futuurihintaa korkeammalle.

Koska sähkön tuotantokustannukset eivät maakaasua ja kivihiltä lukuun ottamatta ole kohonneet merkittävästi, sähkön myyminen vanhoilla matalammilla futuurihinnoilla ei ole useimmille sähköntuottajille ratkaiseva ongelma. Matala futuurihinta tarkoittaa, että sähköntuottaja ei pääse hyötymään korkeammista markkinahinnoista, mutta mikäli tuotantokustannuksissa ei ole tapahtunut selkeää nousua, myydystä futuuripositioista syntyy tappio jää suurelta osin laskennalliseksi. Sen sijaan itse vakuusvaateet ovat uhanneet ajaa useita sähkön tuottajia likviditeettiongelmiin, minkä vuoksi muun muassa Suomessa ja Ruotsissa julkishallinnot ovat sekä myöntäneet että taanneet lyhytaikaisia lainoja tilanteen vakauttamiseksi.

Koska vakuudet palautetaan futuurisopimuksen erääntyessä, kyseiset lainat kuvastavat luonteeltaan väliaikaista tukea sähkön tuottajille, eikä niillä sen vuoksi ole merkittävää kansantaloutta elvyttävää vaikutusta.

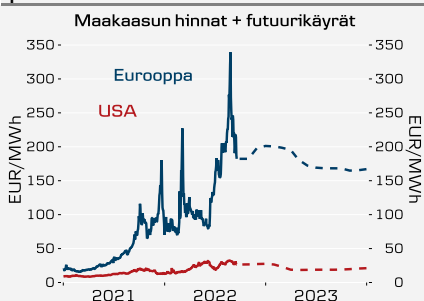
Suurempi haaste liittyy sen sijaan kuluttajan ostovoiman suojaamiseksi tehtyihin toimiin. Useimmat EU-maat ovat valmistelleet kansallisia tukiohjelmia, joilla pyritään kompensoimaan inflaation vaikutuksia kuluttajille ja yrityksille. Lisäksi EU julkisti syyskuussa suunnitelman, jonka puitteissa muuten kuin säätövoimana tuotetulle sähköenergialle pyritään asettamaan EUR180/MWh hintakatto. Korkeista markkinahinnoista ja matalammalla pysyneistä

### Energian hinnat kiihdyttävät tuottajahintojen nousua



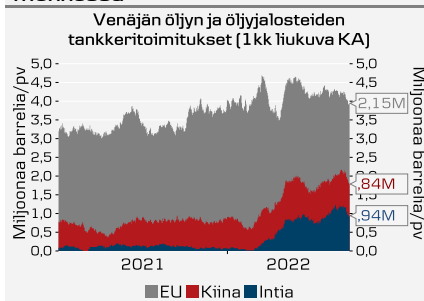
Lähde: Macrobond Financial, German Federal Statistical Office

### Maakaasun hintojen ei odoteta palautuvan vanhoille tasoille



Lähde: Refinitiv, EIA, \*) Venäjän data sisältää myös Neuvostoliiton kuuluneiden maiden tuotannon

### EU pyrkii irtautumaan täysin venäläisöljystä vuodenvaihteeseen mennessä



Lähde: Refinitiv, Danske Bank

tuotantokustannuksista hyötyneitä tuottajia pyritään verottamaan aiempaa voimakkaammin, ja kertyneitä verotuottoja käytetään kuluttajille myönnettävien tukiohjelmien rahoittamiseen.

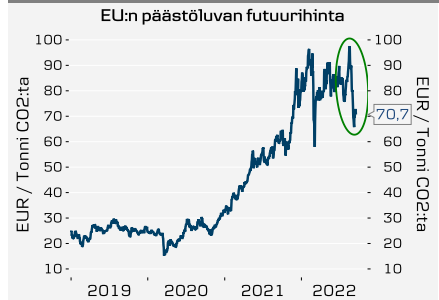
Esitetyt toimet eivät kuitenkaan tarjoa ratkaisua alla olevaan energian kysynnän ja tarjonnan epäsuhtaan. Hintakatto hillitsisi toteutuessaan kuluttajien maksamia hintoja, ja kääntäen laskisi kannustimia uusiin energiainvestointeihin, jolloin vaikutus voi pahimmillaan olla jopa tilannetta vaikeuttava. Hintakaton taso olisi toki energian historiallisiin keskihintoihin nähden korkea, joten negatiiviset vaikutukset jäänevät rajallisiksi. Erityisesti investointien kiihdyttäminen tulee kuitenkin pidemmällä aikavälillä olemaan keskeisessä osassa EU:n energiaomavaraisuuden vahvistamisessa. Ostovoimaa suojaavat tukiohjelmat nostavat energian kysyntää, eli määritelmällisesti kiihdyttävät inflaatio-ongelmaa. Lisäksi toimet tullaan todennäköisesti rahoittamaan ainakin osittain uudella velanotolla, mikä rasittaa julkisia talouksia nousevien korkojen ympäristössä.

Kokonaisuudessaan hintataso tulee siis pysyttelemään korkeana ensi talvea kohden. Futuurimarkkina ennakoi hintojen pysyttelevän korkeilla myös lähivuosina, sillä vaikka useat Euroopan maat ovat kesällä onnistuneet kohottamaan maakaasun varantotasojaan pelättyä paremmin, ovat ne jälleen tyhjiällä ensi talven jälkeen. Koska ylimääräistä tarjontapuolen kapasiteettia on rajallisesti, kysynnän täytyy mukautua matalammalle tasolle tilanteen vakauttamiseksi. Toisaalta kun tarjonta on äärimmäisen rajallista, suhteellisen pienikin nousu tarjonnassa tai lasku kysynnässä voi laskea hintoja nopeasti. Toisaalta sama logiikka toimii valitettavasti myös toiseen suuntaan.

Markkinoilla on joka tapauksessa nähty alustavia merkkejä kysynnän mukautumisesta, kun maakaasun hinnat ovat laskeneet elo-syyskuun vaihteen korkeimmilta tasoilta. Kysyntä ei vaikuta ohjautuneen vaihtoehtoisiin saastuttavampiin fossiilisiin polttoaineisiin, kuten öljyyn tai kivihiiileen, sillä samaan aikaan myös EU:n päästölupien futuurihinnat ovat laskeneet. Matalampi kysyntä tarkoittaa kuitenkin matalampaa aktiviteettia erityisesti teollisuuden saralla, ja uskommekin euroalueen BKT:n supistuvan talvikuukausien aikana.

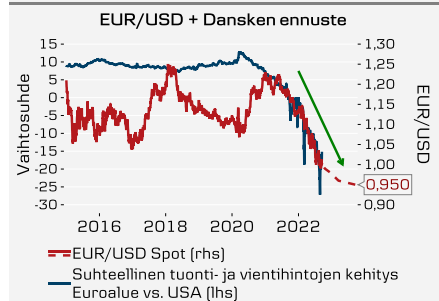
Energian hintojen kehitys on myös keskeinen ajuri heikentyneen euron valuuttakurssin taustalla. Euroalue kärsii kohoavasta hintatasosta, kun sen kokonaistuonti on kallistunut huomattavasti. Yhdysvallat on puolestaan energian nettoviejä, ja näin ollen energian hintojen nousu nostaa sen viennin arvoa suhteessa tuonnin kallistumista voimakkaammin. Kehityksen seurauksena EUR/USD-kurssi on pudonnut jo pariteetin tuntumaan. Lisäksi Yhdysvallat on kotimaisen tuotantonsa vuoksi paremmin suojassa energiapulalta, minkä vuoksi tulevan talven taantumariskit ovat euroaluetta maltillisemmat. Uskomme EUR/USD-kurssin jatkavan laskuaan, 12kk ennustemme on 0,95.

### Alustavia merkkejä energian kysynnän tasaantumisesta?



Lähde: Macrobond, Financial, ICE

### USA:n vienti on entistä arvokkaampaa, ja euroalueen tuonti kalliimpaa, mikä tulee painamaan EUR/USD-kurssia entisestään



Lähde: Macrobond, Financial, Citi, Danske Bank

## Pandemia, asuntomarkkinan epävarmuus ja viennin hyytyminen painavat Kiinan talousnäkyviä

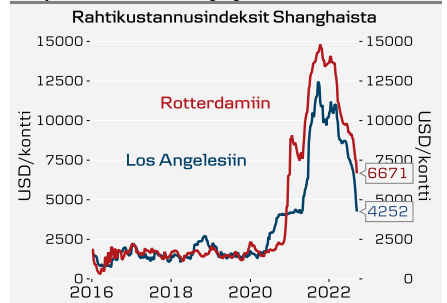
Vaikka kevään laajamittaisista koronasuluista päästiin eroon, epävarmuus vaivaa yhä Kiinan talousnäkyviä. Maan koronalinja jatkuu tiukkana, ja paikallisia sulkutoimia on käytetty myös kesän aikana. Kiina on kesällä muun muassa lyhentänyt matkailijoiden karanteenivaateita ja sallinut ulkomaisten opiskelijoiden pääsyn maahan, mutta selkeitä merkkejä konkreettisemmasta linjanmuutoksesta ei vielä ole.

Toinen epävarmuuden lähde liittyy asuntomarkkinoihin, jotka eivät ole vieläkaan elpyneet Evergranden romahduksen aloittamasta kurimuksista. Useat kiinalaisrakentajat ovat voimakkaasti velkaantuneita, ja Kiinan kiristettyä velkasääntelyään viime vuosina, ne ovat entistäkin riippuvaisempia tulo- ja rahoituksesta. Asuntojen ennakkomaksujen virta on kuitenkin monin paikoin tyrehtynyt. Kauppa ei epävarmuuden pelossa enää käy entiseen malliin, kun vielä rakennusvaiheessa olevia asuntoja ei uskalleta ostaa rakentajan konkurssiuhan pelossa. Kiinan keskuspankki on laskenut asuntolainojen korkoja selvästi ja kannustanut liikepankkeja helpottamaan ja nopeuttamaan asuntolainojen myöntämistä, mutta vaimeaksi jäänyt kokonaisluotonannon kasvun kiihtyminen kertoo elvytyksen purevan reaali-talouteen epävarmuuden vuoksi heikosti.

Tilanne näkyy myös laajemmin maan talousluvussa, jotka ovat kesän aikana elpyneet odotettua hitaammin. Kotimaan ongelmien ohella Kiina kärsii myös vientikysynnän laskusta, kun pandemian tukema kiinalaisvalmisteisten tavaroiden kysyntä on normalisoitunut matalammalle tasolle, ja yksityinen kulutus on inflaation vuoksi laskussa ympäri maailman. Kiina pyrkii elvyttämään taloutta myös infrastruktuuri-investointeja tukemalla. Keskushallinto julkisti elokuun lopulla tukipaketin, jonka puitteissa maa tukee uusien projektien rahoitusta lähes prosentilla maan BKT:sta. Kokonaisuudessaan uskomme Kiinan BKT:n kasvun jäävän vain 2,7 prosenttiin tänä vuonna. Odotamme voimistuvan elvytyksen sekä mahdollisesti keventyvän koronapolitiikan kuitenkin tukevan kasvua 5,7 prosenttiin ensi vuonna.

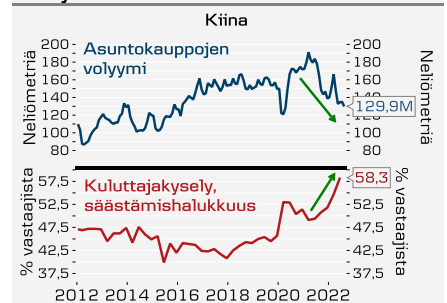
**Intiassa** bruttokansantuotteen nousu hyytyi neljännesvuosivertailussa vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla. Heikon vertailuajankohdan vuoksi BKT nousi toisella neljänneksellä kuitenkin yli 13 prosenttia vuodentakaisesta. Yksityinen kulutus nousi selvästi, mutta nettovienti kehittyi heikosti, ja investointien kasvu pysähtyi. Inflaatio kiihtyi huhtikuussa liki 8 prosenttiin ja keskuspankki kiristi rahapolitiikkaa. Kesällä inflaatio on ollut 7 prosentin luokkaa, mikä painaa mutta ei täysin pysäytä kulutuskysynnän kasvumahdollisuuksia. 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 ostopääliköindeksi on pysynyt korkealla ja myös teollisuudessa odotetaan kasvua. Maailmanpankki ennustaa reilun 7 prosentin kasvua tänä ja ensi vuonna. 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.

### Rahtikustannusten lasku kertoo hiiuvasta vientikysynnästä



Lähde: Bloomberg

### Epävarmuus vaivaa Kiinan taloutta, ja erityisesti asuntomarkkinaa



Lähde: Macrobond Financial, China National Bureau of Statistics (NBS), Kiinan keskuspankki (PBoC)

**Brasilian** talous on ollut ongelmassa viime vuosina, joten koronaviruksen iski hauraaseen talouteen. Rokotuskattavuus on onneksi nyt hyvä ja parempi terveystilanne on tukenut etenkin palvelualojen elpymistä. Brasilian talous kasvoi kohtalaisesti alkuvuoden 2021 mittaen, mutta loppuvuosi osoittautui pettymykseksi, ja talouskasvu jäi heikoksi myös 2022 alkupuoliskolla. Etenkin vienti on laskenut. Odotamme talouskasvun pysyvän heikkona. Teollisuuden ja palvelualojen ostopäällikköindeksit kertovat tosin kasvuodotuksista, joten suhdannetilanne näyttää silti melko vakaalta. Lokakuussa pidetään presidentinvaalit. Pääehdokkaat ovat istuva presidentti Jair Bolsonaro ja vasemmistoehdokas Luiz Inacio Lula da Silva, joka johtaa kyselyissä.

## Japanissa edelleen kevyttä rahapolitiikkaa

**Japanin** talous piristyi hieman toisella vuosineljänneksellä, jolloin bruttokansantuote nousi 0,9 prosenttia edellisestä neljänneksestä ja 1,6 prosenttia vuodentakaisesta. Yksityinen kulutus kasvoi koronarajoitusten purkautuessa. Teollisuuden ja palvelualojen ostopäällikköindeksit kertovat hitaasta kasvusta. Inflaatio nousi heinäkuussa 2,6 prosenttiin. Suhteellisen matala inflaatio mahdollistaa kevyen rahapolitiikan jatkamisen ja vakauttaa kotitalouksien ostovoimaa. Keskuspankki pyrkii osto-ohjelmalla pitämään tuottokäyrän loivana. Pääministeri Kishidan elvytyspaketti tukee taloutta tänä vuonna, mutta Venäjän-Ukrainan sodan vaikutukset esimerkiksi raakaöljyn

hintaan hyödyttävät Japanin taloutta merkittävästi. Hallitus suunnitteleekin jo uutta elvytyspakettia, jolla torjuttaisiin hintojen nousun haitallisia vaikutuksia. Jenin valuuttakurssi suhteessa dollariin on heikentynyt huomattavasti tänä vuonna. Jeni ei välttämättä heikkene enää merkittävästi lisää, mutta kurssin toipuminen vienee aikaa.

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.

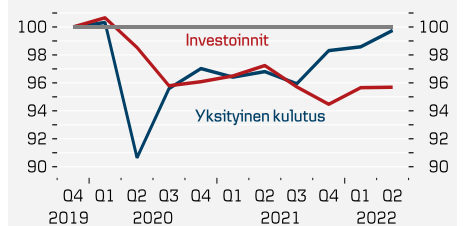
## Inflaatio kurittaa euroalueen naapurustossa

**Ruotsin** talous on kuulunut muiden Pohjoismaiden tavoin koronaviruksen suhteellisiin menestyjiin. Bruttokansantuote nousi selvästi yli koronaa edeltäneen tason paisuen 4,8 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 jälleen nousuun. Työttömyysaste on tullut alas, mutta se ylittää edelleen hieman koronaa edeltäneen tason.

Ruotsilla näytti olevan hyvät edellytykset jatkaa ripeässä kasvussa ennen sotaa Ukrainassa. Liki 10 prosenttiin kohonnut inflaatio, epävarmuuden kasvu ja nousevat korot latistavat kuitenkin kuluttajien tunnelmia. Teollisuuden luottamus on laskenut, mutta palvelualoilla tunnelma on edelleen

### Japanin investoinnit elpyneet heikosti

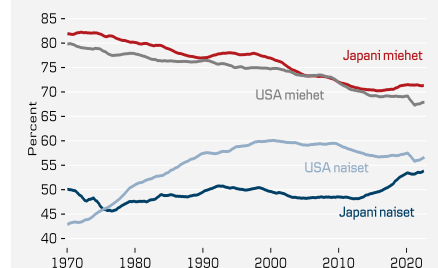
2019 Q4 = 100, kausitasoitettu volyyymi



Lähde: Macrobond Financial

### Japanin osallistumisaste työmarkkinoille

Osallistumisaste, % tiukuva vuosikeskiarvo



Lähde: Macrobond Financial

### Ruotsin teollisuustuotanto ja PMI



Lähde: Macrobond Financial



kasvujohteinen. Sota Ukrainassa vaikuttaa Ruotsin talouteen suoraan melko vähän. Kauppa Venäjän kanssa on ollut huomattavasti Suomea vähäisempää, mutta inflaatio, nousevat korot ja heikkenevä vientikysyntä vaikuttavat teollisuuteen. Bruttokansantuotteen kasvu hidastuu merkittävästi.

Ruotsin keskuspankki teki huhtikuussa suuren muutoksen suhteessa aikaisempiin rahapoliittisiin linjauksiin ja nosti ohjauskorkoa. Inflaatio on noussut huomattavasti odotettua nopeammin, talous kasvaa edelleen ja keskeisten kauppakumppanien keskuspankit kiristävät rahapolitiikkaa. Odotamme keskuspankin jatkavan ohjauskorkojen nostoja loppuvuonna, mutta taloustilanteen heikkeneminen pysäyttäne nostot 2023.

**Ison-Britannian** suhdannenäkymät ovat synkentyneet inflaation kiihtymisen myötä. Maa ehti jo päästä mukaan maailmantalouden nosteeseen Brexitin ja koronapandemian vaikutusten helpottaessa. Bruttokansantuote ylitti koronaa edeltäneen tason, ja ostopääallikköindeksit viittasivat kasvun jatkumiseen vielä keväällä, mutta kesällä ennakoivat mittarit, kuten ostopääallikköindeksi, heikkenivät selvästi. Ison-Britannian talous ei ole erityisen altis Venäjään liittyville riskeille, mutta energiakriisi ja hintatason nousu tuntuvat saarivaltiossakin. Inflaatio nousi kesällä liki 10 prosenttiin. Pääministeri Truss pyrkii rajoittamaan energian kallistumisen vaikutuksia kotitalouksille ja suunnittelee leikkaavansa verotusta. Nämä toimet lisäävät valtion velkaa. Keskuspankki on nostanut ohjauskorkoa viime vuoden lopulta alkaen ja odotamme nostojen päätyvän helmikuussa 3,5 prosentin lukemaan. Tarve kiristää rahapolitiikkaa on ilmeinen, vaikka lisääntynyt suhdanne-epävarmuus lisää harkinnan tarvetta. Odotamme talouskasvun hyytyvän ensi vuonna.

**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. Kulutuskysyntä kärsii, sillä monista hyödykkeistä tulee pulaa ja inflaatio syö ostovoimaa. Inflaatio madaltui virallisissa tilastoissa 14 prosenttiin heinäkuussa. 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. Sota ja korona muistuttavat meitä siitä, että riskit ovat usein yllättäviä. Inflaation nousun kova tahti etenkin pohjahintojen osalta kertoo talouden epätasapainosta. Odotamme inflaation laskevan 2023, mutta mennyt kehitys kertoo yllätysten olevan mahdollisia jatkossakin. Inflaatio heikentää kuluttajien ostovoimaa ja pakottaa keskuspankit kiristämään rahapolitiikkaa

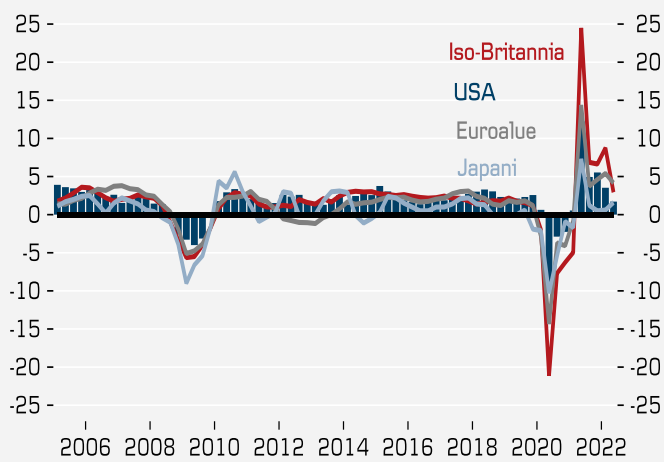
nopeasti. Tämä lisää osaltaan taantuman uhkaa. Valtiot velkaantuvat edelleen ja velkaisempien maiden rahoitusasema voi vaikeutua.

Antti Ilvonen

Pasi Kuoppamäki

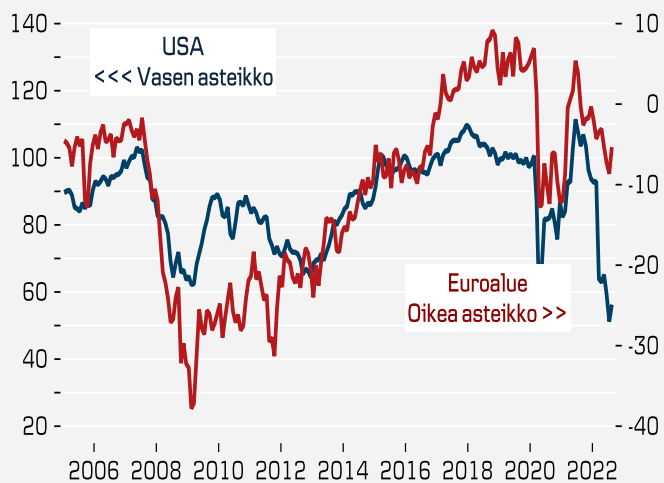
### Kokonaistuotannon kasvu teollisuusmaissa

Bkt:n vuosikasvu neljänneksittäin, %



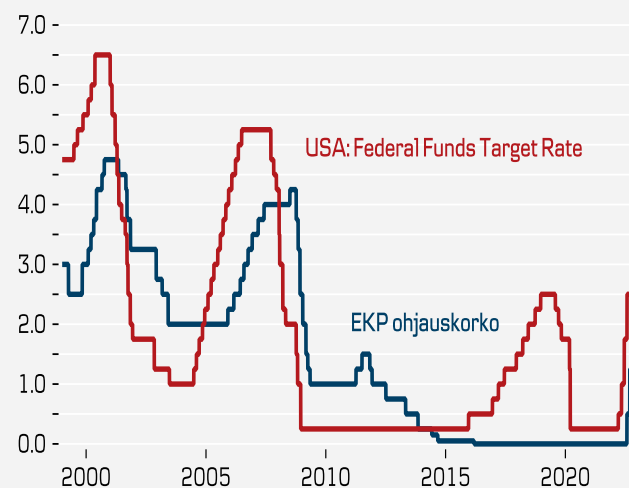
### Kuluttajien luottamus

Kuluttajien luottamus, indeksi



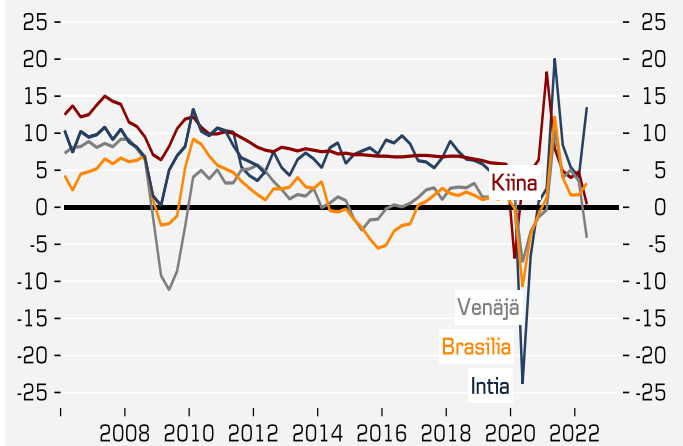
### Keskuspankkien ohjaukorot

%



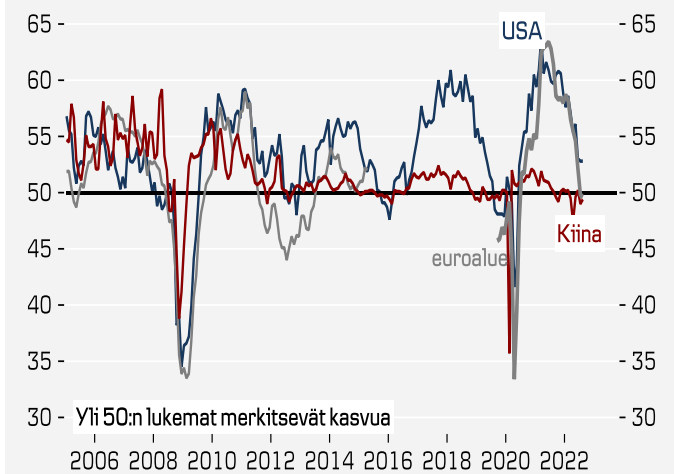
### Kokonaistuotannon kasvu BRIC-maissa

Bkt:n vuosikasvu neljänneksittäin, %



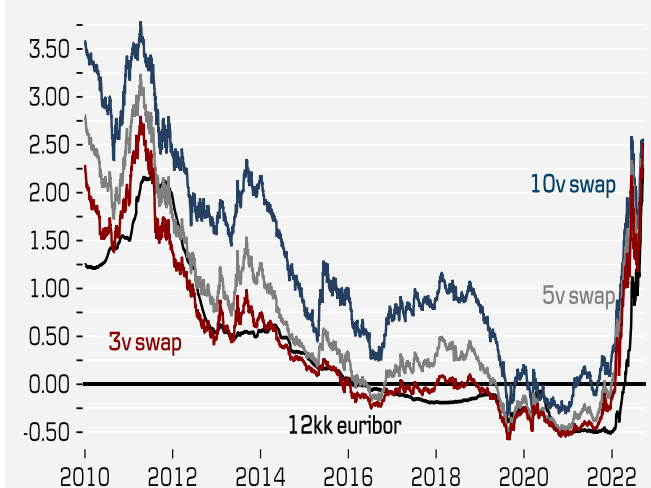
### Teollisuuden suhdanneodotukset

PMI (teollisuuden ostopäällikköindeksi)



### Euroalueen pitkät korot

%



## Kuluttajan kestävyttä koetellaan

Taluskasvu jatkui vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla, vaikka inflaatio kiihtyi, korot nousivat ja Venäjän hyökkäys Ukrainaan poliittisine sekä taloudellisine seurauksineen heitti kapuloita talouden rattaisiin. Koronarajoitusten purku helpotti etenkin palvelualojen tilannetta. Talouden vastatuulet ovat edelleen voimistuneet, koska inflaation kiihtyminen rasittaa kuluttajia voimakkaasti, korkojen nousu on ollut nopeaa ja vientimarkkinoiden tilanne heikkenee. Energiakriisi voi pahimmillaan johtaa sähkön säännöstelyyn. Kuluttajien ja yritysten luottamus suhdannenäkymiin on synkentynt. Asuntotuotanto ja teollisuuden investoinnit heikkenevät. Energiaomavaraisuuteen ja maanpuolustukseen tehtävät lisäinvestoinnit eivät yksin riitä siivittämään taloutta kasvuun. Suomen talous vajoaa todennäköisesti taantumaan lähitulevaisuudessa.

Venäjän kaupan romahdus, kansainvälisen talouden kasvun hyytyminen, kohonneet kustannukset ja nouseva korkorasitus heikentävät useiden yritysten liiketoimintamahdollisuuksia, mikä lisää lomautuksia ja irtisanomisia. Avoimia työpaikkoja on kuitenkin edelleen runsaasti, ja arvioimme työmarkkinan pysyvän vakaana. Kotitalouksien ostovoima kuitenkin kärsii merkittävästi aiempaa reippaasti korkeammasta inflaatiosta tänä vuonna. Ensi vuonna ostovoima voi vakautua, mikäli inflaatio madahtuu ennustetusti ja talouden alamäki jää tilapäiseksi. Vähittäiskaupan myynti kasvaa nimellisesti hintojen noustua, mutta volyymit laskevat.

Kasvukeskusten uusien asuntojen tarjonta nousee lähitulevaisuudessa, kun jo aloitetut kohteet valmistuvat, mutta asuntotuotanto supistuu 2023. Käytettyjen asuntojen kauppamäärät laskevat merkittävästi, mutta hintataso pysyy melko vakaana. Hinnat voivat laskea hieman koko maan tasolla.

Olemme laskeneet vuoden 2023 ennustetta selvästi, koska kansainvälinen näkymä on aiempaa heikompi, korot nousevat odotettua nopeammin ja inflaatio pysyy kohoilla pitkään. Ennustamme bruttokansantuotteen kasvavan 2,0 prosenttia (oli 1,5 %) vuonna 2022, mutta loppuvuonna Suomi ajautuu taantumaan ja BKT supistuu 0,2 prosenttia vuonna 2023. Julkisen talouden velkasuhde laskee hieman 2022, vaikka velka kasvaa selvästi.

*Avoimia työpaikkoja on edelleen runsaasti, ja arvioimme työmarkkinan pysyvän vakaana, vaikka työttömyys hieman nouseekin.*

*- Pasi Kuoppamäki*

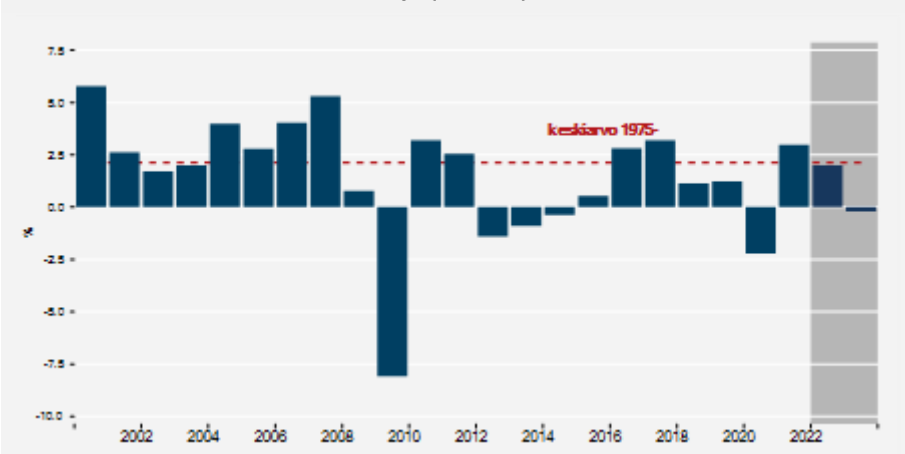
*Kuluttajien rahahuolet kasvavat edelleen ja rahan käyttöä harkitaan tarkemmin. Asuntolainojen lyhennysvapaat tulevat lisääntymään.*

*- Pasi Kuoppamäki*

*Loppuvuonna Suomi ajautuu taantumaan ja BKT supistuu 0,2 prosenttia vuonna 2023.*

*- Pasi Kuoppamäki*

Suomen bruttokansantuotteen kehitys (ennuste)



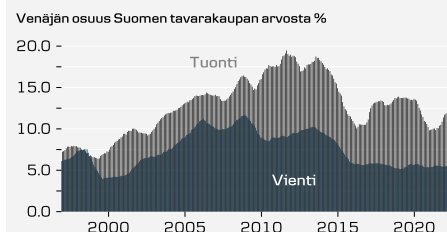
## Energiakriisi pakottaa kuluttajan sopeutumaan

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 merkittäviä, koska monia suomalaisia yrityksiä on toiminut Venäjällä. Nämäkin kytkökset ovat kuitenkin vähentyneet viime vuosina, kun monet yritykset ovat lopettaneet toimintansa Venäjällä. Kesän mittaan kaupankäynti Venäjän kanssa on romahtanut murtoosaan entisestä. Paluu entisentasoiseen kaupankäyntiin ei näytä lähitulevaisuudessa mahdolliselta. Vienti lähentelee Neuvostoliiton romahtamisen aikoja ja tuontikin on supistunut tuntuvasti. Heinäkuussa tuotiin merkittävästi enää nikkeliä ja öljyä perustuen vanhoihin sopimuksiin. 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 ensi talvena. Venäjältä tuodun puun väheneminen ja energian hinnan nousu ovat merkinneet lisäkysyntää kotimaiselle puutavaramalle.

Inflaatio kiihtyi kesällä entisestään, ja sen taustalla vaikuttaa erityisesti energian kallistuminen. Raakaöljyn hinta on ainakin toistaiseksi laskenut huippulukemien alapuolelle, mutta kaasun ja sähkön tuonti Venäjältä on tyrehtynyt, eikä Olkiluoto 3 toimi vielä kukaan täydellä teholla. Kylmä talvi yhdistettynä epäonnistumisiin energian tuotannon lisäämisessä voisi tarkoittaa sähkön hinnan nousun lisäksi säännöstelyä. Leuto talvi yhdistettynä riittäviin sateisiin vesivoiman tarpeisiin ja täydellä teholla toimivaan Olkiluoto 3 reaktoriin helpottaisivat tilannetta. Energian lisäksi elintarvikkeet ovat kallistuneet ja monien muidenkin hyödykkeiden hinnat uhkaavat nousta. Voimakkaasti elpynyt kysyntä yhdistettynä koronarajoitusten aiheuttamiin tuotannon pullonkauloihin on kietoutunut yhteen energiakriisin kanssa. Matalasuhdanne ja korkojen nousu jäädyttävät kysyntää, joten inflaatio voi madaltua 2023. Inflaatio on kuitenkin jo laaja-alaistunut ja laskee hitaasti.

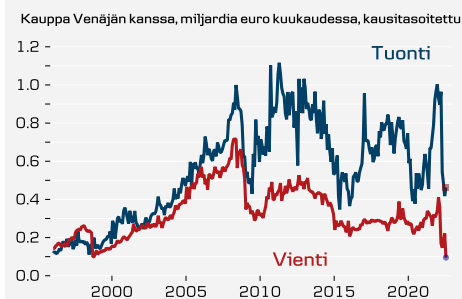
Inflaatio iskee kovaa suomalaisten kotitalouksien kukkaraan ja kääntää korot nousuun. Kuluttajan ostovoima heikkenee poikkeuksellisen paljon. Kotitalouksilla on onneksi ollut hyvä työllisyystilanne ja keskimäärin aiempaa enemmän säästöjä. Kasvava joukko kotitalouksia joutuu kuitenkin käyttämään säästöjä ja etsimään keinoja oman talouden tasapainottamiseksi. Korkea inflaatio yhdistettyä kiristyneeseen työmarkkinatilanteeseen aiheuttaa päänvaivaa myös keskuspankeille. Odotamme EKP:n nostavan talletuskorkoa kahdessa seuraavassa neuvoston kokouksessa. Korkotason nousu hillitsee entisestään kuluttajien suurempia hankinta-aikeita. Kuluttajat sopeutuvat hintojen nousuun pyrkimällä vähentämään energian kulutusta ja vaihtamalla kallistuneita elintarvikkeita edullisempiin. Nimellisesti kotitaloudet ehkä kuluttavat enemmän, mutta määrällisesti tavarakauppa laskee.

### Venäjän rooli pienentyi jo ennen sotaa



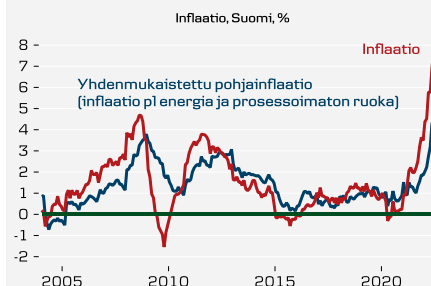
Lähde: Macrobond Financial, Tulli

### Vienti Venäjälle laskenut jyrkästi



Lähde: Macrobond Financial, Tulli

### Inflaatio kiihtynyt ja laaja-alaistunut



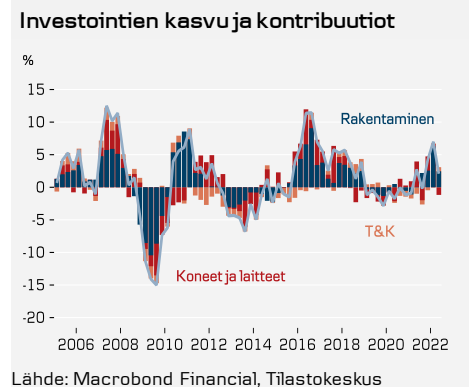
Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

Yritykset pyrkivät sopeutumaan tilanteeseen. Maailmanmarkkina toimii edelleen ja venäläisille hyödykkeille löytyy vaihtoehtoja. 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 osalta on nähty. Astetta haastavampaa sopeutuminen on niille yrityksille, joilla on ollut merkittävää tuotantoa tai muuta toimintaa Venäjällä tai Ukrainassa. Joissain tapauksissa tämä voi merkitä myös lisäinvestointeja Suomeen tai jonnekin läntisiin maihin. Lisäinvestointeja tehdään lisää myös uusiutuvan energian tuotannon, huoltovarmuuden, siviiliturvallisuuden ja maanpuolustuksen vahvistamiseksi. Epävarmuus, korkeammat korot, kustannusten nousu ja heikkomat kasvunäkymät toisaalta heikentävät investointeja. Jotkin hankkeet, kuten Hanhikiven ydinvoimalaitos, venäläisellä reaktorilla, jäivät kesken.

Sota ja inflaatio vaikuttavat myös matkailuun. Suomalaiset matkustavat ulkomaille enemmän kuin pahimpana korona-aikana, mutta hintojen nousu ja epävarmuus hillitsevät matkailun täyttämistä. Kotimaan matkailun suosio näyttää jatkuvan toistaiseksi. Eurooppalaiset turistit ovat suurelta osin palanneet Suomeen, mutta aasialaiset ja etenkin venäläiset turistit pysyvät toistaiseksi pääosin poissa. Koronan takia venäläisiä matkailijoita on tosin ollut vähän muutenkin kahtena viime vuonna. Suomen ja Ruotsin NATO-hakemus toi maille runsaasti kansainvälistä mediahuomiota. Jää nähtäväksi, muuttuuko se myöhemmin mielenkiinnoksi maihin suuntautuvaa matkailua kohtaan.

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. Geopoliittisella epävarmuudella on todennäköisesti ollut suurempi vaikutus epälikvidimpien sijoitusten, kuten suuren kiinteistökohteiden, kiinnostavuuteen kansainvälisten sijoittajien keskuudessa. Muidenkin suurten investointien kohdalla geopoliittisella 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, vaikei 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 entistä kireämpänä ensi vuonna.



## Suhdannekuva heikompi pidemmän aikaa

Suomen bruttokansantuotteen volyymi kasvoi vuoden 2022 toisella neljänneksellä 0,9 prosenttia suhteessa ensimmäiseen neljännekseen. Vuoden takaiseen verrattuna työpäiväkorjattu bruttokansantuote nousi 3,0 prosenttia.

Koko vuoden 2021 bruttokansantuote nousi viimeisimpien lukujen mukaan 3,0 prosenttia. Alkuvuoden 2022 odotettua vahvemman nousun vuoksi kuluvan vuoden bruttokansantuotteen kasvuksi muodostuisi 2,5 prosenttia, vaikka bruttokansantuote pysyisi ensimmäisen neljänneksen lukemissa koko loppuvuoden. Varastojen paisumisella on ollut poikkeuksellisen suuri rooli bruttokansantuotteen kasvussa alkuvuoden aikana.

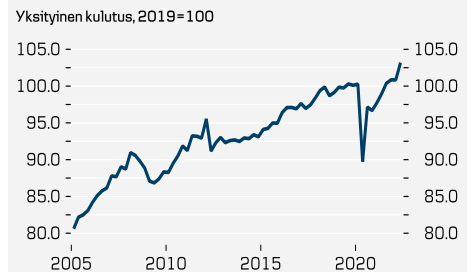
Toisella neljänneksellä yksityinen kulutus kasvoi voimakkaasti palvelualojen nousun ansiosta. Koronarajoitusten purku antoi tilaa patoutuneen kulutuskysynnän purkautumiselle. Myös puolikestävien tavaroiden kuten vaatteiden kulutus lisääntyi. Yksityiset investoinnit nousivat hieman lähinnä rakentamisen ansiosta, sillä kone-, laite- ja kuljetusvälineinvestoinnit heikkenivät. Tavaraviennin volyymi pysyi ensimmäisen neljänneksen tasolla, mutta palveluvienti nousi hiukan. Tuonnin volyymi nousi selvästi vähemmän. Hintojen nousu kasvatti ulkomaankaupan käypähintaista arvoa, sillä viennin arvo kasvoi 27 prosenttia ja tuonnin arvo 39 prosenttia vuodentakaisesta, kun taas volyymin kasvu vuoden takaa oli viennissä 1,7 ja tuonnissa 12 prosenttia.

Kokonaisuudessaan Suomen talouden elpyminen on ollut lähellä muiden Pohjoismaiden kehitystä. Työllisyyskehitys oli suotuisaa vuonna 2021 sekä 2022 alussa, ja työllisyysaste on jo ylittänyt koronaa edeltäneen tason. Loppukevään jälkeen kausitasoitettu työttömyysaste on noussut aavistuksen, joten työmarkkinoiden vahvin jakso näyttäisi jääneen taakse. Avoimia työpaikkoja on 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.

Työttömyys ei ole ainakaan toistaiseksi keskeinen huoli kuluttajille, mutta ostovoimaa heikentävä inflaatio, korkojen nousu ja talousnäkymien sumuisuus huolestuttavat ihmisiä. Kuluttajien luottamus sekä omiin että koko maan talousnäkymiin heikentyi keväällä rajusti ja pysyi kesällä erittäin vaisuna. Odotus omasta talouskehityksestä heikkeni huhtikuusta, mutta näkemys koko Suomen taloustilanteesta tulevina vuosina toipui hitusen. Kuluttajien arvio inflaatiosta on kohonnut korkeammalle kuin kertaakaan mittaushistoriassa vuodesta 1995. Pandemian aikana kertyneet säästöt ovat auttaneet kuluttajia, mutta jatkossayhä useammat kokevat niukkuutta. Kuluttajien luottamuskysely kertoo ostoaikeiden hiipuneen viime kuukausina.

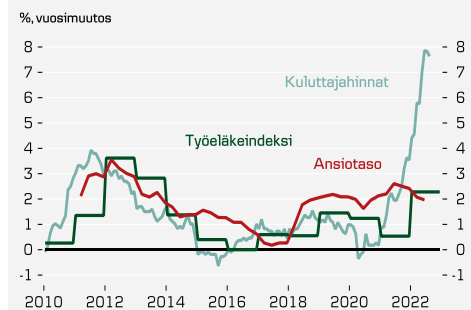
Yritysten luottamus laski elokuussa EK:n luottamusmittarin mukaan etenkin kaupan alalla. Palvelualoilla ja teollisuudessa synkennyttiin hiukan, mutta rakentamisen luottamus toipui aavistuksen alkukesän romahduksesta. Teollisuus arvioi tilauskannan yhä hyväksi, vaikka uusien tilauksien virta onkin jo heikennyt. Suomen taloudessa on kuitenkin selkeä uhka taantumasta, kunnes maailmantalouden tilanne kohenee ja inflaatio madaltuu. Avoimena taloutena

### Yksityinen kulutus elpyi keväällä



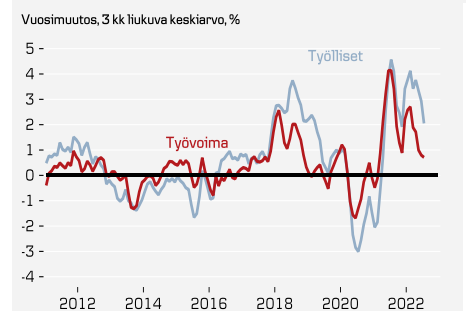
Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

### Hinnat, palkat ja työeläkkeet



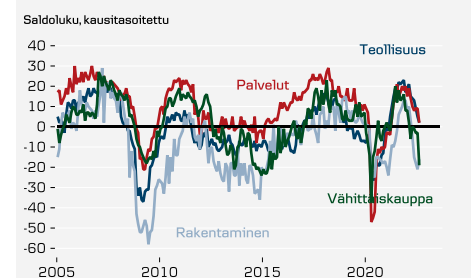
Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

### Työvoiman ja työllisyyden muutos



Lähde: Macrobond Financial

### Yritysten luottamus hiipunut



Lähde: Macrobond Financial, EK

Suomen suhdannesykli seuraa usein kansainvälisiä suhdanteita viiveellä, mutta Venäjän kaupan romahdus vie Suomen suhdannekehityksen kärkijoukkoon. Suhdanteiden heiketessä ja korkojen noustessa investoinnit jarruttavat.

Viennin volyyymi nousi 5,6 prosenttia vuonna 2021 romahdettuaan 6,8 prosenttia vuonna 2020. Vuoden 2021 loppuun osunut risteilyalus Costa Toscanan luovutus nosti vientiä roimasti. Tänä vuonna ostajalle luovutettava Carnival Celebration nostaa vientiä syksyllä ja ensi vuonna Icon of the Seas pitää laivatoimitusten vaikutuksen tasaisena. Muutoin vienti kärsii Venäjän kaupan romahduksesta sekä Yhdysvaltojen, EU:n ja Kiinan heikentyneestä suhdannenäkymästä. Energiateollisuuden ja maanpuolustuksen investoinnit monissa maissa voivat tuoda lisätöitä Suomen metalliteollisuudelle. Teollisuuden tilauskanta oli Elinkeinoelämän keskusliiton kyselyn mukaan tavanomaista suurempi kesällä, mutta uusien tilauksien virran volyyymi on heikentynyt. Ennustamme, että Suomen viennin volyymin kasvaa 0,5 prosenttia vuonna 2022 ja supistuu 0,5 prosenttia vuonna 2023.

Pääskenaariossa ennustamme bruttokansantuotteen kasvavan 2,0 prosenttia kuluvana vuonna (oli 1,5 %). Vuoden loppupuolella ja talvella maan talous käy taantumassa. Vuonna 2023 ennustamme bruttokansantuotteen supistuvan 0,2 prosenttia (oli 1,6 %). Ennusteen laskuun vaikuttavat etenkin korkean inflaation pitkittyminen, energiakriisi, korkojen odotettua nopeampi nousu ja kansainvälisen suhdannekuvan heikkeneminen. On merkittävä riski, että kehitys on ennustettua heikompaa etenkin vuonna 2023.

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 velkaantuminen jatkuu.

## Asuntomarkkinoilla ovi käy harvemmin

Asuntomarkkinat toimivat vilkkaasti koronavuosiin aikana, mutta viime aikoina kaupankäynti on hiljentynyt. Hinnoissa tilanne on ollut tasaisempi. Tilastokeskuksen mukaan käytettyjen osakeasuntojen hinnat nousivat toisella neljänneksellä koko maassa 1,7 prosenttia verrattuna edellisvuoteen ja 1,1 prosenttia edellisestä neljänneksestä. Kuudessa suurimmassa kaupungissa hinnat nousivat toisen neljänneksen aikana 1,4 prosenttia ja pääkaupunkiseudulla 1,2 prosenttia verrattuna vastaavaan ajankohtaan viime vuonna. Suurista kaupungeista hinnat nousivat eniten Tampereella. Käytettyjen asuntojen hinnat nousivat edelleen ainakin vielä heinäkuussa, vaikka kaupankäynti laimentui. Heinäkuussa kiinteistövälittäjien kautta tehtiin 14 prosenttia vähemmän vanhojen kerros- ja rivitaloasuntojen kauppvoja kuin vuosi sitten. Hiljenevä kehitys näkyi myös asuntolainoissa, sillä Suomen Pankin mukaan omistusasuntolainoja nostettiin heinäkuussa 23 prosenttia vähemmän kuin vuosi sitten vastaavana aikana. Uusia sijoitusasuntolainoja

### Asuntolainamarkkina jäähtynyt

Uusia asuntolainoja kuukaudessa, mrd euroa, kausitasoitettu



Lähde: Macrobond Financial, Suomen Pankki



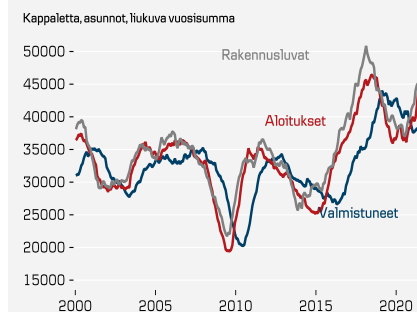
nostettiin 29 prosenttia vähemmän kuin vuosi sitten. Kuluttajien luottamuskselyn mukaan kuluttajien asunnon ostoaikeet ja lainanottoaikeet ovat painuneet korona-aikaa edeltäneelle tasolle.

Vanhojen asuntojen tarjonta on ollut niukkaa, ja Elinkeinoelämän keskusliiton suhdannekyselyn mukaan myymättömien uusien asuntojen varanto oli poikkeuksellisen matalalla tasolla toisella neljänneksellä. Tänä vuonna valmistuu selvästi viime vuotta enemmän asuntoja, joten pula tarjonnasta ei ole yhtä suuri haaste ainakaan pienempien asuntojen osalta. Ennakoimme, että loppuvuonna ja ensi vuonna asuntotuotanto jarruttaa, koska kohonnut epävarmuus, korkojen nousu ja rakennuskustannukset heikentävät uusien hankkeiden kannattavuutta. Samaan aikaan koronarajoitusten purkautuminen ja osittainen paluu etätöistä toimistolle vähentävät lisäneliöiden tarvetta kotona. Kaupparamäärät vähenevät, mutta asuntomarkkinoiden tilanne on arviomme mukaan edelleen vakaa.

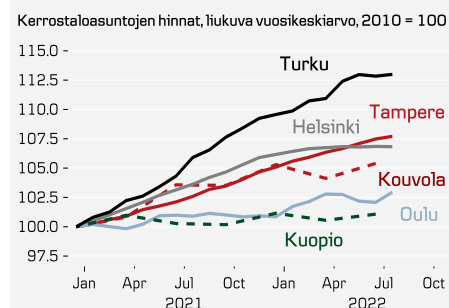
Sähkösyöppöjen asuntojen markkina kehitty keskimääräistä heikommin. Paikallisesti hinnat voivat nousta etenkin kasvukeskuksissa. Vuokramarkkinoiden normalisoituminen koronarajoitusten purkamisen jälkeen ja vuokrien hienoinen nousu vähentävät asuntosijoittajien riskejä. Suomen hintataso ei ole noussut erityisen rajusti ja pakkomyynneiltä voidaan välttyä, mikäli työllisyystilanne pysyy kohtuullisena. Asuntojen hinnat saattavat laskea hieman loppuvuonna, mutta koko vuoden mittaan ennustamme hintojen nousevan keskimäärin 1,5 prosenttia viime vuodesta. Lisääntyneen uudistuotannon, viilenneen kysynnän ja nousevien korkojen valossa arvioimme asuntojen hintojen laskevan koko maantasolla 1,0 prosenttia vuonna 2023.

Asuntolainojen korot ovat nousseet ja korkoihin kohdistuu edelleen nousupainetta. Ennakoimme ohjauskorkojen nostoja EKP:n neuvoston kokouksissa lokakuussa ja joulukuussa. Odotamme, että korkojen nostosykli jää verrattain lyhyeksi, kun taantumariski kohoaa ensi vuotta kohden. Nopean inflaation oloissa riski kallistuu silti useampien ja suurempien nostojen suuntaan. Nopea rahapolitiikan kiristys nähdään tarpeelliseksi, koska inflaatio ylittää selvästi keskuspankin tavoitteen, inflaatio on muuttunut laaja-alaisemmaksi, työvoimakustannukset nousevat aiempaa nopeammin nousuun ja keskuspankkien uskottavuus hintavakauden vaalijoina on uhattuna. Asuntolainojen yleisin viitekorko 12 kuukauden euribor nousee yli 2 prosenttiin. Rahoitusmarkkinoilla hinnoitellaan tällä hetkellä merkittävää todennäköisyyttä vielä suuremmalle korkojen nousulle ensi vuoden mittaan. Pääskenaariossa asuntolainojen korot pysyvät Suomessa kuitenkin melko matalina verrattuna inflaatioon tai ansiotason nousuun 2022-2023. Korkojen nopea nousu ja taantumahuolet vähentävät kuitenkin oman kodin ostajien ja sijoittajien mielenkiintoa ennustejaksolla, ja korkojen nousu lisää asuntolainien korkomaksuja merkittävästi. Asuntolainoihin sisältyy myös oman talouden joustomahdollisuus lyhennysvapaan muodossa.

### Asuntorakentaminen vielä vauhdissa



### Käytettyjen asuntojen hinnat



## Julkinen talous pysyy vajeisena

Julkinen velka on kasvanut ripeästi ja kasvaa edelleen. Valtion hyvä maksuvalmius ja maan talouden vahvistuminen kattoivat sentään suuren osan vuoden 2021 rahoitustarpeista, Valtiokonttori jätti nostamatta noin 8 miljardia euroa talousarvioon kirjatusta 11,7 miljardin euron nettolainanottotarpeesta. Viimeisimmän virallisen arvion mukaan valtio otti vuonna 2021 uutta velkaa noin 3,9 miljardia euroa. Hitaampi talouskasvu, energiakriisin hoito, korkojen nousu, huoltovarmuuteen tehtävät investoinnit ja puolustusmäärärahojen kasvu lisäävät julkista alijäämää. Pakolaisten vastaanottaminen ja humanitaarinen apu tarvitsevat myös rahaa.

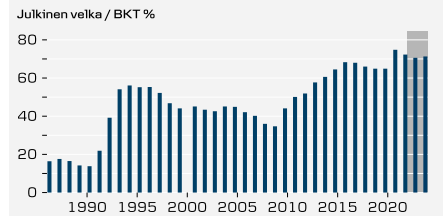
Valtion toisen lisätalousarvioesityksen mukaan valtion nettolainanotoksi vuonna 2022 arvioitiin noin 8,9 miljardia euroa. Kolmannessa lisätalousarvioesityksessä tähän lisättiin maksimissaan 10 miljardin euron määräraha sähkön johdannaismarkkinoilla toimiville yhteiskunnan toimivuuden kannalta kriittisille 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. Heikomman suhdannetilanteen vuoksi vaje pysyy merkittävänä myös 2023. Sosiaaliturvarahastojen ylijäämä kärsii heikompien sijoitustuottojen vuoksi tänä vuonna. Takaustappiot voisivat myös heikentää kuvaa julkisen talouden kokonaisuudesta.

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.

Vuonna 2021 julkinen velkasuhde laski Tilastokeskuksen ensimmäisen arvion mukaan BKT:n vahvan kasvun ja valtion paremman rahoitusaseman ansiosta alle 66 prosenttiin, vaikka velka euroina paisuikin. Tilastokeskus kuitenkin muutti kesäkuussa 2022 menetelmää, jolla vuokra-asuntojen ja asumisoikeustalojen korkotukilainoja käsitellään kansantalouden tilinpidossa. Rahoitustilinpidossa ARA-korkotukilainat esitetään jatkossa julkisyhteisöjen rahoitussaataavissa ja -veloissa. ARA-korkotukilainat ovat valtaosin tilastoituneet tähän saakka julkisyhteisöjen ulkopuolelle. Menetelmämuutos nosti velkasuhdetta noin 6 prosenttiyksiköllä, ja julkisen talouden velka suhteessa bruttokansantuotteeseen ylitti 72 prosenttia 2021.

Vuonna 2022 odotamme velkasuhteen laskevan hiukan, koska nimellinen bruttokansantuote kasvaa selvästi hintatason noustessa, minä painaa velkasuhdetta alas. Ensi vuonna energiayhtiöiden tilapäisten tukiluottojen voi odottaa erääntyvän, mikä teknisesti supistaa muuten paisuvaa valtiontalouden alijäämää. Välittömien sotaan ja suhdanteeseen liittyvien menopaineiden lisäksi väestön ikääntymisen aiheuttamat kustannukset kasvavat 2020-luvun puolivälin jälkeen. Suomen velkataso ei ole eurooppalaisittain poikkeuksellinen,

### Julkinen velkasuhde 2022-23



Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

mutta velkasuhde ylittää reippaasti muut Pohjoismaat ja tekee tulevien kriisien hoitamisesta haastavampaa.

Suomen valtionvelan 10 vuoden korko nousi talvella positiiviseksi, kun inflaatiohuolet yleisesti nostivat pitkiä korkoja. Korkojen nousu jatkuu, kun EKP:n kiristää rahapolitiikkaa. Korkoero suhteessa Saksaan on kasvanut hieman, mutta ero esimerkiksi Alankomaihin ja 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 myönnettyt takaukset, jotka nousevat noin neljännekseen suhteessa bruttokansantuotteeseen. Finnveralla on noin miljardin vastuut liittyen Venäjään. Venäjän vientitakuuvastuiden luottotappioriskin kasvun vaikutuksesta tappiovaraukset kasvoivat alkuvuonna 210 miljoonaa euroa.

## 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 lääketieteellisuuden läpimurtojen ansiosta. Inflaatio liittyy sekä jo viime vuonna nähtyyn kysynnän voimistumiseen ja tuotanto-ongelmiin, jota 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 nousee Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Ennusteen riskit kallistuvat pääosin alaspäin etenkin vuoden 2023 osalta. Energiakriisi voi pitkittyä ja 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 on lisätä työperäistä maahanmuuttoa, nostaa työllisyysastetta koulutusta lisäämällä ja sosiaaliturvan kannusteita parantamalla sekä käyttää EU:n elvytysrahoja fiksusti tuottavuutta parantavaan digitalisaatioon ja vihreään siirtymään, joka parantaisi huoltovarmuutta.

Pasi Kuoppamäki

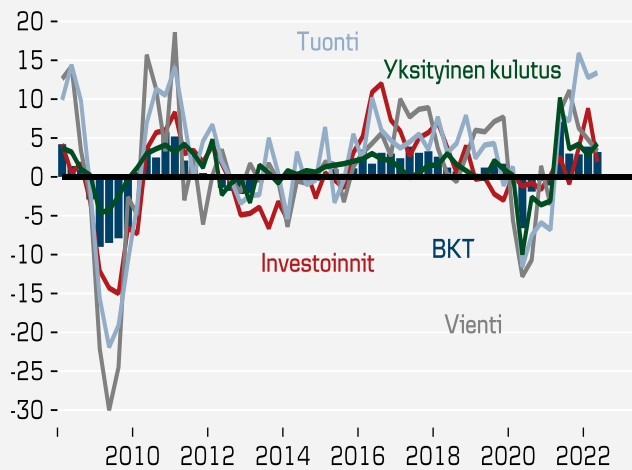
### Valtion velan korko on noussut



Lähde: Macrobond Financial

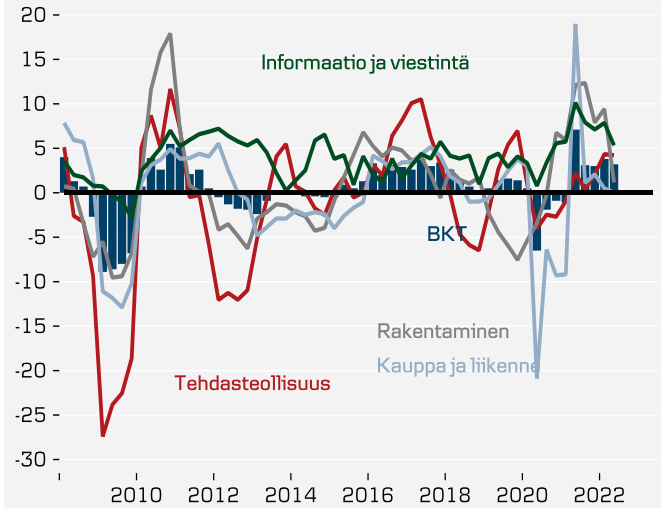
### Tarjonta ja kysyntä

% vuosikasvu neljänneksittäin, työpäiväkorjattu



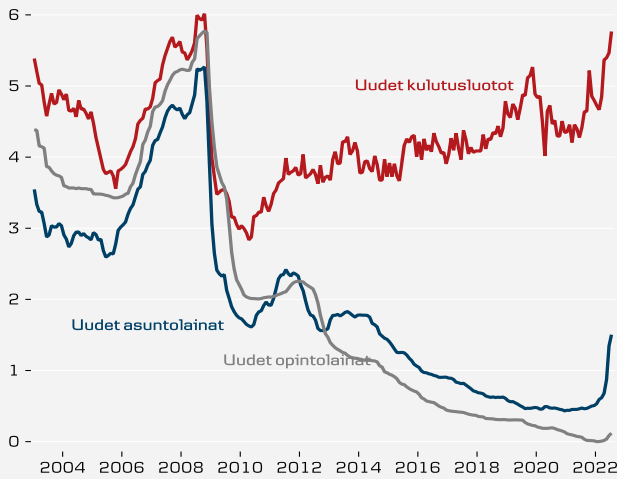
### Tuotanto toimialoittain

% vuosimuutos neljänneksittäin

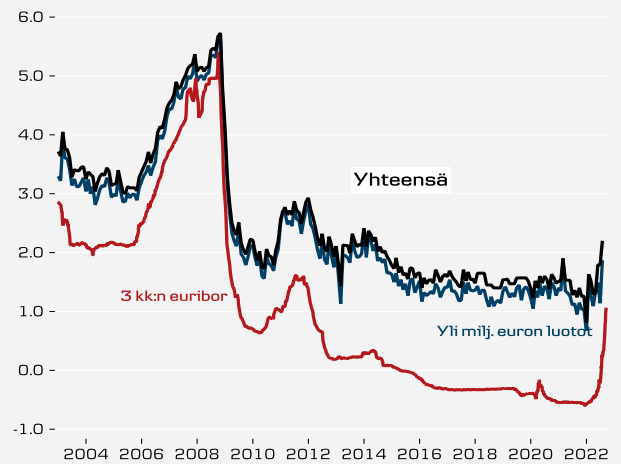


### Uusien kotitalouslainojen korkokehitys

% Uusien kotitalouslainojen korot

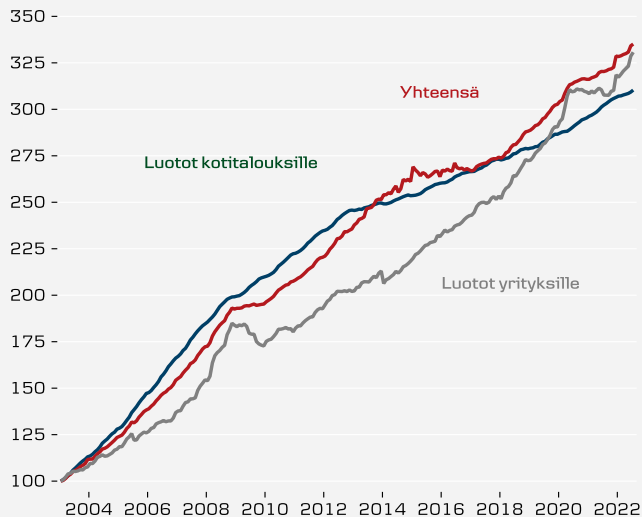


### Uusien yritysluottojen korkokehitys



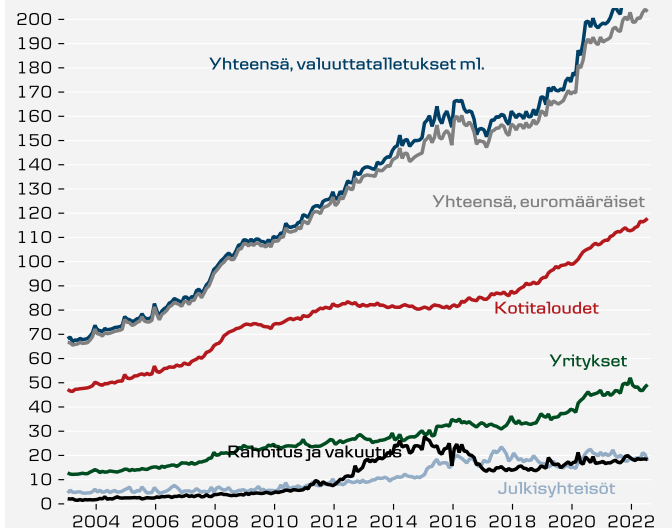
### Luottokannan kehitys

2003/1 = 100, Pankkien ja muiden rahalaitosten luotonanto



### Talletuskannan kehitys

Talletuskanta asiakasryhmittäin, mrd. euroa



**SUOMI**

				ennuste	ennuste
<b>Kysyntä ja tarjonta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Määrän muutos, %					
Bkt	1,2	-2,2	3,0	2,0	-0,2
Tuonti	2,4	-6,0	6,0	4,0	0,5
Vienti	6,7	-6,8	5,4	0,5	-0,5
Kulutus	1,1	-3,1	3,9	2,3	2,0
-yksityinen	0,7	-4,0	3,7	2,0	0,1
-julkinen	2,0	0,3	2,9	3,0	1,0
Investoinnit	-1,5	-0,9	1,5	3,5	0,5
<b>Indikaattoreita</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Työttömyysaste, %	6,7	7,8	7,7	6,8	7,3
Ansio, %	2,1	1,9	2,3	2,6	3,5
Inflaatio, %	1,0	0,3	2,2	6,6	3,7
Asuntojen hinnat, %	0,6	1,5	3,7	1,5	-1,0
Vaihtotase, mrd. eur	-0,7	2,0	1,8	-7,0	-4,0
Vaihtotase / bkt, %	-0,3	0,8	0,7	-2,6	-1,4
Julkinen alijäämä / bkt, %	-1,0	-5,5	-2,6	-3,1	-2,6
Julkinen velka / bkt, %	64,9	74,8	72,3	70,6	71,3

Ennusteet:: Danske Bank Research

				Ennuste	Ennuste
<b>Vuosimuutos, %</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Euroalue</b>					
BKT	1,3	-6,5	5,2	3,1	0,3
Kuluttajahinnat	1,2	0,3	2,6	8,5	2,8
<b>Iso-Britannia</b>					
BKT	1,3	-9,8	7,4	4,0	-0,2
Kuluttajahinnat	1,8	0,9	2,6	8,4	5,6
<b>Japani</b>					
BKT	0,3	-4,7	1,7	1,7	1,8
Kuluttajahinnat (pohja)	0,6	-0,2	-0,2	1,6	1,1
<b>Kiina</b>					
BKT	6,1	2,2	8,0	2,8	5,7
Kuluttajahinnat	2,9	2,5	0,7	2,5	2,5
<b>Yhdysvallat</b>					
BKT	2,2	-3,4	5,7	1,6	-0,2
Kuluttajahinnat	1,8	1,2	4,7	7,9	3,8

Kansainvälisen talouden ennusteet: Danske Bank Research



**Pääekonomisti**

Pasi Kuoppamäki

puh. 010 546 7715

pasi.kuoppamaki@danskebank.fi

Twitter @Pasi\_Kuoppamaki

Julkaisun päätoimittaja



**Analyttikko**

Antti Ilvonen

puh. +358 445 180 297

antti.ilvonen@danskebank.com

Twitter @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:** 21 September 2022, 08:00 CET

**Report first disseminated:** 21 September 2022, 08:30 CET