

Epävarmuutta ja inflaatiota

Venäjän ja Ukrainan sota pakottaa sopeutumaan

- Maa­ilmantalouden näkymä muuttui synkemmäksi Venäjän hyökättyä Ukrainaan. Epävarmuus iskee investointeihin ja kuluttajiin, inflaatio kiihtyy ja kauppavirrat muuttuvat Venäjän talous taantuu. Suurista markkina-alueista EU kärsii tilanteesta eniten. Koronarajoitusten purku helpottaa palvelualan yritysten toimintaa ja monissa maissa lisätään investointeja energiaomavaraisuuteen ja muuhun huoltovarmuuteen, joten emme odota talouskaavun täyttää pysähtymistä Euroopassakaan.
- Työmarkkinat ovat kiristyneet monissa maissa ja etenkin Yhdysvalloissa palkkojen nousuvauhti on kiihtynyt, mikä lisää inflaatiopaineita. Hyvä työmarkkinatilanne tuo toisaalta vakautta epävarmana aikana.
- Inflaation nopea kiihtyminen, odotus talouskasvun jatkumisesta ja merkit työvoimapulasta pakottavat keskuspankit kiristämään rahapolitiikkaa useissa maissa. Ohjaukorkoja nostetaan etenkin Yhdysvalloissa, mutta odotamme myös EKP:n nostavan talletuskorkoa joulukuussa 2022.
- Vuoden 2022 alussa Suomen talouskasvu näytti jatkuvan pirteänä, mutta Venäjän hyökkäys Ukrainassa heikentää vientiä, lisää epävarmuutta ja nostaa inflaatiota. Pääskenaariossa odotamme bruttokansantuotteen nousevan 1,7 prosenttia tänä vuonna (joulukuun ennuste oli 2,8%) ja 2,0 prosenttia vuonna 2023, minkä jälkeen kasvu hidastuu.
- Työllisyys on parantunut vauhdilla. Avoimien työpaikkojen määrä on ennätyskallisen korkea ja pula osaavasta työvoimasta on noussut merkittävästi. Sota näkyy lomautuksina monissa yrityksissä, mutta avoimia työpaikkoja on yhä runsaasti, mikä pitää työmarkkinaa vakaana.
- Valtio ottaa lisävelkaa heikomman talouskehityksen ja huoltovarmuuteen sekä maanpuolustukseen tarvittavien panostusten vuoksi.
- Asuntokauppojen lukumäärä vähenee, mutta hinnat pysyvät vakaina.

SUOMI	Nykyinen ennuste			Edellinen ennuste	
	2021	2022	2023	2022	2023
BKT, volyymi, %	3,3	1,7	2,0	2,8	1,6
Työttömyysaste, %	7,7	7,0	6,7	6,9	6,6
Inflaatio, %	2,2	4,4	2,0	2,6	1,8
Ansiotaso, %	2,3	2,8	2,6	2,8	2,6
Asuntojen hinnat, %	3,7	0,5	2,0	2,0	1,8
Vaihtotase / BKT, %	0,9	0,2	0,4	0,8	0,7
Julkinen velka / BKT, %	67,8	68,4	67,6	66,8	66,5

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

Analyytikko
Antti Ilvonen
antti.ilvonen@danskebank.com

Sota aiheuttaa syvät ja pitkäkestoiset arvet Venäjän taloudelle

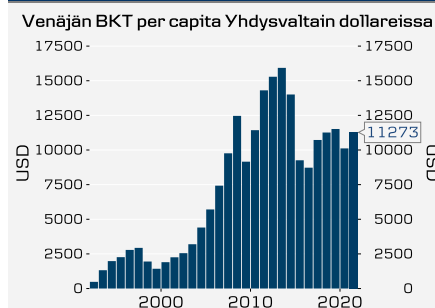
Ukrainan sodan seurauksena länsimaiden Venäjälle asettamat pakotteet syöksevät Venäjän talouden syvään taantumaan, mutta kehityksellä on vaikutuksia myös muuhun maailmaan ja erityisesti Euroopan talouteen. Venäjälle pakotteet merkitsevät taloudellista eristystä muusta maailmasta, joskin Venäjä on jo Krimin miehityksestä alkaen pyrkinyt vähentämään riippuvuuttaan erityisesti EU:sta. Keinoja ovat olleet ulkomaisen rahoituksen ja EU-tuonnin suhteellisten osuuksien laskeminen sekä valuuttavarantojen kasvattaminen talouden sietokyvyn nostamiseksi. Ulkomaisten investointien vähentymisen ja tiukan budjettikurin myötä Venäjän vuosituhannen alusta alkanut vahva talouskehitys hiipui stagnaatioksi, joka tulee sodan seurauksena jatkumaan vielä pitkään.

Länsimaiden pakotteissa keskeisessä asemassa on ollut niiden koordinoitu asettaminen. Venäjän keskuspankkiin kohdistetut pakotteet jäädyttävät merkittävän osan keskuspankin varannoista, mikä rajaa sen mahdollisuuksia esimerkiksi ruplan kurssissa nähdyn voimakkaan heikentymisen rajoittamiseen. Venäjä itse on kommentoinut osuuden olevan noin puolet varannoista, mutta todellisuudessa osuus voi olla suurempikin, sillä pelkästään dollarien, eurojen ja puntien osuus varannoista on 55 prosenttia, ja esimerkiksi fyysisten kultavarantojen myyminen ilman pääsyä maailman raaka-ainemarkkinoille on käytännössä hyvin vaikeaa. Sodan seurauksena rupla on menettänyt miltei puolet arvostaan, ja muu Venäjän markkina on ollut pitkälti suljettuna pääomapaon välttämiseksi. Ulkomailla noteeratut venäläisosakkeet ja esimerkiksi niihin sijoittaneet ETF-rahastot ovat monin paikoin menettäneet yli 90 prosenttia arvostaan. Venäjällä kuluttajahinnat ovat nousseet rajusti ruplan romahduksen myötä, ja keskuspankki nosti ohjaukorkoa 10,50 prosenttiyksiköllä tasan 20 prosenttiin.

Yhdysvallat asetti useita venäläispankkeja suorien pakotteiden alle, mikä estää niitä tekemästä dollari-, mutta käytännössä myös punta- ja eurotransaktioita. Talouskriisin uhatessa talletuspako on lisäksi vaikeuttanut venäläispankkien asemaa entisestään. Seitsemän venäläispankkia kytkettiin irti pankkien välisestä SWIFT-tietoliikenneverkosta, mikä rajoittaa voimakkaasti niiden mahdollisuuksia maksunvälitykseen paitsi länsimaiden, myös esimerkiksi Kiinan kanssa. Kiinan merkitys Venäjän kauppakumppanina on kasvanut viime vuosina, ja Kiina nähdään usein poliittisesti Venäjän kumppanina, sillä molemmat vastustavat esimerkiksi NATO:n laajentumista itään. Kiinalle kauppa länsimaiden kanssa on kuitenkin suhteessa selkeästi tärkeämpää kuin kauppa Venäjän kanssa. Yhdysvallat saattaa tulkita myös kolmansien maiden toimijoita pakotteiden alaisiksi, mikäli nämä käyvät kauppaa venäläisten pakotteiden alla olevien toimijoiden kanssa, minkä vuoksi Venäjä ei voi suoraan turvautua Kiinaan läntisen kaupankäynnin katketessa. Vaikka Kiina ei olekaan asettanut Venäjälle vielä vastaavia suoria pakotteita, osa kiinalaispankeista on muun muassa lopettanut remburssien myöntämisen raaka-ainekaupalle Venäjän kanssa pakotelistalle joutumisen pelossa.

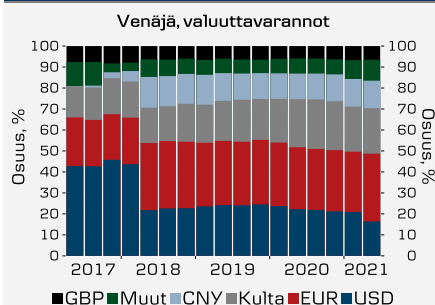
Energiakauppa EU:n kanssa on toistaiseksi välttynyt pakotteilta, vaikka Yhdysvallat ja Iso-Britannia asettivatkin tuontikiellot jo. Energia muodostaa noin puolet Venäjän kokonaisviennin arvosta, ja selvästi suurin osa suuntautuu

Venäjän talouskehitys per capita on ollut vaisua vuoden 2014 jälkeen



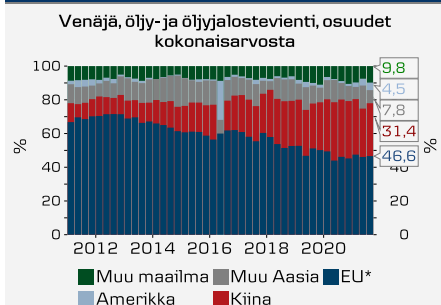
Lähde: Macrobond Financial

Merkittävä osuus Venäjän valuuttavarannoista on jäädytetty



Lähde: Macrobond Financial, Venäjän keskuspankki

EU:n mukaan liittyminen tehostaisi nykyisiä energiapakotteita selvästi



Lähde: Macrobond Financial, Federal Customs Service of Russia, *) Kuvaajassa EU sisältää 17 Venäjän suurinta EU-kauppakumppanimaata

nimenomaan EU:hun. Myös Kiinalla on keskeinen rooli Venäjän energiaviennissä, mutta yllä mainituista syistä Venäjän voi olla haastavaa kohdistaa vientiään Kiinaan, vaikka esimerkiksi venäläisen raakaöljyn hinta on jo nyt pudonnut selvästi muihin vaihtoehtoihin verrattuna. Lisäksi varsinkin maakaasun osalta logistiset haasteet vaikeuttavat viennin uudelleenreititystä, sillä Venäjän läntiset kaasuputket eivät toistaiseksi ole suorassa yhteydessä Kiinaan vieviin putkiin.

Useat EU-maat ovat toistaiseksi olleet energiapakotteita vastaan, sillä erityisesti venäläisen maakaasun korvaaminen olisi lyhyellä aikavälillä haastavaa. Polttoaineiden ja sähkön hinnat ovat jo kohonneet merkittävästi, ja vaikka viime päivinä hinnoissa on nähty tasaantumista, voisivat EU-pakotteet nostaa niitä entisestään. EU:n haasteena on, että korvaavia energialähteitä on vain rajallisesti saatavilla. Nesteytetyn maakaasun, eli LNG:n osalta merkittävä osa maailman tarjonnasta kulutetaan Aasiassa. Vaikka LNG:tä olisi maailmanmarkkinoilla runsaasti tarjolla, EU:n LNG-terminaalien ja maakaasun kuljetuksen kapasiteetti on rajallinen. Kaikista riippuvaisimpia venäläisestä kaasusta ovat Itä-Euroopan maat, jotka sijaitsevat kaukana rannikkoseutujen LNG-terminaaleista. EU on kuitenkin jo indikoinut olevansa valmis kiihdyttämään investointeja vaihtoehtoihin energialähteisiin, eli käytännössä LNG:hen, biokaasuun ja uusiutuviin energiamuotoihin. Pidemmällä aikavälillä tämä synkistää Venäjän fossiilisiin polttoaineisiin nojaavan viennin näkymiä entisestään, pakotteista riippumatta.

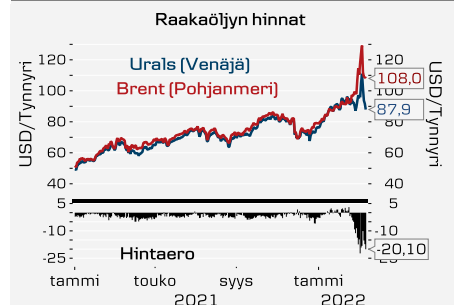
Lisäksi useat energiayritykset ovat itsenäisesti luopuneet venäläisöljystä ilman suoria pakotteitakin. Yleisellä tasolla yritysten viime viikkoina nähty laajamittainen irtautuminen Venäjän markkinoilta tulee painamaan maan talouskehitystä vielä pitkään, vaikka suoria talouspakotteita ei enää kiristettäisikään.

Inflaation kiihtyminen on riski länsimaiden talouksille

Sota vaikuttaa länsimaiden talouskehitykseen usean eri vaikutuskanavan kautta. Suoran viennin katkeaminen Venäjälle painaa luonnollisesti kasvua, joskin useimmat länsimaat ovat jo valmiiksi vähentäneet kaupankäyntiään Venäjän kanssa Krimin valtausta seuranneiden pakotteiden myötä. Venäjän osuus EU:n tuonnista ei ole valtaisa energiaalukuun ottamatta, mutta se on silti keskeinen tuottaja muun muassa tietyissä metalleissa. Saksassa useat autotehtaat ovat joutuneet sulkemaan oviaan, kun katalysaattoreissa käytettävän palladiumin saatavuus on heikennyt; Venäjän osuus maailman tuotannosta on lähes 45 prosenttia. Korvaavan tuotannon rakentaminen vie aikaa, mutta samalla voi syntyä uusia investointeja.

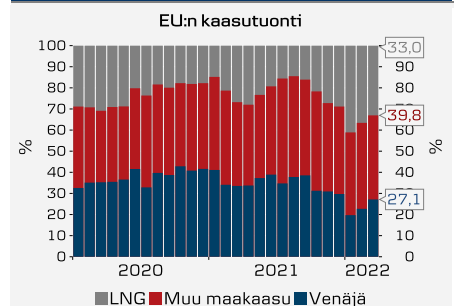
Keskeisin vaikutuskanava on kuitenkin hintojen nousu, joka painaa kuluttajien ostovoimaa ja siten yksityistä kulutusta. Energian hinnat näkyvät luonnollisesti suoraan sähkön ja polttonesteiden hinnoissa, mutta vaikutus inflaatioon on kuitenkin laaja-alaisempi. Rahtikustannukset olivat jo ennen sotaa korkeilla tasoilla, ja maakaasua käytetään muun muassa lannoitteiden valmistuksessa, jolloin vaikutus välittyy ruoan hintoihin. Venäjä on myös keskeinen viljantuottaja erityisesti useille Afrikan ja Lähi-idän maille, joihin pakotteet vaikuttavat SWIFT- ja dollarirajoitusten kautta.

Venäläisen öljyn hinnat laskivat jo ennen pakotteitaikin



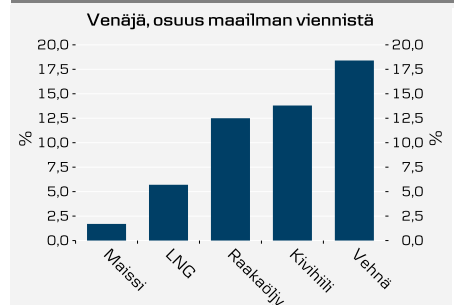
Lähde: Macrobond Financial, Refinitiv

Venäläisen maakaasun korvaaminen tulee olemaan haastavaa



Lähde: Refinitiv

Venäjä on keskeinen raaka-aineiden tuottaja maailmanmarkkinoille



Lähde: OEC (2019)

Sodan käännteiden ennakoiminen on luonnollisesti hyvin haastavaa, mutta epävarmuus Ukrainassa jatkunee, vaikka jonkinasteiseen tulitaukoon päästäisiinkin. Venäjän vaatimukset sodan lopettamiseksi eivät edelleenkään ole selkeitä, ja vaikka se onnistuisi valloittamaan lisää ukrainalaiskaupunkeja, tai pyrkisi asettamaan maalle uuden venäläismielisen hallinnon, ukrainalaiset ovat jo osoittaneet vastarinnan pysyvän vahvana. Talouden näkökulmasta epävarmuuden jatkuminen tarkoittaa, että myös pakotteet pysyvät todennäköisesti voimassa vielä pitkään. Mikäli väkivaltaisuuDET jatkuvat, erityisesti EU:lla on yhä varaa myös kiristää nykyisiä pakotteita. Raaka-aineiden hinnat eivät välttämättä kohoa enää ratkaisevasti nykytasoilta, ellei uusia pakotteita nähdä, mutta emme myöskään usko hintojen laskevan merkittävästi.

Inflaatiopaineet olivat jo lähtökohtaisesti koholla, ja hintojen nousu on viime kuukausien aikana muuttunut entistä laaja-alaisemmaksi. Euroalueella hinnat kohosivat helmikuussa 5,8 prosenttia vuodentakaisesta ja Yhdysvalloissa vastaavasti 7,9 prosenttia. Vaikka sota hidastaa talouskasvua, uskomme läntisten keskuspankkien silti pyrkivän normalisoimaan rahapolitiikkaansa, taantuma- ja inflaatoriskien välillä tasapainoillen. Kiina on globaalisti poikkeus, sillä maan talouskasvu hidastui odotettua nopeammin ennen sodan syttymistä, ja maa ehti jo aloittaa uuden elvytysyökin niin fiskaali- kuin rahapolitiikan sarallakin. Koska sota painaa myös Kiinan talousnäkyymiä, saattaa maa jopa voimistaa elvytystoimiaan kriisin seurauksena.

Sota vaikuttaa USA:n talouteen öljyn hinnan noustessa

Yhdysvaltojen talous kärsii Ukrainan sodasta euroaluetta vähemmän, sillä liittovaltion suorat kauppasuhteet Venäjälle ovat suhteessa vähäisemmät, ja geopoliittinen epävarmuus ei vaikuta investointihalukkuuteen yhtä voimakkaasti. Toistaiseksi Yhdysvallat on pysytellyt suhteellisen etäällä Ukrainan tapahtumista, ja vaikka sodan laajentuminen NATO-maihin voisi vetää myös Yhdysvallat mukaan, pidämme tätä epätodennäköisenä. Pakotteet näkyvät kuitenkin myös amerikkalaiskuluttajan kukkarossa kohoavien raakaöljyn hintojen myötä, ja kuten euroalueellakin, merkittävin negatiivinen vaikutus talouskasvuun nähdään nimenomaan laskevan ostovoiman kautta. Yhdysvallat asetti venäläisöljylle tuontikiellon, mikä ei itsessään vaikuta hintoihin merkittävästi tuontimäärien jäädessä pieniksi, mutta esimerkiksi EU-kaupan katkeaminen vähentäisi raakaöljyn tarjontaa maailmanmarkkinoille selvästi nostaten hintoja.

Yleisellä tasolla Yhdysvaltojen inflaatiopaine on jatkanut kiihtymistään viime kuukausien aikana, ja hintojen noususta on tullut entistä laaja-alaisempaa. Samaan aikaan työllisyys, ja ennen kaikkea työvoiman määrä ovat kuitenkin elpyneet odotuksia vahvemmin, ja pandemian pysyvät vaikutukset työvoiman tarjontaan vaikuttavat jäävän miedommiksi kuin vielä muutama kuukausi sitten arvioitiin. Fedin kannalta tilanne on positiivinen, sillä näin myös talouden potentiaalikasvu kärsii vähemmän, ja taantumien riski on vähäisempi, kun rahapolitiikkaa aletaan kiristää.

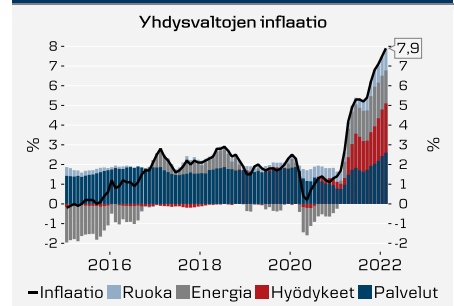
Korkeasta inflaatiopaineesta ja kohoavista inflaatio-odotuksista huolimatta Yhdysvaltojen rahoitusolosuhteet ovat kokonaisuudessaan yhä selvästi pandemiaa edeltäneitä tasoja elvyttävämpiä. Sota on luonnollisesti lisännyt lyhyen aikavälin epävarmuutta, ja myös Fed aloittaneet rahapolitiikan kiristyksen

Yhdysvaltojen työvoima on elpynyt vahvasti talven aikana



Lähde: Macrobond Financial, BLS

Inflaatiopaine on entistä laaja-alaisempaa



Lähde: Macrobond Financial

maltillisesti vain 25 korkopisteen nostolla. Emme kuitenkaan pidä mahdollisena, että tilanteen selkiytyessä Fed jatkaisi 50 korkopisteen kertanostolla, ja joka tapauksessa uskomme rahapolitiikan kiristyvän selvästi kuluvan vuoden aikana. Myös Fedin taseen supistaminen tulee olemaan keskeinen osa kiristyspalettia, ja toisin kuin viimeisimmän kiristysyösklin aikana, odotamme Fedin myös aktiivisesti myyvän velkakirjoja taseestaan. Näin ollen sekä korkokäyrän lyhyessä että pitkässä päässä on maltillista nousupainetta.

Pandemian aikana nähdyn fiskaalielvytyksen päättyminen yhdessä rahapolitiikan kiristymisen kanssa ennakoivat talouskasvun hidastuvan, vaikka talven yli kasvu onkin pysytellyt yllättävänkin pirteänä. Kulutuskysynnän asteittainen normalisoituminen ennakoii globaalien toimitusketjuhaasteiden hellittävän, kun Yhdysvaltojen poikkeuksellisen korkea hyödykkeiden kysyntä laskee. Kiinan viime viikkoina kohonneet koronatartunnat ja yhä verrattain tiukka rajoituslinja voivat kuitenkin pitkittää esimerkiksi satamien ruuhkaa.

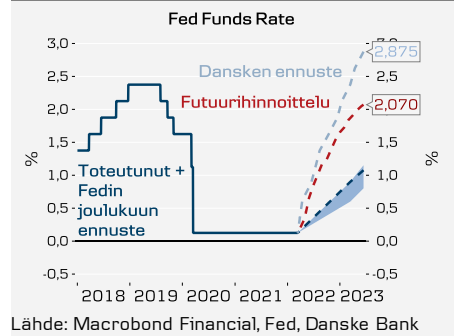
Kehittyvät taloudet pyrkivät vakauteen

Kiinan talous toipui koronasta muita aikaisemmin, koska epidemia onnistuttiin tiukkojen rajoitustoimien avulla saamaan nopeasti hallintaan. Muista talousalueista poiketen Kiinan talous kasvoikin jo vuoden 2020 keväällä. Vuonna 2021 bruttokansantuote nousi 8,1 prosenttia, mikä on suurelta osin jo vuonna 2020 nähdyn elpymisen ansiota. Loppuvuonna kiinteistösektorin kriisi ja energiapula painoivat kasvua. Näistä jälkimmäinen on pysynyt kurissa, kun Kiinan keskushallinto pyrki voimakkaasti laskemaan mm. kivihiilen hintaa, mikä näkyi hidastuneena tuottajahintojen nousuna. Kiinteistösektorilla maan hallinto joutuu ehkä ottamaan aiempaa suuremman roolin, jotta tilanne pysyy vakaana. Kiinan kokonaisluotonannossa (keskeinen rahapoliittisen elvytyksen mittari) nähtiin loppuvuonna pientä piristymistä, mikä tarkoittaa elvytyksen tukevan luotonantoa reaalityaloudelle. Kiinan tilanne on kuitenkin hankala, kun se tasapainoilee hidastuvan talouskasvun tukemisen ja pitkäaikaisen velkaantumisen jarruttamisen välillä. Kiina pyrkii edelleen rajoittamaan koronaa melko kovin toimin, mikä yhä aiheuttaa paikallisia tuotantovaikeuksia.

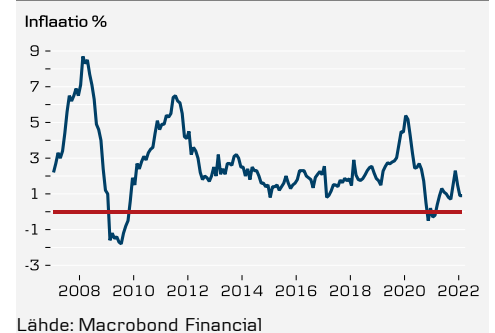
Kiina on ottanut neutraalin asenteen Venäjän hyökättyä Ukraina. Maa käy edelleen kauppaa Venäjän kanssa. Suurempi riippuvuus venäläisestä energiasta tai länsimaiden ärsyttäminen muuten tiiviimmällä taloudellisella yhteistyöllä ei kuitenkaan näytä todennäköiseltä. Maan johto onkin sanonut kiinnittävänsä huomiota energian saatavuuden turvaamiseen ja varmuusvarastoihin. Sodan talousvaikutukset jäävät Eurooppaa maltillisemmiksi. Tänä vuonna Kiinan hallinto tavoittelee 5,5 prosentin kasvua. Tämä on mielestämme haastavaa, mutta kertoo toisaalta Kiinan valtion toteuttavan elvytystoimia. Talouskasvu on Kiinan viime vuosikymmeniin verrattuna varsin verrikaista. Talouskasvu ei voi loputtomasti jatkua yhtä kovana kuin takavuosina. Kiinalla on kuitenkin edelleen merkittävä perässähihtäjän etu. Ostovoimakorjattu bruttokansantuote on roimasta kasvusta huolimatta vain noin kolmasosa länsimaiden tasosta, vaikka maassa on jo suuri joukko vauraita ja hyvin toimeentulevia kansalaisia.

Intiassa bruttokansantuotteen nousu hidastui vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä. Investointien nousu hyytyi ja tuonti paisui vieniä reippaammin.

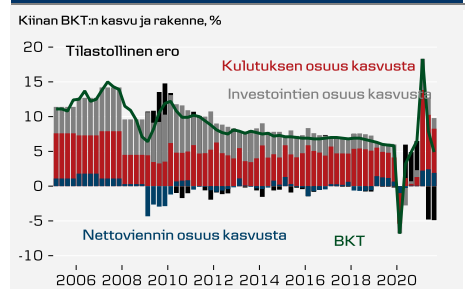
Uskomme Fedin nostavan korkoja voimakkaasti



Kiinan inflaatio matalaa alkuvuonna



Kiinan talouskasvun rakenne



Koko vuoden talouskasvu nousi sentään 8,1 prosentin lukemaan, joten maa toipui melko hyvää vauhtia pahimmasta koronavuodesta. Työttömyysaste on

pysynyt noin 7 prosentin tuntumassa ja ostopääällikköindeksit kertoivat talouden elpyvän vuoden 2022 helmikuussa. Yksityinen kulutus on toiminut kasvun ajurina. Intian taloudella on vielä paljon tilaa elpyä, ja Maailmanpankki ennustaa noin 7 prosentin kasvua parin seuraavan vuoden ajan, mutta ripeämpikin tahti olisi mahdollinen. Intian talouskasvu ylittää siis jatkossa Kiinan kasvutahdin, mutta elintaso on edelleen selkeästi Kiinaa ja etenkin länsimaita matalampi. Intialla on Kiinaakin suurempi perässähiihtäjän etu, kunhan talousuudistukset ja talouspolitiikka tukevat kasvua. Uudistukset eivät etene kovin vauhdikkaasti ja kohtaavat suurtakin vastarintaa.

Venäjän hyökkäys Ukrainaan näkyy Intian taloudessa etenkin monien tuotantopanosten ja ruoan kallistumisena. Inflaatio todennäköisesti kiihtyy ja iskee kasvua ylläpitäneeseen kulutuskysyntään ainakin alkuvuoden aikana. Moneen muuhun maahan verrattuna talouden tukitoimet olivat korona-aikana Intiassa melko vaatimattomia. Julkisen talouden heikko tilanne rajoittaa finanssipolitiikan liikkumatilaa, eikä Intia harjoittane kovin aktiivista finanssipolitiikkaa. Koska finanssipolitiikalla on vähemmän tilaa, on keskuspankki pyrkinyt olemaan aktiivinen elvyttävällä rahapolitiikalla ja pitämään huolta rahoituksen saatavuudesta yrityksille.

Brasilian talous on ollut ongelmassa viime vuosina, joten koronavuosi iski hauraaseen talouteen. Rokotuskattavuus on onneksi nyt hyvä ja parempi terveystilanne tukee etenkin palvelualojen elpymistä. Brasilian talous elpyi kohtalaisesti alkuvuoden 2021 mittaan, mutta loppuvuosi osoittautui pettymykseksi. Maatalouden kannalta huonot sääolot, korkea inflaatio, koronnostot ja viennin hidastuminen Kiinaan painoivat kasvua. Bruttokansantuote nousi kuitenkin 4,6 prosenttia vuonna 2021. Teollisuuden ostopääällikköindeksi on viime kuukausina pysynyt alle 50 pisteen lukemissa, eikä maailman taloustilanne tuo helpotusta, joten kasvu jää heikoksi 2022. Lokakuussa pidetään presidentinvaalit, pääehdokkaat ovat Lula ja Bolsonaro.

Japani toipuu hitaaseen tahtiin

Japanin talouden elpyminen koronavuodesta ei päässyt ei kunnolla vauhtiin 2021. Viimeisellä neljänneksellä bruttokansantuote kohosi reilun prosentin edellisestä neljänneksestä, mutta heikon alkuvuoden vuoksi koko vuoden BKT nousi vain 1,8 prosenttia. Investoinnit laskivat, mikä omalta osaltaan kertoo vaatimattomasta tulevaisuuden näkymästä. Koronarajoituksin järjestetyt olympialaisetkaan eivät saaneet maahan mittavaa matkailijavirtaa ja matkailuliiketoiminnat kärsivät edelleen asiakaskadosta. Autoteollisuus kärsii komponenttipulasta ja on supistanut tuotantoa. Teollisuuden ostopääällikköindeksi kertoi alkuvuonna varovaisesta noususta, mutta palvelualojen näkymä oli yhä huono. Inflaatio on kiihtynyt länsimaita vähemmän Japanissa, vaikka polttonesteet ovat sielläkin kallistuneet. Matala inflaatio mahdollistaa kevyen rahapolitiikan jatkamisen ja vakauttaa kotitalouksien ostovoimaa. Pääministeri Kishidan elvytyspaketti tukee taloutta 2022, mutta Venäjän-Ukrainan sodan vaikutukset esimerkiksi raakaöljyn kallistumisen muodossa hyödyttävät Japanin taloutta merkittävästi.

Japanin kotimainen kysyntä elpynyt heikosti



Lähde: Macrobond Financial

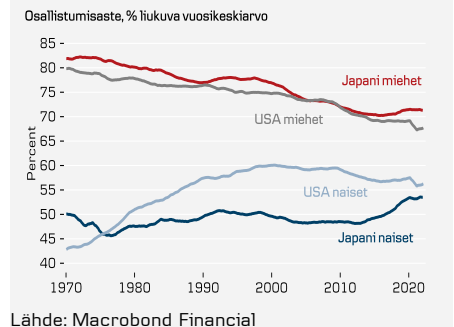
Pidemmän päälle Japanin talouskasvu palautuu noin prosentin tuntumaan. Väestön vanhetessa tulee automaatioon nojaavan vientiteollisuuden menestys olemaan talouskasvun edellytys. Rakenteelliset uudistukset ovat edenneet hitaasti. Japani tavoitteena on EU:n lailla investoida puhtaaseen energiaan ja digitalisaatioon. Työmarkkinoilla tärkeänä pidetty naisten osallistumisasteen nostaminen on tuottanut jonkin verran positiivisia tuloksia, mutta osallistumisaste on edelleen vaatimaton. Suunnitelmat sisältävät myös maahanmuuton kasvattamista työvoiman tarjonnan turvaamiseksi.

Kallis energia syö kuluttajien ostovoimaa Euroopassa

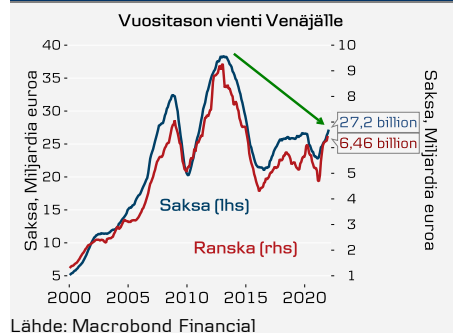
Euroalueen talousnäkymät olivat haastavat ennen Ukrainan sodan alkua, vaikka pieniä valonsäteitä olikin ilmassa. Omikronaallon väistyminen tarjosi hetkellistä tukea palvelusektorille, vaikka erityisesti teollisuuden kehitys onkin heikennyt viime kesästä lähtien. Toinen positiivinen merkki liittyi globaalien tuotantoketjuhaasteiden hellittämiseen, mistä saatiin alustavia viitteitä alkuvuoden aikana. Tästä huolimatta inflaatiopaine on ollut selkeässä nousussa alkuvuoden aikana, ja hintojen noususta on tullut entistä laaja-alaisempaa. Jopa palvelusektorilla inflaatio on kiihtynyt, mikä kielii palkkainflaation kiihtymisestä ja luonteeltaan pysyvämmistä inflaatiopaineista. Olemme laskeneet Suomen talousennustetta 1,1 %-yksiköllä, ja arvioimme sodan talouskasvuvaikutuksen olevan samaa luokkaa myös koko euroalueen tasolla. Inflaation osalta tuoreimmat helmikuun luvut eivät vielä pitkälti sisällä sodan vaikutuksia, joten riskit ovat selvästi kallellaan inflaation jatkuvan kiihtymisen suuntaan lähikuukausina.

EKP:n kannalta tilanne on erityisen haastava, sillä se joutuu nyt ottamaan huomioon sekä riskin hidastuvasta talouskasvusta että kiihtyvistä inflaatiosta. Maaliskuussa ensimmäisessä kokouksessaan sodan syttymisen jälkeen EKP osoitti, että hintavakaustavoitteensa mukaisesti inflaatoriskit painavat vaakakupissa eniten. EKP vähentää velkakirjaostojaan asteittain vuoden 2. neljänneksen aikana, ja mikäli talousnäkymissä ei enää tapahdu ratkaisevia muutoksia, se päättää netto-ostot täysin 3. neljänneksen aikana. Odotamme keskuspankin päättävän netto-ostot jo heinäkuun kokouksessa, ja nostavan talletuskorkoa ensimmäisen kerran joulukuussa. Mikäli inflaatio kiihtyy vielä odotettuakin voimakkaammin, koronnosto on mahdollinen jo syyskuussa. Markkinan hinnoittelu on vielä hieman aggressiivisempi, ja ensimmäistä koronnostoa odotetaan 90 % todennäköisyydellä jo syyskuulle, ja toisellekin nostolle hinnoitellaan jopa 70 % todennäköisyyttä vielä kuluvan vuoden aikana.

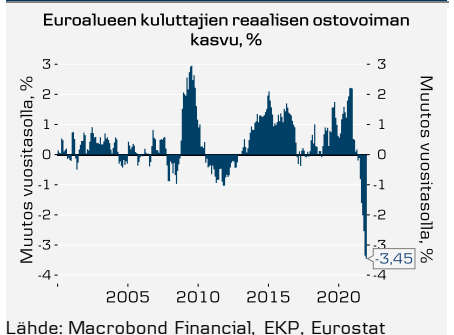
Japanin osallistumisaste työmarkkinoille



Venäjän merkitys vientimarkkinana on vähentynyt



Hinnat nousevat palkkoja nopeammin, mikä painaa yksityistä kulutusta



Investoinnit voivat tukea kasvua pidemmällä aikavälillä

Vaikka sodan vaikutusten arviointi on haastavaa näin aikaisessa vaiheessa, jo nyt muun muassa Saksa on viestinyt kasvattavansa merkittävästi investointeja sekä puolustuksensa että energiaomavaraisuutensa vahvistamiseen. EU julkaisi kunnianhimoisen suunnitelman, jonka perusteella se pyrkii vähentämään riippuvuuttaan venäläisestä maakaasusta kahdella kolmasosalla jo kuluvana vuonna, ja luopumaan sen käytöstä täysin vuosikymmenen loppuun mennessä. Keinovalikoima sisältää muun muassa LNG-toimitusten lisäämistä, uusiutuvien energialähteiden tuotannon kasvattamista sekä investointeja energiatehokkuuden parantamiseen. On selvää, että tavoitteiden saavuttaminen edellyttää mittavia investointeja, joiden rahoittamiseksi on kaavailtu EU:n yhteisen velanoton kasvattamista. Pidemmällä aikavälillä investoinnit voivat tukea kasvua ja toisaalta myös auttaa laskemaan energian hintoja riippumatta Venäjän pakotteiden kestosta.

Sota on toistaiseksi laskenut euron kurssia dollaria vastaan, sillä kohoavien energian hintojen myötä euroalueen tuontihinnat nousevat vientihintoja nopeammin ja heikkenevä ulkomaankaupan vaihtosuhte painaa valuuttakurssia. Sama ilmiö on pitkälti määrittänyt valuuttakurssien kehitystä myös muualla maailmassa, suhteessa eniten ovat kärsineet Venäjän kanssa läheiset kauppasuhteet omaavien Itä-Euroopan maiden valutat. Suhteellisia voittajia ovat olleet epävarmuuden kohotessa vahvistuvat turvasatamat, kuten dollari, frangi ja jeni, sekä raaka-aineiden tuottajamaiden valutat, kuten Norjan kruunu. Emme odota raaka-aineiden hintojen merkittävästi laskevan, ja koska länsimailla on yhä varaa myös kiristää pakotteita, hinnat saattavat yhä nousta korkeilta nykytasoilta, mikä painaisi EUR/USD-kurssia entisestään. Myös johdannaismarkkinat näkevät riskien olevan poikkeuksellisen voimakkaasti kallellaan tilanteen vaikeutumisen suuntaan.

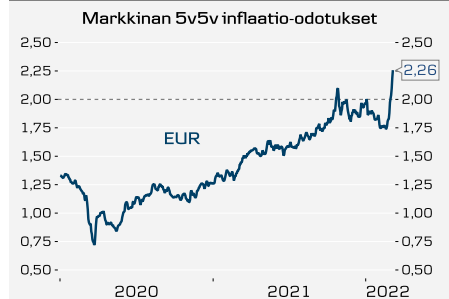
Kasvua euroalueen naapurissa

Ruotsin talous on kuulunut muiden Pohjoismaiden tavoin koronaviruksen suhteellisiin menestyjiin. Bruttokansantuote nousi selvästi yli korona edeltäneen tason paisuen 4,8 prosenttia vuonna 2021. Suurimman nousun toivat yksityinen kulutus ja investoinnit. Ruotsin vahvuudet ovat korona-aikana olleet samankaltaisia kuin muissakin Pohjoismaissa eli taloutta ovat tukeneet vähäinen riippuvuus matkailusta, hyvät etätöyvalmiudet ja teollisten toimialojen menestys. Työttömyysaste on tullut alas, mutta se ylittää edelleen koronaa edeltäneen tason ja on esimerkiksi Suomea korkeampi.

Ruotsilla näytti olevan hyvät edellytykset jatkaa ripeässä kasvussa ennen sotaa Ukrainassa. Ostopäällikköindeksien mukaan sekä teollisuudessa että palvelualoilla odotettiin nousua helmikuussa. Myös kuluttajaluottamus on vahvaa. Teollisuuden kehitystä tosin varjostaa myös Ruotsissa raaka-ainepula, mutta maan autoteollisuus näyttää toistaiseksi pystyneen pitämään tuotantoa yllä monia muita paremmin. Venäjän sota Ukrainassa vaikuttaa myös Ruotsin talouteen, mutta vähemmän kuin Suomeen. Inflaatio nousee Ruotsissakin, mikä rasittaa kuluttajien ostovoimaa.

Ruotsin keskuspankki kasvatti arvopapereiden osto-ohjelmaansa koronaviruksen seurauksena. Ohjauskorkoa ei sen sijaan ole kriisin aikana laskettu, vaan keskuspankki on pitänyt ohjauskoron nollassa. Ruotsin inflaatio on pysynyt

Myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat kohonneet



Lähde: Macrobond Financial, Refinitiv

Euro on heikentynyt dollaria vastaan kohoavien energian hintojen myötä



Lähde: Macrobond Financial, Citi

Ruotsin teollisuustuotanto ja PMI



Lähde: Macrobond Financial

monia muita länsimaita maltillisempina, mutta viime aikoina inflaatio on noussut energian kallistuttua. Helmikuussa inflaatio ylsi 4,3 prosenttiin. Inflaation rajua kiihtymistä pitkälle tulevaisuuteen ei odoteta, vaan kuluttajahintojen nousu pysyy maltillisena. Keskuspankin tukiohjelman loppu hämmöttää talouskasvun jatkuessa, ja ohjauskoron nosto tulee agendalle viimeistään vuonna 2023, jos taloustilanne ei selvästi synkkene nykyisestä.

Iso-Britannia on myös päässyt mukaan maailmantalouden nosteeseen ja suhdannenäkymä oli kelvollinen alkuvuoden aikana. Maan taloudella on vielä matkaa täyteen toipumiseen, sillä bruttokansantuote alitti vuoden 2021 lopussa koronaa edeltäneen tilanteen. Koronapandemia iski Britanniaan suurella voimalla ja samaan aikaan brexit kuritti maan taloutta, mutta molemmat rasitteet antavat nyt tilaa elpymiselle. Iso-Britannia on vähitellen purkanut koronaan liittyviä sulkutoimia ja kauppavirrat ovat normalisoituneet, vienti EU-maihin on noussut likimain koronaa edeltäneelle tasolle. Patoutuneet investoinnit lähtevät vähitellen liikkeelle ja työmarkkinoiden kiristyminen nostaa palkkatasoa. Ison-Britannian talous ei ole erityisen altis Venäjään liittyville riskeille, mutta hintatason nousu tuntuu saarivaltiossakin. Inflaatio nousi tammikuussa 5,5 prosenttiin. Keskuspankin nosti ohjauskorkoa joulukuussa ja helmikuussa. Tarve kiristää rahapolitiikkaa on edelleen olemassa, mutta Venäjän Ukrainaan tekemän hyökkäyksen aiheuttama epävarmuus voi laittaa lisänostot jäihin ainakin hetkellisesti.

Riskit lisääntyneet

Suhdanne-ennuste olettaa, että Venäjän aloittama sota ei laajene Ukrainan ulkopuolelle. Mahdollisen lopputulemien kirjo on kuitenkin suuri ja epävarmuus huomattavaa. Pääskenaariossa Yhdysvaltojen ja Kiinan talouskasvu jatkuu melko hyvää vauhtia, mutta Euroopassa kasvu hidastuu huomattavasti. Sota ja korona muistuttavat meitä siitä, että riskit ovat usein yllättäviä ja niiden mittakaavan arviointi on vaikeaa etenkin kriisin alkuvaiheissa. Huonoimmassa skenaariossa sota laajenee Ukrainan ulkopuolelle aiheuttaen inhimillistä hätää. Pula hyödykkeistä voisi paisua edelleen nostaten inflaatiota merkittävästi.

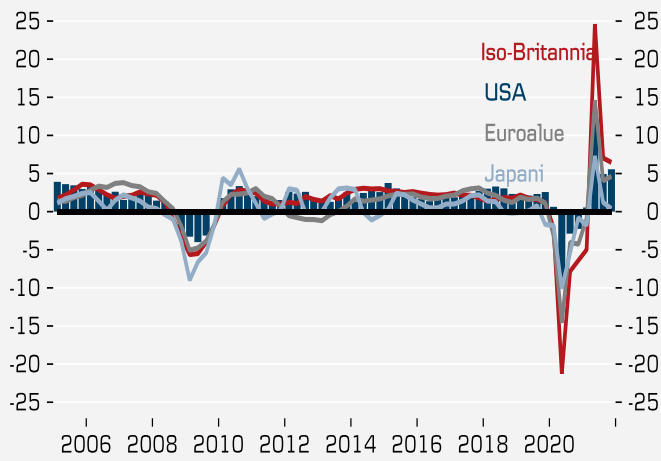
Inflaatoriski on huomattava ja se osuu samaan aikaan talouskasvun hidastumisen kanssa, joten tilannetta voi luisua stagflaatioksi. Inflaatio heikentää kuluttajien ostovoimaa ja pakottaa keskuspankit harkitsemaan nopeampaa rahapolitiikan kiristämistä. Yhdysvalloissa nähdään suurempia hintapaineita kuin Euroopassa. Pahimmassa tapauksessa keskuspankit joutuvat kiristämään rahapolitiikkaa nyt uskottua aikaisemmin, mikä aiheuttaisi huojuntaa rahoitusmarkkinoilla. Valtiot velkaantuvat edelleen kriisin hoitamiseksi ja talouskasvun vauhdittamiseksi. Myös Euroopan unioni ottaa velkarahoitusta aiemmasta poikkeavalla tavalla.

Antti Ilvonen

Pasi Kuoppamäki

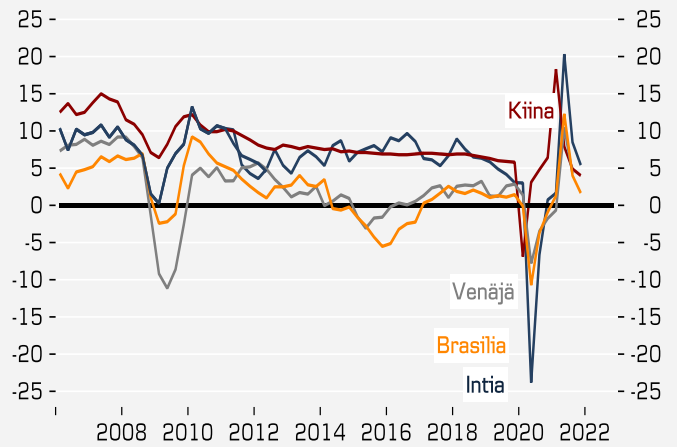
Kokonaistuotannon kasvu teollisuusmaissa

Bktn vuosikasvu neljänneksittäin, %



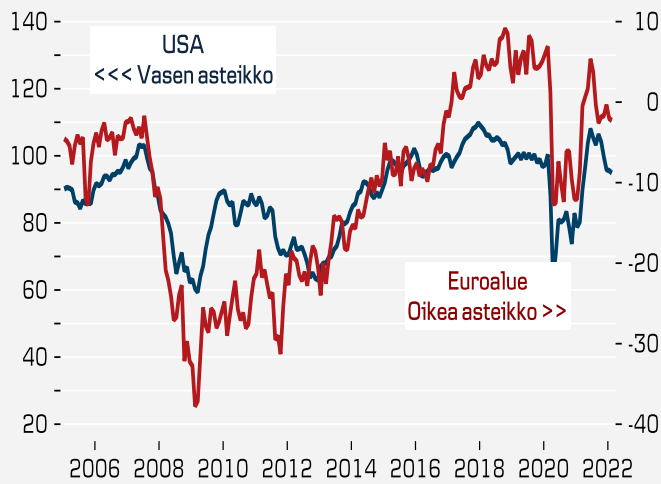
Kokonaistuotannon kasvu BRIC-maissa

Bktn vuosikasvu neljänneksittäin, %



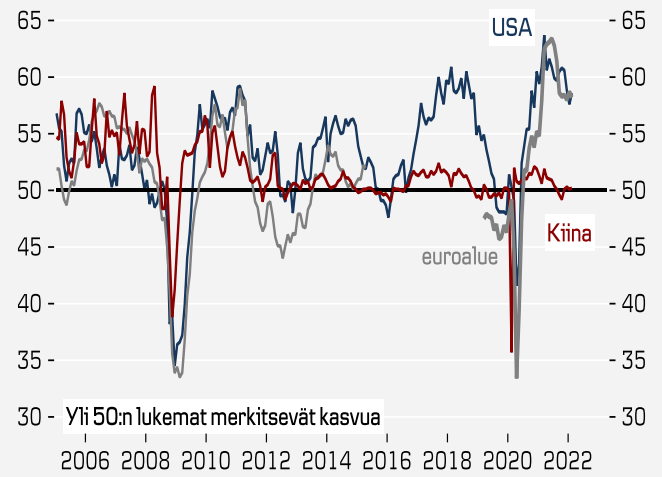
Kuluttajien luottamus

Kuluttajien luottamus, indeksi



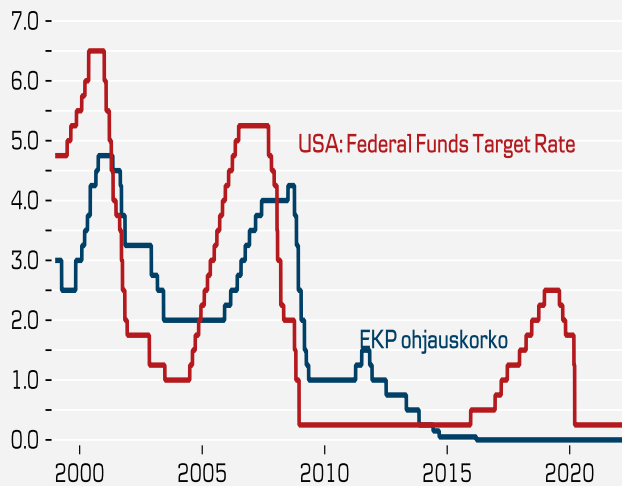
Teollisuuden suhdanneodotukset

PMI (teollisuuden ostopäällikköindeksi)



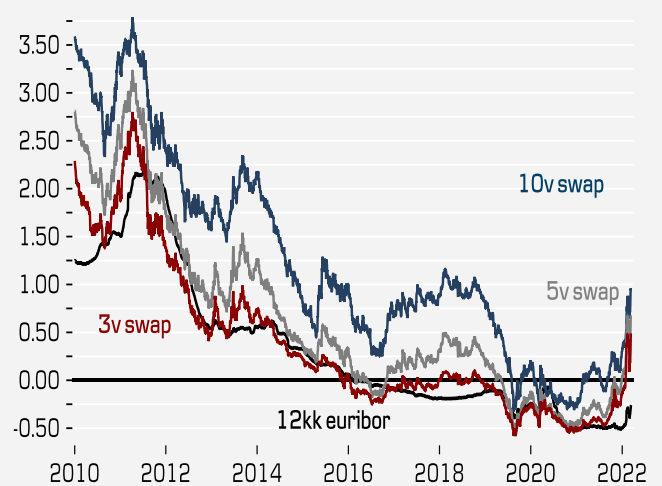
Keskuspankkien ohjauskorot

%



Euroalueen pitkät korot

%



Sota muuttaa Suomen suuntaa

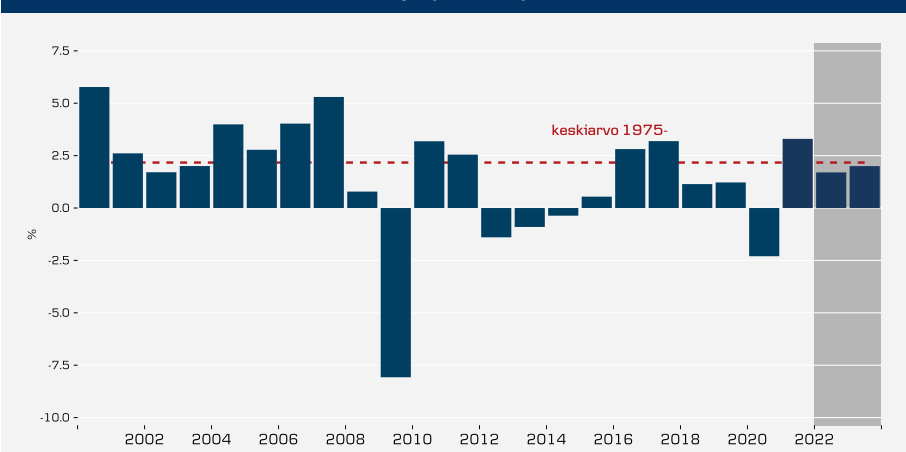
Vuoden 2022 alussa Suomen talous näytti pyristelevän irti koronan aiheuttamista talousongelmista ja edessä piti olla hyvä talousvuosi, mutta Venäjän hyökkäys Ukrainaan poliittisine ja taloudellisine seurauksineen heittää suuren epävarmuuden varjon näkymien ylle. Sodan talousvaikutusten arviointi on huomattavan vaikeaa riippuvaista tilanteen kehittymisestä niin sotarintamalla kuin hyödykemarkkinoilla. Vaikutus Suomen talouteen on merkittävä ja pääosin negatiivinen, mutta nykytilanteen valossa arvioimme Suomen talouden kestävän vaikutukset ilman huomattavaa taantumaa. Sodan isku talouteen osuu hetkeen, jolloin talous oli vahvistumassa. Koronarajoitusten purku helpottaa etenkin palvelualojen tilannetta. Sodan laajeneminen muihin maihin ja Venäjän energiatoimitusten nopea katkeaminen aiheuttaisivat vaikean taantumaa.

Sota heikentää useiden yritysten liiketoimintamahdollisuuksia ja lisää lomautuksia. Avoimia työpaikkoja on kuitenkin runsaasti, ja arvioimme työmarkkinan pysyvän melko vakaana. Kotitalouksien ostovoima kuitenkin kärsii aiempaa korkeammasta inflaatiosta tänä vuonna.

Vientimarkkinoiden osalta kysyntä tasaantuu Venäjän kaupan romahduksen vuoksi. Odotamme vientiyriitysten pystyvän vähitellen löytämään uusia markkinoita. Teollisuuden tilauskirjat ovat tavanomaista paksummat, mikä pehmentää iskuja. Investointihankkeita saatetaan laittaa uudelleen harkintaan ja asuntorakentaminen voi hidastua loppuvuonna. Toisaalta tuotantoa siirretään Suomeen ja huoltovarmuuteen tehdään investointeja. Kasvukeskusten uusien asuntojen tarjonta nousee jo aloitettujen kohteiden valmistuessa. Asuntomarkkinat pysyvät vakaina ja hinnat nousevat kasvukeskuksissa, mutta sota vähentää kauppamääriä.

Olemme laskeneet kasvuennustetta kuluvan vuoden osalta. Ennustamme bruttokansantuotteen kasvavan 1,7 prosenttia (oli 2,8 %) vuonna 2022. Vuonna 2023 ennustamme talouden nousevan vähän ripeämmin. Julkisen talouden velkasuhde nousee hieman. Ennusteen riskit ovat alasuuntaisia.

Suomen bruttokansantuotteen kehitys (ennuste)



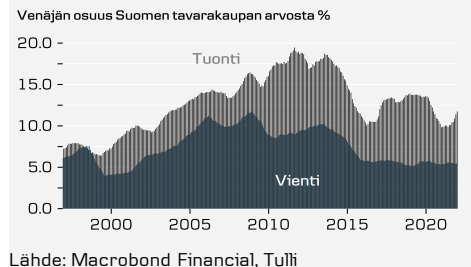
Suomi sopeutuu uuteen tilanteeseen

Venäjä on aloittanut sodan Ukrainaa vastaan, mikä aiheuttaa inhimillisen kärsimyksen lisäksi erilaisia haasteita talouteen. Venäjä oli Suomen viidenneksi suurin vientimarkkina tavaraviennin arvolla mitattuna vuonna 2021. Tuonnissa Venäjän rooli on ollut vielä suurempi erityisesti öljyn ja maakaasun tuonin vuoksi. Venäjän merkitys supistui merkittävästi Krimin miehityksen jälkeen 2014, mitä ennen sillä oli vielä suurempi rooli. Maiden väliset talouskytkökset ovat muutenkin merkittäviä, koska monia suomalaisia yrityksiä toimii Venäjällä. Nämäkin kytkökset ovat kuitenkin vähentyneet viime vuosina monien yritysten lopetettua toimintansa Venäjällä. Ukrainan suora merkitys Suomen talouteen on pieni, mutta sodalla on kuitenkin epäsuoria vaikutuksia. Energia on jo kallistunut huomattavasti. Ukraina ja Venäjä ovat merkittäviä viljan ja monien raaka-aineiden tuottajia, joiden hintojen nousu kiihdyttää inflaatiota, mikä iskee suomalaisten kotitalouksien kukkaraan. Vehnän hinta on noussut merkittävästi vuoden alusta ja lannoitteiden kallistuminen vaikuttaa tuotantokustannuksiin monissa maissa. Sotaja ruplan kurssin romahdus vaikuttavat myös matkailuun molempiin suuntiin. Venäläisillä ei yksinkertaisesti ole varaa samanlaiseen ostosmatkailuun kuin aikaisemmin. Koronan takia venäläisiä matkailijoita on tosin ollut vähän muutenkin kahtena viime vuonna.

Yritykset pyrkivät sopeutumaan tilanteeseen missä sanktiot tai omasta tahdosta tehty harkinta lopettavat kaupan ja taloudellisen yhteistyön Venäjän suuntaan. Maa maailmanmarkkina toimii edelleen ja vaihtoehtoja venäläisille hyödykkeille löytyy, tosin hinta saattaa olla korkeampi kuten raakaöljyn osalta on nyt nähty. Suomalaiset yritykset pystyvät monessa tapauksessa siis löytämään vaihtoehtoisia lähteitä tuotantopanoksille ja markkinoita lopputuotteille. Liiketoiminnan muuttaminen vie kuitenkin aikaa ja aiheuttaa lisäkustannuksia. Astetta haastavampaa sopeutuminen on niille yrityksille, joilla on merkittävää tuotantoa tai muuta toimintaa Venäjällä tai Ukrainassa. Joissain tapauksissa tämä voi merkitä myös lisäinvestointeja Suomeen tai jonnekin läntisiin maihin. Lisäinvestointeja tehdään todennäköisesti lisää myös uusiutuvan energian tuotannon, huoltovarmuuden, siviiliturvallisuuden ja maanpuolustuksen puolella. Epävarmuus ja heikommat kasvunäkymät toisaalta heikentävät investointeja. Jotkin hankkeet, kuten Hanhikiven ydinvoimalaitos, menevät jäihin ainakin toistaiseksi. Kaikki kauppa ja liiketoiminta ei välttämättä edes katkea, ainakin toistaiseksi esimerkiksi puun tuonti jatkuu osittain. Joillekin suomalaisille vientiyrityksille Venäjän sulkeutuminen pois maailmanmarkkinalta voi myös olla tuottoisa uutinen, sillä kilpailun vähentyminen esimerkiksi sahateollisuudessa voi tuoda lisää tilauksia.

Suomen tavaravienti Venäjälle oli arvoltaan 3,7 miljardia euroa vuonna 2021. Venäjälle viennin osuus oli 5,4 prosenttia tavaroiden kokonaisviennistä. Suomen tavaratuonti Venäjältä oli arvoltaan 8,6 miljardia euroa, ja sen osuus oli 11,9 prosenttia tavaroiden kokonaistuonnista. Tullin käyttämän BEC-luokituksen mukaisesti teollisuuden tuotantotarvikkeiden osuus oli 45,5 prosenttia viennistä Venäjälle. Näiden viennin arvo kasvoi 16,5 prosenttia 2021. Investointitavaroiden osuus viennistä oli 31,3 prosenttia. Jalostettujen poltto- ja voiteluaineiden osuus oli 8,9 prosenttia ja kuljetusvälineiden 8,2

Venäjän rooli pienentyi jo ennen sotaa



prosenttia. Kulutustavaroiden osuus tavaraviennistä oli vain 4,0 prosenttia vuonna 2021. Merkittävä osa näistä tuotteista on joutunut pakotelistalle ja suomalaiset yritykset ovat vähentäneet vientiä Venäjälle myös muista syistä. Venäjälle viemättä jääville hyödykkeille löytynee markkinoita muualtakin, mutta uusien ostajien löytäminen vie aikaa ja maksaa rahaa. Viennin kasvu hiipuu siitä mitä olemme aiemmin odottaneet.

Suomalaisten kotitalouksien tilanteessa sodan talousseuraukset näkyvät ainakin selkeästi korkeampana inflaationa, hieman heikompana työllisyytenä ja poikkeuksellisen epävarmuutena tulevasta. Inflaatio jarruttaa kulutuskysynnän toipumista koronan aiheuttamasta romahduksesta. Kotitalouksilla on onneksi ollut hyvä työllisyystilanne ja keskimäärin aiempaa enemmän säästöjä. Toistaiseksi nähdyt lomautus uutiset eivät vielä muuta suurta kuvaa elpystä työllisyydestä. Korkea inflaatio aiheuttaa päänvaivaa myös keskuspankeille, mutta Danske Bankin arvion mukaan EKP toimii maltilla tämän inflaatioaalton yli, koska siihen liittyy paljon poikkeuksellista, mihin EKP ei voi vaikuttaa. Keskuspankin kannalta on tärkeämpää katsoa inflaation ja inflaatio-odotusten kehittymistä keskipitkällä aikavälillä. Odotamme EKP:n nostavan talletuskorkoa joulukuussa, mikä nostaa hieman markkinakorkoja. Korkotason nousu ei ehdi ennustejaksolla merkittävästi vaikuttaa kuluttajiin.

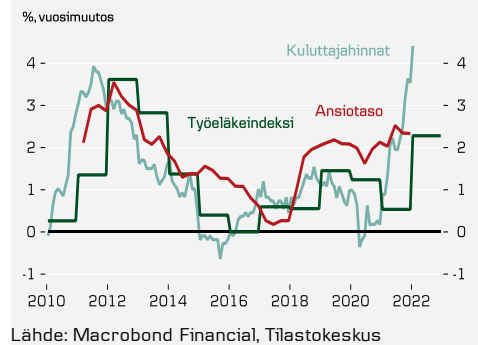
Venäjän politiikan arvaamattomuus ja Suomeen kohdistetut uhat maan mahdollisen NATO-jäsenyyden tiimoilta nostavat Suomen talouteen liittyvää geopoliittista riskiä. Suomen valtionvelan korko on noussut kuitenkin vain hiukan suhteessa läntisiin verrokkeihin. Suomi saa edelleen velkarahaa edullisiin ehdoin, ellei turvallisuuspoliittinen tilanne heikkene merkittävästi.

Talouden suhdanne-ennusteen tekeminen on nykyoloissa vaikeaa, helppoa se tosin ei ole milloinkaan. Venäjän valtion seuraavat liikkeet sotarintamalla ja useiden toimijoiden linjanvedot energiamarkkinoilla merkitsevät paljon. Parhaassa tapauksessa Venäjä suostuisi tukitaukoon ja vetäytyisi Ukrainasta, jolloin osa taloudellisesta aktiviteetista palautuisi. Tässäkin tapauksessa taloustilanne ei palaisi ennalleen, sillä kauppa Putinin Venäjän kanssa ja siellä tapahtuva tuotanto eivät palaisi ennalleen. Huonoimmassa tapauksessa sota laajenee ja energiatoimitukset länteen katkeavat, jolloin euroalue ja Suomi ajautuvat taantumaan, josta toipuminen vie pitkään. Tässä ennusteessa oletetaan, että sota ei laajene Ukrainan ulkopuolelle ja energiatoimitukset supistuvat vain vähitellen, mutta muu taloudellinen yhteistyö Venäjän kanssa romahtaa nopeasti alle puoleen entisestä. Ennusteessa ei oteta kantaa pidemmän aikavälin turvallisuuspoliittiseen tai taloudelliseen tilanteeseen.

Mennyt talouskehitys ei ole tae tulevasta

Suomen bruttokansantuotteen volyyymi kasvoi vuoden 2021 neljänneellä neljänneksellä 0,6 prosenttia suhteessa vuoden kolmanteen neljännekseen. Suhteessa viime vuoden vastaavaan jaksoon nousua mitattiin 2,9 prosenttia. Koko vuoden 2021 bruttokansantuote nousi ennakkotiedon mukaan 3,3 prosenttia, mikä jäi hitusen joulukuisesta 3,5 prosentin ennusteestamme. Tuonnin ennakoitua suurempi nousu selittää pääosan ennustevirheestä. Kaikki kysynnän pääerät (yksityinen ja julkinen kulutus, vienti ja investoinnit) nousivat selvästi. Hyvän kasvuperinnön ansiosta vuoden 2022 bruttokansantuotteen

Hinnat, palkat ja työeläkkeet



kasvuksi muodostuisi 1,3 prosenttia, vaikka bruttokansantuote jäisi vuonna 2022 viime vuoden viimeisen neljänneksen tasolle.

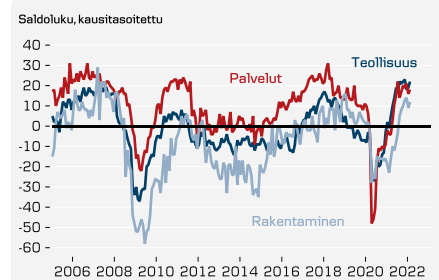
Kokonaisuudessaan Suomen talouden elpyminen on ollut lähellä muiden Pohjoismaiden kehitystä, ja Suomen talous on kestänyt koronaviruksen varsin hyvin ilman dramaattista nousua konkurssissa tai työttömyydessä. Työllisyyskehitys on ollut suotuisaa vuonna 2021 sekä 2022 alussa, ja työllisyysaste on noussut jo koronaa edeltäneen ajan tasolle. Alkuvuoden 2022 aikana koronan omikronvariantti ja uudet koronarajoitukset löivät kapuloita talouden rattaisiin, mutta kasvu ei näyttänyt täysin pysähtyvän ja maaliskuussa koronarajoitukset eivät ole enää merkittävästi haitanneet talouden toimintaa. Yritysten ja kuluttajien luottamus oli hyvällä tasolla. Koronasta toipuminen olisi edelleen tuonut kasvu monille aloille. Erytisestiyksityisen kulutuksen osalta on vielä tilaa lisääpymiselle etenkin palveluiden puolella. Myös viennin näkymät olivat suotuisat vielä alkuvuonna ja investointeja odotettiin toteutettavan enemmän. Sota Ukrainassa heittää kuitenkin varjon talouskehityksen ylle, mutta emme odota talouskasvun totaalista pysähtymistä tai talouden supistumista koko vuonna. Yksityinen kulutus toipuu edelleen koronan aiheuttamista ongelmista ja investointeja viedään eteenpäin monella saralla, vaikka uusia hankkeita harkittaisiinkin pidempään. Bruttokansantuote voi supistua yksittäisinä vuosineljänneksinä ja tekninen taantuma on mahdollinen.

Yksityinen kulutus toipui 3,2 prosenttia vuonna 2021 koettuaan 4,1 prosentin romahduksen vuonna 2020. Odotamme yksityisen kulutuksen kasvavan 2,5 prosenttia tänä vuonna. Etenkin palveluiden kulutus elpyy. Kohtalaisen hyvä työllisyystilanne ja säästöt vakauttavat kuluttajan asemaa epävarmassa maailmantilanteessa. Korkeampi inflaatio leikkaa kotitalouksien ostovoimaa, minkä vuoksi kulutuksen kasvu hidastuu, eikä koronavirusta edeltänyttä trendiä vielä saavuteta. Kulutuksen nousu jatkuu 2023.

Viennin volyyymi nousi 4,2 prosenttia vuonna 2021 romahdettuaan 7,5 prosenttia vuonna 2020. Vuoden loppuun osunut risteilyalus Costa Toscanan luovutus nosti vientiä roimasti ja arvolla mitattuna tehtiin uusi ennätys joulukuussa. Tavaratuonnin volyyymi nousi 5 prosenttia vuonna 2021, joten ulkomaankaupan kontribuutio talouskasvuun oli negatiivinen. Vientiteollisuuden näkymät olivat alkuvuodesta 2022 edelleen melko hyvät, mutta sota Ukrainassa muuttaa tilannetta. Keskeisten vientimarkkinoiden talouksien, paitsi Venäjän, odotetaan edelleen kasvavan, joskin hieman aiemmin arvioitua hitaammin. Teollisuuden tilauskanta oli Elinkeinoelämän keskusliiton kyselyn mukaan selvästi tavanomaista suurempi helmikuussa. Palveluvientikin kääntyi nousuun 2021, joskin matkailun täysi elpyminen vie aikaa. Ennustamme Suomen viennin volyymin kasvavan 3,5 prosenttia vuonna 2022, kun vielä joulukuussa odotimme 6 prosentin kasvua.

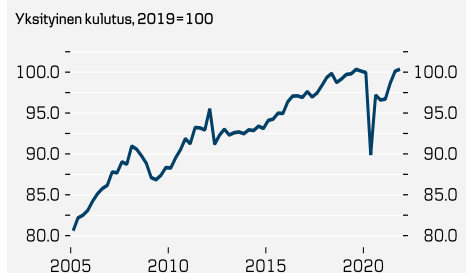
Investoinnit ovat kehittyneet kehnosti viime vuosina. Luisu alaspäin alkoi jo ennen koronavirusta vuonna 2019. Investointien volyyymi nousi 2,0 prosenttia vuonna 2021, lähitulevaisuus on näyttänyt investointien osalta valoisammalta. Teollisuuden käyttöaste on noussut lähelle historiallista maksimitasoa, joten ennustamme teollisten investointien kasvavan. Yritysten omat investointiaikeet ovat nousseet myös Elinkeinoelämän keskusliiton investointitiedustelun mukaan. Suomen Yrittäjien Pk-yritysbarometri mukaan

Yritysten luottamus lujaa helmikuussa



Lähde: Macrobond Financial, EK

Yksityinen kulutus ei ole vielä palautunut



Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

pienemmät yritykset olivat toisaalta alkuvuonna 2022 yhä varovaisia investointihankkeissaan. Asuntotuotanto jatkuu toistaiseksi vilkkaana. Sota muuttaa investointien näkymää usealla eri tavalla. Tulevaisuuteen liittyvä epävarmuus ja Venäjän kaupan romahdus heikentävät investointeja. Toisaalta Venäjältä siirtyy hieman tuotantoa Suomeen. Lisäksi odotamme lisäinvestointeja huoltovarmuuteen ja uusiutuvaan energiaan. Puolustusvoimat saattaa investoida uusiin asejärjestelmiin, mutta nämä lasketaan julkiseksi kulutukseksi, jonka ennuste on nyt hieman korkeampi. Ennustamme investointien kasvavan 3,5 prosenttia vuonna 2022.

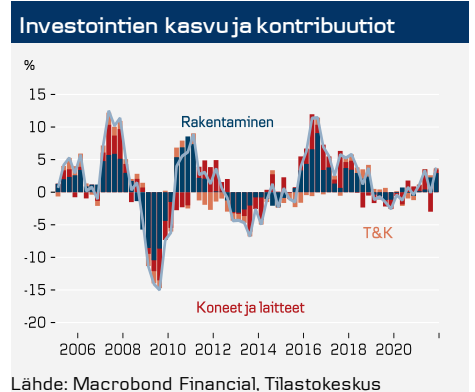
Epävarmuus on suurta, mutta pääskenaariossa ennustamme bruttokansantuotteen kasvavan 1,7 prosenttia kuluvana vuonna (oli 2,8 %). Vuoden keskivaiheilla maan talous käy teknisessä taantumassa. Vuonna 2023 ennustamme kasvun piristyvän 2,0 prosentissa (oli 1,6 %). Investoinnit piristyvät ja kulutus saa vauhtia matalammasta inflaatiosta. Talous ei vielä ehdi aivan kuroa umpeen koronakriisin aikana muodostunutta tuotantokuilua.

Kasvuennusteen taustalla on oletus melko nopeasta sopeutumisesta maailmaan ilman syviä kaupallisia suhteita Venäjään. Energiaa tuodaan uusista lähteistä ja vienti löytää uusia markkinoita. Kotimaassa investoidaan uusiutuvaan energiaan. Vuoden 2023 osalta oletamme geopolitiittisten jännitteiden aiheuttavan nykyistä vähemmän uusia häiriöitä talouteen ja yritysten sopeutuminen mahdollistaa kasvun pienen kiihtymisen. Sodan laajeneminen tai energiakriisin aiheuttama taantuma euroalueella ajaisivat Suomenkin syvään taantumaa. Pessimistisemmässä skenaariossa Suomen talous supistuu liki 2 prosenttia vuonna 2022 ja toipuminen on hidasta..

Ennustejakson jälkeen edessä on paluu vanhenevasta väestöstä ja vaisusta tuottavuuskasvusta kärsivälle Suomelle tyypillisempään pitkän aikavälin trendikasvutahtiin eli alle kahteen prosenttiin. Investoinneilla tuotannon automaatioon, talouden digitalisaatioon ja infrastruktuuriin sekä työperäisen maahanmuuton vauhdittamisella voidaan talouden kasvukattoa nostaa hieman korkeammalle, mutta kasvuvauhdin rakenteellinen hidastuminen näyttää liki varmalta. Hidastuvalla kasvulla ja ikääntyvällä väestöllä on molemmilla heikentävä vaikutus julkiseen sektoriin.

Työmarkkinat epävarmempaan aikaan

Työmarkkinat selvisivät koronakriisistä ensimmäisiä odotuksia paremmin ja työllisyyden nousu oli vahvaa vuonna 2021. Tammikuussa 2022 työllisyysasteen trendiluku saavutti 73,5 prosenttia. Koronakriisiä edeltänyt huippulukema oli 72,7 prosenttia. Työttömyysasteen trendiluku oli 7,0 prosenttia, kun koronakriisiä edeltänyt pohjalukema oli 6,7 prosenttia. Työttömänä oli tammikuussa 205 000 henkeä, eli 31 000 vähemmän kuin vuosi sitten. Työvoiman tarjonta on kasvanut, vaikka työikäinen väestö on supistunut. Pieni kauneusvirhe työllisyyden nousussa on se, että suuri osa työllisyyden lisäyksestä on tullut osa-aikatyön muodossa. Osa-aikatyössä ei sinänsä ole mitään vikaa, etenkään jos kyseessä on vapaaehtoinen valinta. Alityöllisyys oli koholla 2021, eli monet olisivat halunneet tehdä enemmän töitä, mutta tammikuussa alityöllisten määrä oli laskussa.



Suomi lähti koronavirukseen historiallisen hyvästä työllisyystilanteesta, jossa yritykset kärsivät työvoimapulasta. Viime kuukausina työvoimapula on jälleen ollut muodostumassa kasvun merkittäväksi hidasteeksi. Samaan aikaan kun työllisyys on noussut ja avoimia työpaikkoja on poikkeuksellisen runsaasti, on työ- ja elinkeinoministeriön rekisterityöttömien keskuudessa edelleen koronaa edeltänyttä aikaa merkittävästi enemmän pitkäaikaistyöttömiä. Tämä joukko

pitäisi saada supistumaan ja kiinni työn syrjään. Muuten edessä uhkaa pitkäaikainen syrjäytyminen työmarkkinoilta, mikä laskisi Suomen tuotantopotentiaalia ja aiheuttaisi myös inhimillistä kärsimystä. Selvä on ainakin se, että työvoimalle olisi ollut kysyntää, sillä avoimien työpaikkojen määrän nousun lisäksi EK:n suhdannebarometri kertoo osaavan työvoiman pulan olevan merkittävä kasvuneste.

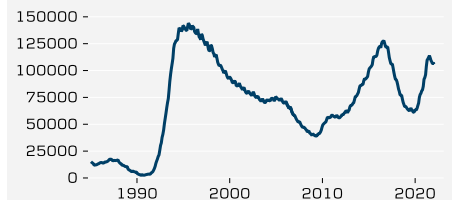
Työvoimapulaa esiintyy useilla toimialoilla, kuten ravintoloissa, varhaiskasvatuksessa, tietotekniikassa ja teollisuudessa. Samaan aikaan työttömiä on runsaasti. Esimerkiksi matkailualan ja liikenteen työllisyys ei heti palaa ennalleen koko maassa. Osa ihmisistä joutuu vaihtamaan paikkakuntaa tai ammattia, mikä saattaa vaatia uudelleen koulutusta. Väestön ikääntyessä hoiva-ala työllistää kasvavan joukon ihmisiä, jotka ovat poissa muista töistä. Monien alojen työvoimapula saattaa pahentua työikäisen väestön kasvun tyrehtyessä, mikä heikentää mahdollisuuksia kasvattaa liiketoimintaa ja vähentää intoa investoida Suomeen. Työllisyysasteen nostamisen lisäksi suotuisan toimintaympäristön ylläpitäminen hyötyisi aiempaa laajemmasta työperäisestä maahanmuutosta. Hallituksen toimet ovat parantaneet työllisyysastetta, mutta vielä pidemmälle menevät toimet olisivat tarpeen lähivuosina. Jämäkät työllisyystoimet tukisivat talouskasvua lisäämällä työvoiman tarjontaa ja parantaisivat julkisen talouden kestävyyttä.

Venäjän hyökkäys Ukrainaan muuttaa tilannetta työmarkkinoillakin, ainakin paikallisesti. Hitaampi talouskasvu merkitsee vähäisempää tarvetta palkata lisää työvoimaa. Joissain yrityksissä joudutaan turvautumaan lomautuksiin Venäjän kaupan loppuessa. Yhtäältä toteutuneen myönteisen työmarkkinakehityksen ja toisaalta sodan tuoman rasituksen valossa ennustamme työttömyysasteen pysyvän tammikuuisella 7 prosentin trenditasolla tänä vuonna, ja vuonna 2023 keskimääräinen työttömyys laskee 6,7 prosenttiin. Tavoitteen saavuttaminen edellyttää maailmanpolitiikan vakauden lisäksi pitkäaikaistyöttömyyden alenemista ja sitä, että työvoimapulaa yllä pitävää kohtaanto-ongelmaa saadaan osin sulatettua.

Ennusteessamme palkansaajien keskiansiot nousevat 2,8 prosenttia vuonna 2022. Samaan aikaan inflaatio on kiihtynyt myös Suomessa, tosin monia muita maita vähemmän. Etenkin energian kallistuminen näkyy muun muassa liikenteen ja asumisen kustannuksissa, mutta myös muut kustannuspaineet tuovat kuluttajahintoihin nostetta. Odotamme inflaation nousevan vuonna 2022 keskimäärin 4,1 prosenttiin, minkä jälkeen inflaatio laskee 2 prosenttiin. Lukemat eivät ole historiallisesti huimia, mutta ne ylittävät selvästi sen mihin viime aikoina on totuttu, ja riski on selvästi kallellaan korkeampaan inflaatioon. Kuluttajien ostovoima heikkenee 2022, mutta melko vakaa työllisyys ja kertyneet säästöt auttavat lisäämään kulutusta maltillisesti. Korkea polttonesteiden hinta saattaa kannustaa vähentämään autoilua, jolloin rahaa

Pitkäaikaistyöttömyys vielä koholla

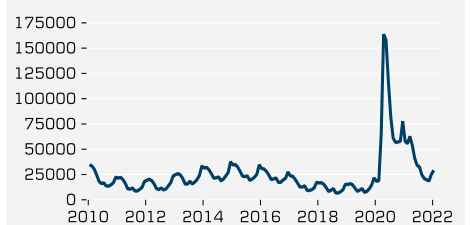
Yli 12 kk työttömänä olleet työnhakijat, tuhatta henkilöä



Lähde: Macrobond Financial, Tilastokeskus

Lomautukset laskeneet, edessä lisää

Lomautetut



Lähde: Macrobond Financial, TEM

jää enemmän muihin tarkoituksiin. Inflaatiohuoli heijastuu palkkaneuvotteluihin kevään aikana. Kilpailijamaiden työvoimakustannusten maltillinen nousu ja epävakaa talousnäkökulma kuitenkin rajoittavat palkannostovaraa. Ennustamme ansiotason nousevan 2,6 prosenttia ensi vuonna.

Asuntomarkkinoilla runsaammin tarjontaa

Asuntomarkkinat ovat tunnetusti yllättäneet pirteydellään koronakriisin aikana. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan vanhojen osakeasuntojen hinnat nousivat 3,7 prosenttia koko maassa ja pääkaupunkiseudulla 5,5 prosenttia vuonna 2021. Asuntojen hinnat olivat vahvassa nousussa etenkin alkuvuonna, mutta nousu rauhoittui loppuvuotta kohden. Hintojen nousu jatkui tammikuussa ja kotitalouksien ostoaiheet olivat koholla helmikuussa, joten vuosi 2022 alkoi nousujohteisesti. Toisaalta ilmassa on merkkejä vauhdin rauhoittumisesta hitaampana hintojen nousuna.

Vanhojen asuntojen tarjonta on ollut niukkaa, ja Elinkeinoelämän keskusliiton suhdannekyselyn mukaan myymättömien uusien asuntojen varanto on poikkeuksellisen matalalla tasolla. Tänä vuonna valmistuu ainakin alkuvuoden aikana selvästi viime vuotta enemmän asuntoja, joten pula tarjonnasta ei ole yhtä suuri haaste. Samaan aikaan koronarajoitusten purkautuminen ja osittainen paluu etätöistä toimistolle vähentää lisäneliöiden tarvetta kotona. Venäjän hyökkäys Ukraina saattaa lykätä asuntohaaveiden toteuttamista ja kauppamäärät vähenevät ainakin hetkellisesti. Asuntomarkkinoiden tilanne on arviomme mukaan edelleen vakaa, ja hintojen voi odottaa nousevan etenkin kasvukeskuksissa. Lisääntyneen tarjonnan ja epävarmuustekijöiden valossa arvioimme asuntojen hintojen nousun jäävän koko maan tasolla 0,5 prosenttiin kuluvana vuonna. Epävarmuus luultavasti jarruttaa asuntuantoa jatkossa.

Asuntolainojen korkoihin kohdistuu maltillista nousupainetta. Danske Bankin arvon mukaan EKP nostaa ohjaukorkoa ensimmäisen kerran joulukuussa, mikä näkyy asuntolainojen viitekorkojen pienenä nousuna. Korot voivat tuki nousta enemmänkin, mutta suomalaiset ovat viime kuukausina suojanneet merkittävän osan vaihtuviin viitekorkoihin liittyvästä korkoriskistä, mikä vakauttaa markkinää, jos markkinakorot nousisivat. Pääskenaariossa asuntolainojen korot pysyvät Suomessa varsin matalina 2022-2023. eikä korkojen nousu heiluta asuntomarkkinää merkittävästi. Korkojen nousu ja epävarmuus vähentävät hieman sijoittajien mielenkiintoa.

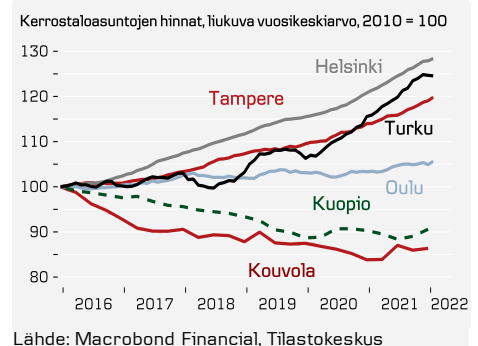
Julkinen talous pysyy vajeisena

Julkinen velka on kasvanut ripeästi ja kasvaa edelleen, vaikka Suomi on selvinnyt koronakriisistä monella tapaa hyvin ja talous elpyi 2021. Pidimme alkuperäisen talousarvion nettolainanottotarvearvioita vuodelle 2021 hieman pessimistisenä, koska valtiolla oli mittavat kassavarat ja talous elpyi. Uusimman tiedon perusteella velan kasvu jääkin huomattavasti aiemmin arvioitua pienemmäksi vuonna 2021. Valtiokonttori jätti nostamatta noin 8 miljardia euroa talousarvioesitykseen kirjatusta 11,7 miljardin euron nettolainanottotarpeesta. Valtion hyvä maksuvalmius riitti kattamaan suuren osan rahoitustarpeista ja viimeisimmän virallisen arvion mukaan valtio otti vuonna 2021 uutta velkaa noin 3,9 miljardia euroa.

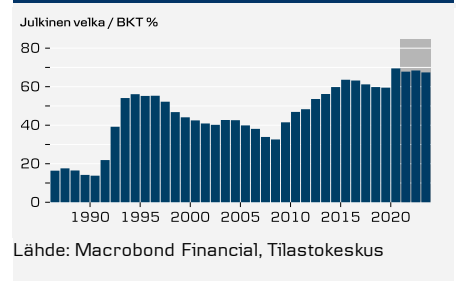
Asuntorakentaminen vauhdissa 2022



Käytettyjen asuntojen hinnat



Julkinen velka paisuu 2022



Uusimmassa maaliskuun alussa julkaistussa lisätalousarvioesityksessä valtion nettolainanotoksi vuonna 2022 arvioidaan noin 7,6 miljardia euroa. Vaje on suuri, kun ottaa huomioon, että eletään korkeasuhdannetta. Lukemaa olisikin saattanut pitää turhan pessimistisenä, vaikka kassavarat hupenevatkin vuonna 2021, mutta sota Ukrainassa heikentää myös julkista taloutta. Ennusteessa arvioimme hitaamman talouskasvun, huoltovarmuuteen tehtävien investointien ja puolustusmäärärahojen lisäävän julkista alijäämää. Lopputulema on erittäin tilanneriippuvainen. Sosiaaliturvarahastojen ylijäämä kutistuu heikompien sijoitustuottojen vuoksi. Takaustappiot voivat myös heikentää kuvaa julkisen talouden kokonaisuudesta. Pakolaisten vastaanottaminen ja humanitaarinen apu tarvitsevat myös rahaa.

SOTE-uudistus vaikuttaa julkisen talouden laskelmiin viimeistään 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 tähtäimelle järjestelmää kannattaisi tehostaa kustannusten pitämiseksi kurissa.

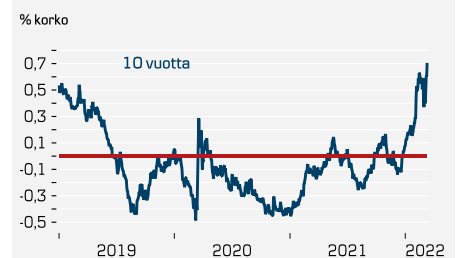
Vuonna 2021 julkinen velkasuhde laski BKT:n vahvan kasvun ansiosta alle 68 prosenttiin, vaikka velka euroina paisuikin. Vuonna 2022 odotamme velkasuhteen nousevan hiukan julkisen talouden ottaessa lisävelkaa Ukrainassa käytävän sodan vaikutusten hoitamiseen. Keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä haasteet ovat pikemminkin työvoiman saatavuuden ja hitaasti etenevien rakenteellisten uudistusten suunnalla, eivät lyhyen aikavälin kriisinhallintaan liittyvissä tekijöissä. Tiedossa on, että väestön ikääntymisen aiheuttamat menopaineet kasvavat 2020-luvun puolivälin jälkeen, ja lähtötilanne siihen on nyt aiempaa heikompi. Suomen velkataso ei ole eurooppalaisittain poikkeuksellinen, mutta velkasuhde ylittää reippaasti muut Pohjoismaat ja tekee tulevien kriisien hoitamisesta haastavampaa.

Suomen valtion velan 10 vuoden korko nousi talvella positiiviseksi inflaatiohuolien yleisesti nosttaessa pitkiä korkoja. 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, jotka nousevat noin neljännekseen suhteessa bruttokansantuotteeseen. Finnveralla on noin miljardin vastuut liittyen Venäjään, joten tappiokirjaukset ovat todennäköisiä.

Riskikuva elää ajassa

Edellistä ennustetta tehtäessä joulukuussa 2021 ei Venäjän-Ukrainan sodasta ollut vielä merkittävää huolta, vaikka Venäjä olikin siirtänyt joukkoja Ukrainan rajan lähelle. Monet suurimmista riskeistä ovatkin yllättäviä, ja niiden varalle voi vain vaivoin valmistautua. Vanhoista riskeistä korona ja inflaatio ovat edelleen huolia talouden kannalta, mutta koronan osalta suuren takaiskun todennäköisyys on pienentynyt lääketeollisuuden läpimurtojen ansiosta.

Velan korko noussut



Lähde: Macrobond Financial

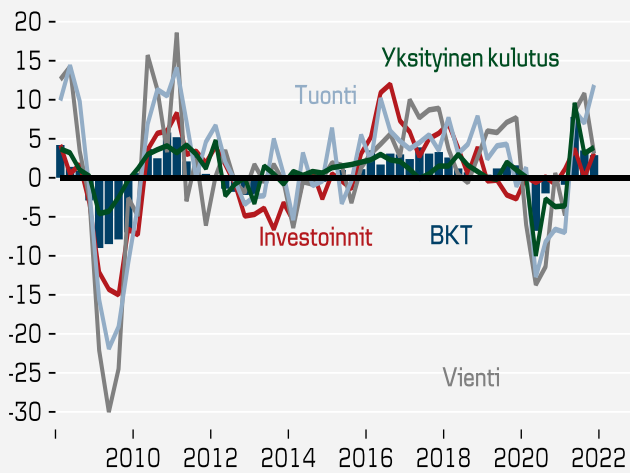
Inflaatio liittyy sekä jo viime vuonna nähtyyn kysynnän voimistumiseen ja tuotanto-ongelmiin, jota koronan väistyminen vähentää, että Ukrainassa käytävän sodan seurauksiin etenkin raaka-ainemarkkinoilla. Tällä hetkellä suurin riski liittyy sodan laajentumisen mahdollisuuteen ja Venäjältä tulevan energiavirran tulevaisuuteen. Suomi voi näiltä osin joutua suorien vaikutusten lisäksi kärsimään epäsuorasti kauppakumppanien vaikeuksien kautta. Sodan laajeneminen ja Venäjän talouden nopea sulkeutuminen voivat aiheuttaa vaikean taantuman. Ennusteen riskit ovatkin pääosin alaspäin kallellaan.

Kotimaassakin heikomman kehityksen mahdollisuus on todellinen. Inflaation kiertämät palkankorotukset voivat turmella hintakilpailukyvn ja latistaa viennin jo vaatimattomammiksi muodostuvat kasvuluvut lähivuosilta. Osaavan työvoiman pula muodostaa riskin kotimaiselle talouskehitykselle jo lähitulevaisuudessa, joka voi hyydyttää kasvun ja siirtää investoinnit muualle. Pidemmällä tähtäimellä talouden merkittävin kotimainen rakenteellinen haaste on väestön ikääntyminen ja ikäsidonnaisten menojen kasvu. Työperäisen maahanmuuton lisääminen, työllisyysasteen nostaminen koulutusta lisäämällä ja sosiaaliturvan kannusteita parantamalla sekä EU:n elvytysrahojen fiksu käyttö tuottavuutta parantavaan digitalisaatioon ovat toimenpiteitä, joita tullaan tarvitsemaan.

Pasi Kuoppamäki

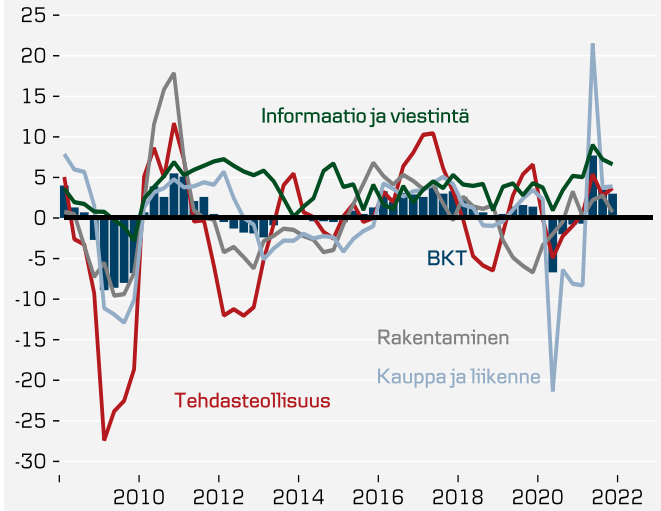
Tarjonta ja kysyntä

% vuosikasvu neljänneksittäin, työpäiväkorjattu



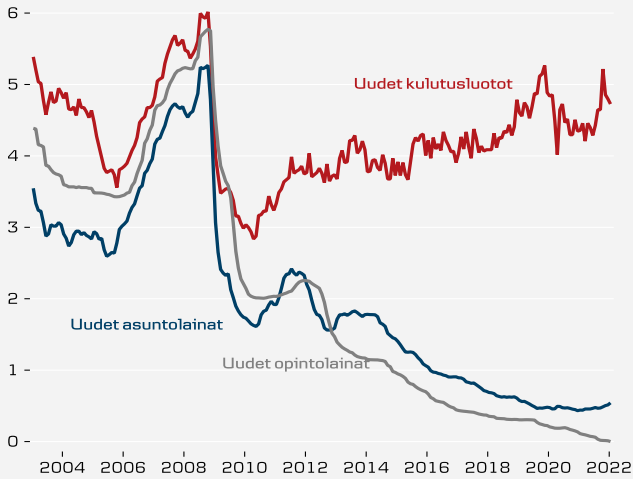
Tuotanto toimialoittain

% vuosimuutos neljänneksittäin

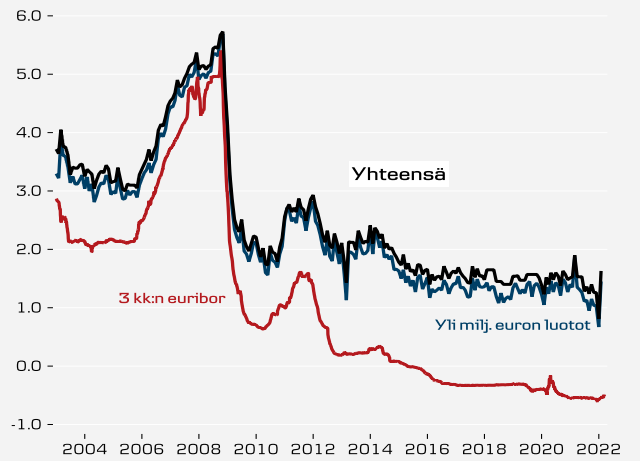


Uusien kotitalouslainojen korkokehitys

% Uusien kotitalouslainojen korot

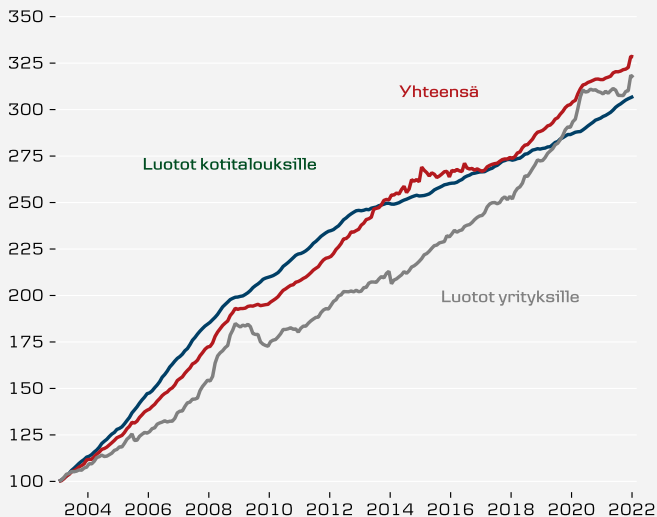


Uusien yritysluottojen korkokehitys



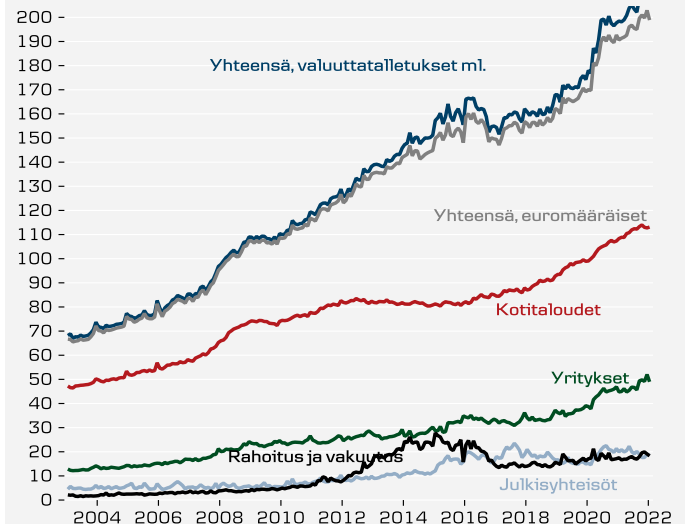
Luottokannan kehitys

2003/1 = 100, Pankkien ja muiden rahalaitosten luotonanto



Talletuskannan kehitys

Talletuskanta asiakasryhmittäin, mrd. euroa



SUOMI

				ennuste	ennuste
Kysyntä ja tarjonta	2019	2020	2021	2022	2023
Määrän muutos, %					
Bkt	1,2	-2,3	3,3	1,7	2,0
Tuonti	2,4	-6,6	5,0	4,0	3,5
Vienti	6,7	-7,5	4,2	3,0	3,0
Kulutus	1,1	-3,1	3,3	1,9	2,0
-yksityinen	0,7	-4,1	3,2	2,3	2,5
-julkinen	2,0	0,4	2,2	1,0	1,0
Investoinnit	-1,5	-0,3	2,0	3,0	3,0
Indikaattoreita	2019	2020	2021	2022	2023
Työttömyysaste, %	6,7	7,8	7,7	7,0	6,7
Ansiotaso, %	2,1	1,9	2,3	2,8	2,6
Inflaatio, %	1,0	0,3	2,2	4,4	2,0
Asuntojen hinnat, %	0,6	1,5	3,7	0,5	2,0
Vaihtotase, mrd. eur	-0,7	2,0	2,3	0,5	1,0
Vaihtotase / bkt, %	-0,3	0,8	0,9	0,2	0,4
Julkinen alijäämä / bkt, %	-1,0	-5,5	-2,7	-3,0	-1,9
Julkinen velka / bkt, %	59,7	69,6	67,8	68,4	67,6

Ennusteet:: Danske Bank Research



Pääekonomisti

Pasi Kuoppamäki

puh. 010 546 7715

pasi.kuoppamaki@danskebank.fi

Twitter @Pasi_Kuoppamaki

Julkaisun päätoimittaja



Analytikko

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 mainitulle yhtiölle, 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 update in June 2022

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 March 2022, 18:00 CET

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