



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

8/2022



Sisällys

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	9
2 Talouskehitys	16
3 Hinnat ja kustannukset	24
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	32
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	38
6 Julkisen talouden kehitys	46
Kehikot	51
1 Inflaation kehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa	51
2 Kroatia ottaa euron käyttöön	58
3 Energian hintojen nousun vaikutus palveluiden ja tavaroiden kulutukseen euroalueella	64
4 Palkkojen kehitys euroalueen maissa pandemian alusta lähtien	68
5 Yritysten rahoituksensaanti ja taloussuhdanne: SAFE-kyselyn tuloksia	73
6 Likvideettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 27.7.–1.11.2022	79
7 Mitä euroalueen pankkien luotonantokysely kertoo luotonannon tulevasta kehityksestä?	86
8 Euroalueen maiden alustavien vuoden 2023 talousarviosuunnitelmien finanssipoliittiset linjaukset	95
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 15.12.2022 nostaa EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,50 prosenttiyksiköllä. Tuoreimpien arvioiden perusteella inflaatio ei hidastu toivotusti, joten korkoja joudutaan vielä nostamaan lisää. Korkotasoa on EKP:n neuvoston tulkinnan mukaan saatava nousemaan tasaista tahtia merkittävästi korkeammaksi, ennen kuin sen avulla voidaan hillitä hintakehitystä riittävästi ja varmistaa, ettei inflaation palautuminen kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi jää liian kauas tulevaisuuteen. Kun korkotasoa pidetään korkeana, kysyntä vaimenee, inflaatiovauhti hidastuu vähitellen eikä inflaation aleta odottaa jäävän keskipitkän aikavälin tavoitetta nopeammaksi. Korkopäätökset tehdään EKP:n neuvoston kokouksissa aina tuoreimpien tietojen pohjalta.

EKP:n rahapolitiikka vaikuttaa talouteen ensisijaisesti ohjauskorkojen välityksellä. Joulukuudessa kokouksessa kaavailtiin lisäksi vähittäistä luopumista eurojärjestelmän osto-ohjelmissa hankituista omaisuuseristä. Maaliskuun 2023 alusta lähtien sijoitusten määrän omaisuuserien osto-ohjelmassa annetaan pienentyä hallitusti ja ennakoitavasti, eli omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta kokonaisuudessaan uudelleen. Vuoden 2023 toisen neljänneksen loppuun saakka sijoitusten määrä pienenee keskimäärin 15 miljardilla eurolla kuussa, ja sen jälkeen muutosvauhti valitaan tilanteen mukaan.

Helmikuun kokouksen yhteydessä annetaan tarkempia tietoja osto-ohjelman supistamisesta. EKP:n neuvosto huolehtii siitä, että sijoitusten määrä tukee jatkuvasti rahapolitiikan tavoitteita ja rahamarkkinaoloihin pystytään vaikuttamaan. Muutokset eivät saa vaikeuttaa markkinoiden toimintaa. Vuoden 2023 aikana uudistetaan järjestelyjä, joilla EKP:n neuvosto ohjaa lyhyiden korkojen kehitystä, ja siinä yhteydessä suunnitellaan myös, millä aikataululla eurojärjestelmän tase pyritään palauttamaan tavanomaiseen kokoonsa.

EKP:n neuvosto nosti ohjauskorkoja joulukuudessa kokouksessaan. Niitä joudutaan todennäköisesti nostamaan vielä tuntuvasti, sillä inflaatio on ollut selkeästi liian nopeaa ja ilman koronnostoja se todennäköisesti myös pysyisi tavoitetta nopeampana liian kauan. Eurostatin alustavan arvion mukaan inflaatiovauhti oli marraskuussa 10,0 % (lokakuussa 10,6 %). Hienoinen hidastuminen johtui pääasiassa kehityksestä kuluttajahintaindeksin energiaerässä. Elintarvikkeet ovat kallistuneet ja hinnankorotuspaineet kasvaneet kaikkialla taloudessa, eikä tilanne vaikuta vielä kukaan helpottavan. Eurojärjestelmän tuoreimmista asiantuntija-arvioissa inflaatio on merkittävästi nopeampaa kuin vielä kesäkuisissa arvioissa. Inflaatiovauhdin arvioidaan olleen vuonna 2022 keskimäärin 8,4 %. Sen odotetaan kuitenkin alkavan hidastua, ja vuonna 2023 se on arvioiden mukaan 6,3 %, vuonna 2024 enää 3,4 % ja vuonna 2025 vain 2,3 %. Ilman energian ja

elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaation arvioidaan olleen vuonna 2022 keskimäärin 3,9 %. Se on asiantuntija-arvioiden mukaan 4,2 % vuonna 2023 mutta enää 2,8 % vuonna 2024 ja 2,4 % vuonna 2025.

Euroalueen talous on saattanut energiakriisin myötä supistua vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä, eikä sen odoteta kasvavan myöskään vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä. Tilanne on erittäin epävarma, kun maailmantalouden kehitys heikkenee ja rahoitusolot tiukentuvat. Joulukuisten eurojärjestelmän asiantuntija-arvioiden perusteella talous alkaa taas kasvaa verraten pian, mutta vuoden 2023 talouskehitys on arvioitu merkittävästi vaikeammaksi kuin syyskuuisissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa. Talouskasvun arvioidaan elpyvän vasta tilanteen kohentuessa. Joulukuuisissa asiantuntija-arvioissa BKT:n kasvuvauhdiksi on arvioitu 3,4 % vuonna 2022 ja vain 0,5 % vuonna 2023 mutta sitten taas 1,9 % vuonna 2024 ja 1,8 % vuonna 2025.

Taloudellinen toiminta

Vaikea maantieteellis-poliittinen tilanne, inflaation kiihtyminen ja rahoitusolojen kiristyminen ovat vaikuttaneet maailmantalouteen. Maailmantalouden kasvun (ilman euroaluetta) arvioidaan hidastuneen ja olevan nyt keskipitkän aikavälin keskiarvoaan (3,6 %) hitaampaa. Kasvuarvio vuodelle 2023 on 2,6 %, mutta vuonna 2024 kasvuvauhdin arvioidaan olevan taas 3,1 % ja vuonna 2025 jo 3,3 %. Talouskehitys on silti vaikeampaa kuin syyskuuisissa asiantuntija-arvioissa, ja myös maailmankaupan ja euroalueen vientikysynnän kehitys on nyt arvioitu heikommaksi. Inflaatiopaineet ovat kasvaneet maailmantaloudessa useilla aloilla, kun kysyntä on pysynyt suhteellisen vankkana, työmarkkinatilanne on kiristynyt ja ruuan hinta noussut. Inflaatiopaineiden odotetaan kuitenkin hellittävän, kun tilanne raaka-ainemarkkinoilla rauhoittuu ja talouskehitys vaimenee. Kehitystä on tällä hetkellä erittäin vaikea ennakoida, ja on todennäköisempää, että maailmantalous kasvaa arvioitua heikommin ja hinnat nousevat arvioitua nopeammin, kuin että kehitys osoittautuisi myönteisemmäksi.

Vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä talous kasvoi euroalueella enää 0,3 %. Reaalitulot pienenevät ja kustannukset nousevat, kun inflaatio on nopeaa ja rahoitusolot tiukentuvat, ja se vaimentaa kulutusta ja tuotantoa. Rahoitusolot ovat tiukentuneet eri puolilla maailmaa, ja maailmantalouden kehitystä jarruttaa myös maantieteellis-poliittisen tilanteen aiheuttama epävarmuus, joka johtuu pääasiassa Venäjän oikeutuksettomista sotatoimista Ukrainaa ja ukrainalaisia vastaan. Tuontihinnat ovat nousseet vientihintoja nopeammin, ja ulkomaankaupan vaihtosuhteen heikkenemisen vaikutus tuntuu euroalueella edelleen.

Työllisyys koheni 0,3 % vuoden 2022 kolmannella vuosineljänneksellä, ja työttömyysaste oli lokakuussa ennätysalhainen (6,5 %). Palkkojen noustessa ostovoiman odotetaan taas hieman elpyvän, mikä ylläpitää kulutusta taloudessa. Talouskehitys heikkenee silti, joten uusia työpaikkoja tulee todennäköisesti tarjolle yhä vähemmän ja työttömyys saattaa kasvaa tulevina kuukausina.

Euroalueen talouskehitys on nyt arvioitu heikommaksi ja inflaatiokehitys nopeammaksi kuin vielä syyskuisissa asiantuntija-arvioissa. Talouden odotetaan supistuvan aavistuksen verran parina vuosineljänneksenä vuodenvaihteen tietämillä. Kuluttajien ja yrittäjien luottamus tulevaisuuteen ei ole kohentunut, sillä Ukrainassa käytävän sodan vaikutukset näkyvät taloudessa ja inflaatiopaineet voimistuvat. Reaalitulot pienenevät, ja kustannusten nousu vaikuttaa tuotantoon etenkin aloilla, joilla tarvitaan paljon energiaa. Arvioissa kuitenkin odotetaan, että finanssipolitiikalla pystytään lievittämään kriisin vaikutusta taloudessa. Kaasuvarastoja on pystytty täyttämään, energiankulutusta pyritään hillitsemään, ja kaasua on onnistuttu hankkimaan muualta kuin Venäjältä, joten euroalueella ei todennäköisesti jouduta säännöstelemään energiaa niin, että tuotantoa jouduttaisiin sen vuoksi supistamaan arviointijaksolla. Energiansaanti voi kuitenkin edelleen vaikeutua etenkin talvella 2023–2024. Keskipitkällä aikavälillä, kun energiamarkkinoiden tilanne vakaantuu, kuluttajien ja yritysten luottamus tulevaisuuteen elpyy taas ja reaalitulotkin kohenevat. Silloin talouskasvu odotettavasti piristyy tiukentuneista rahoitusoloista huolimatta, kun vientikysyntä vahvistuu ja viimeisetkin toimitushäiriöt väistyvät. Työmarkkinatilanteen odotetaan pysyvän suhteellisen vankkana myös talouskasvun pysähtyessä hetkellisesti, sillä yritykset pyrkivät pitämään kiinni työntekijöistään. Monilla aloilla on edelleen tuntuva työvoimapula. Arvioissa BKT:n keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti on vuonna 2023 selvästi vaimeampi kuin vuonna 2022. Arvioiden mukaan BKT kasvoi 3,4 % vuonna 2022, mutta vuonna 2023 kasvuvauhti on vain 0,5 %, sitten taas 1,9 % vuonna 2024 ja 1,8 % vuonna 2025. Vuoden 2022 talouskasvu on kesän myönteisen kehityksen seurauksena arvioitu 0,3 prosenttiyksikköä nopeammaksi kuin syyskuisissa asiantuntija-arvioissa. Kasvuarvio vuodelle 2023 on nyt 0,4 % prosenttiyksikköä heikompi, ja kasvuarvio vuodelle 2024 on pidetty ennallaan.

Julkisen talouden rahoitusasema heikkenee joulukuun asiantuntija-arvioiden mukaan euroalueella vuonna 2023 mutta alkaa sitten vahvistua, ja julkisen velan arvioidaan pienentyvän koko arviointijakson ajan. Rahoitusaseman arvioidaan parantuneen vuonna 2022 mutta heikkenevän hieman vuonna 2023. Alijäämäsuhde oli 5,1 % vuonna 2021, vuonna 2022 sen arvioidaan olleen 3,5 % ja vuoden 2023 arvio on 3,7 %. Tilanteen ennakoidaan paranevan vuonna 2024 ja myös vuonna 2025 aavistuksen verran. Arviointijakson lopussa julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen on 2,6 %, kun ennen pandemiaa se oli vain 0,6 %. Euroalueen julkisen talouden velkasuhde kasvoi tuntuvasti vuonna 2020, mutta sen odotetaan pienenevän arviointijaksolla ja olevan vuonna 2025 enää noin 88 %. Ennen kriisiä velkasuhde oli 84 %. Useimpien lainojen korot ovat pienemmät kuin BKT:n nimelliskasvu, ja perusalijäämäkin supistuu jonkin verran.

Finanssipoliittiset toimet, joilla taloutta pyritään suojaamaan energian kallistumisen vaikutuksilta, on tärkeää pitää tilapäisinä ja kohdentaa huolella, eikä niillä pidä poistaa kannustimia energian säästämiseen. Muuten toimilla saatetaan kasvattaa inflaatiopaineita entisestään, mikä edellyttäisi aina vain tiukempaa rahapolitiikkaa. Finanssipolitiikka tulisi suunnitella Euroopan talouden ohjausjärjestelmän sääntöjä noudattaen niin, että talouden tuottavuus kohenee euroalueella ja julkinen velka voi vähitellen pienentyä. Esimerkiksi energian tuotantokapasiteettia vahvistavilla toimilla voidaan nyt vaikuttaa hinnankorotuspaineisiin keskipitkällä aikavälillä. Next

Generation EU -ohjelman tuella voidaan edistää kestäviä investointeja ja rakenneuudistuksia. Euroopan talouden ohjausjärjestelmää uudistetaan parhaillaan, ja tuloksia odotetaan pian.

Inflaatio

Inflaatiovauhti oli marraskuussa 10,0 %. Energiaerässä inflaatio vaimeni ja palvelualoillakin hintakehitys hidastui, mutta elintarvike-erässä inflaatio nopeutui ja oli jopa 13,6 %, kun kuluttajahintoja nostettiin tuotantokustannusten kompensoimiseksi. Useilla eri toimialoilla on edelleen selviä paineita nostaa hintoja, sillä energiakustannusten nousu on vaikuttanut kaikkialla taloudessa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatiovauhti oli marraskuussa edelleen 5,0 %, ja myös muiden mittarien perusteella pohjainflaatio on nyt nopeaa.

Finanssipoliittiset toimet, joilla pyritään suojaamaan kotitalouksia energian kallistumisen ja nopean inflaation vaikutuksilta, vaikuttavat myös inflaatiovauhtiin vuoden 2023 aikana ja uudemman kerran vielä poistuessaan käytöstä. Toimitushäiriöt ovat vähentyneet, mutta niiden vaikutus näkyy edelleen erityisesti tavaroiden hinnoittelussa. Samaten kysynnän elpyminen pandemian jälkeen näkyy vielä etenkin palvelujen hinnoittelussa, mutta vaikutus vaimenee jo. Euron valuuttakurssi on heikentynyt vuoden kuluessa, mikä sekin vaikuttaa kuluttajahintoihin.

Vahvassa työmarkkinatilanteessa palkkojen nousu on alkanut vahvistua inflaation nopeuduttua. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuisessa arviossa palkkojen nousu on selvästi pitkän aikavälin keskiarvoaan nopeampaa ja voimistaa inflaatiota koko arviointijakson ajan. Useimpien indikaattorien mukaan pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat nyt kahden prosentin tuntumassa, mutta osaan indikaattoreista on inflaation nopeutuessa tehty jatkuvia tarkistuksia, jotka edellyttävät seurantaa.

Eurojärjestelmän tuoreimmissa asiantuntija-arvioissa inflaatio on merkittävästi nopeampaa kuin vielä kesäkuisissa arvioissa. Inflaation odotetaan hidastuvan vuonna 2023. Arvioiden mukaan inflaatiovauhti oli vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä 10 %, mutta vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä sen ennakoidaan olevan enää 3,6 %. Keskimääräinen vuotuinen inflaatiovauhti on arvioissa 8,4 % vuonna 2022 ja 6,3 % vuonna 2023, enää 3,4 % vuonna 2024 ja vain 2,3 % vuonna 2025. Vuoden 2023 inflaatiolukemiin vaikuttaa vertailuajankohdan vaikutus. EKP:n rahapolitiikka on tiukentunut vuoden 2021 joulukuun jälkeen, mikä sekin hidastaa vähitellen inflaatiota arviointijaksolla. Lisäksi talouskehitys heikkenee, energian ja elintarvikeraaka-aineiden hintojen oletetaan laskevan futuurihintojen mukaisesti, ja pitkän aikavälin inflaatio-odotusten oletetaan pysyvän EKP:n tavoitteen mukaisina. Inflaatiovauhdin odotetaan asettuvan keskipitkän aikavälin tavoitteen mukaisesti kahteen prosenttiin vuoden 2025 jälkipuoliskolla. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu inflaatio on kuitenkin koko arviointijakson ajan yli 2 %, sillä energian kallistumisen vaikutus näkyy hinnoittelussa viiveellä. Lisäksi euron valuuttakurssi on heikentynyt (paitsi aivan viime aikoina), työmarkkinatilanne on vankka, ja inflaation nopeuduttua nimellispalkkojen odotetaan

nousevan selvästi tavallista nopeammin. Reaalipalkat pysyvät kuitenkin koko arviointijakson ajan pienempinä kuin ennen sodan puhkeamista Ukrainassa. Inflaatiokehitys on nyt arvioitu huomattavasti nopeammaksi kuin syyskuisissa asiantuntija-arvioissa, sillä inflaatio on viime aikoina ollut ennakoitua nopeampaa, aiemman kehityksen vaikutus näkyy kuluttajahinnoissa yhä vahvemmin, palkkakehitys voimistuu ja elintarvikeraaka-aineiden hinnat ovat nousseet. Vuoden 2022 inflaatioarviossa eroa syyskuiseen on 0,3 prosenttiyksikköä, vuoden 2023 arviossa 0,8 prosenttiyksikköä ja vuoden 2024 arviossa 1,1 prosenttiyksikköä. Tuoreimmassa arvioissa öljyn, kaasun ja sähkön hinnat on kuitenkin oletettu alemmiksi ja toimitushäiriöiden oletetaan väistyvän nopeammin. Inflaatiokehitystä jarruttavat myös euron viimeaikainen vahvistuminen ja talouskehityksen vaimeneminen. Vuoden 2023 inflaatiovauhti olisi vielä nopeampi ilman syyskuisten arvioiden jälkeen päätettyjä finanssipoliittisia toimia, joiden tarkoituksena on pääasiassa hillitä energian hinnannousua vuonna 2023. Vuoden 2024 inflaatiovauhti on kuitenkin niiden poistumisen myötä tuntuvasti nopeampi.

Riskiarvio

Talouskehitys saattaisi jäädä ennakoitua heikommaksi etenkin lyhyellä aikavälillä, jos tilanne Ukrainassa pahenisi, sillä sota vaikuttaa kehitykseen tuntuvasti. Esimerkiksi energian ja elintarvikkeiden hinnat voisivat pysyä odotettua korkeampina pidemmän aikaa. Jos maailmantalouden kehitys heikkenisi odotettua enemmän, vaikutus tuntuisi todennäköisesti myös euroalueella.

Inflaatiokehitys saattaisi pysyä ennakoitua nopeampana lyhyellä aikavälillä, jos energian ja elintarvikkeiden kuluttajahinnat nousisivat esimerkiksi toimitusongelmien seurauksena odotettua voimakkaammin. Keskipitkällä aikavälillä inflaatio voisi jäädä ennakoitua nopeammaksi, jos euroalueella alettaisiin odottaa inflaatiokehityksen jäävän kahden prosentin tavoitetta nopeammaksi tai palkat nousisivat odotettua enemmän. Jos taas energiakustannukset laskisivat tai kysyntä vaimenisi entisestään, hinnankorotuspaineitakin olisi ennakoitua vähemmän.

Rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden tilanne

Rahapolitiikan tiukentuessa yritysten ja kotitalouksien on aiempaa kalliimpaa ottaa lainaa. Pankkien luotonanto yrityksille on edelleen vankkaa, sillä yritykset hakevat nyt mieluummin rahoitusta pankeista kuin laskevat liikkeeseen joukkolainoja. Kustannusten noustua investointeihin ja tuotantoon tarvitaan yhä enemmän rahaa. Kotitaloudet ottavat nyt aiempaa vähemmän lainaa, sillä myöntämiskriteerit ovat kiristyneet, korot nousevat ja asuntomarkkinoiden kehitys ja kuluttajien luottamus tulevaisuuteen ovat heikentyneet.

EKP:n neuvosto laatii rahapolitiikan strategian mukaisesti kaksi kertaa vuodessa yksityiskohtaisen arvion rahapolitiikan ja rahoitusvakauden keskinäisestä vuorovaikutuksesta. Kesäkuisen arvion jälkeen talouskehityksen heikkeneminen ja

luottoriskien kasvu ovat vaikuttaneet rahoitusvakauteen. Valtioiden rahoitus tilanne on vaikeutunut talousnäkymien huonontuessa. Keskipitkällä aikavälillä rahoitusolojen kiristyminen yleensä vähentää heikkouksia rahoitusjärjestelmässä ja hillitsee inflaatiokehitystä, mutta lyhyellä aikavälillä se voi myös aiheuttaa häiriöitä ja jarruttaa talouskehitystä. Markkinoilla voi ilmetä heilahtelua myös muiden rahoituslaitosten kuin pankkien lyhytaikaisten rahoitustarpeiden vuoksi. Euroalueen pankkien pääomatilanne on kuitenkin hyvä, joten vaikka rahapolitiikka kiristyy, vaikutus rahoitusvakauteen ei todennäköisesti ole kohtuuton. Makrovakauseräpolitiikka on yhä ensisijainen tapa säilyttää rahoitusvakaus ja vähentää keskipitkän aikavälin haavoittuvuustekijöitä.

Rahapoliittisia päätöksiä

EKP:n neuvosto päätti joulukuuisessa kokouksessaan nostaa EKP:n kaikkia kolmea ohjauksorkkoa 0,50 prosenttiyksiköllä. Tuoreimpien arvioiden perusteella inflaatio ei hidastu toivotusti, joten korkoja joudutaan vielä nostamaan lisää.

Perusrahoitusoperaatioiden korko on ollut 21.12.2022 lähtien 2,50 %, maksuvalmiusluoton korko 2,75 % ja talletuskorko 2,00 %. Korkotaso on EKP:n neuvoston tulokinnon mukaan saatava nousemaan tasaista tahtia merkittävästi korkeammaksi, ennen kuin sen avulla voidaan hillitä hintakehitystä riittävästi ja varmistaa, ettei inflaation palautuminen kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi jää liian kauas tulevaisuuteen. Kun korkotaso pidetään korkeana, kysyntä vaimenee, inflaatiovauhti hidastuu vähitellen eikä inflaation aleta odottaa jäävän keskipitkän aikavälin tavoitetta nopeammaksi. Korkopäätökset tehdään EKP:n neuvoston kokouksissa aina tuoreimpien tietojen pohjalta.

Omaisuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia aiotaan jatkaa täysimääräisesti helmikuun 2023 loppuun saakka. Sen jälkeen sijoitusten määrän omaisuserien osto-ohjelmassa annetaan pienentyä hallitusti ja ennakoitavasti, eli omaisuserien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta kokonaisuudessaan uudelleen. Vuoden 2023 toisen neljänneksen loppuun saakka sijoitusten määrä pienenee keskimäärin 15 miljardilla eurolla kuussa, ja sen jälkeen muutosvauhti valitaan tilanteen mukaan. PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2024 loppuun saakka. Erääntyvistä arvopapereista luovutaan vähin erin niin, että rahapolitiikka pysyy asianmukaisesti mitoitettuna. EKP:n neuvosto pyrkii tukemaan rahapolitiikan välittymismekanismin toimintaa, joten PEPP-ohjelmassa hankittujen varojen erääntyessä ne sijoitetaan jatkossakin joustavasti uudelleen.

Pankkien maksaessa vähitellen takaisin kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa saamaansa rahoitusta EKP:n neuvosto seuraa kohdennettujen operaatioiden vaikutusta rahapolitiikan mitoitukseen.

EKP:n neuvosto on tarvittaessa valmis tarkistamaan kaikkia välineitään mandaattinsa rajoissa, jotta inflaatio voi palautua kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Jos perusteeton tai hallitsematon

markkinakehitys uhkaa muuttaa vakavanlaatuisesti rahapolitiikan vaikutusta euroalueen eri maissa, EKP:n neuvostolla on käytössään välineet välittymismekanismin suojaamiseksi niin, että hintavakautta pystytään ylläpitämään EKP:n tehtävän mukaisesti.

Ulkoinen ympäristö

Maailmantalouden näkymät ovat heikentyneet kasvaneen geopolittisen epävarmuuden, nopean ja edelleen kiihtyvän inflaation sekä kireiden rahoitusolojen myötä. Euroalueen talousnäkyviä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioiden mukaan vuonna 2023 maailman BKT:n kasvu euroalueen ulkopuolella hidastuu 2,6 prosenttiin eli pitkän aikavälin keskiarvoaan hitaammaksi. Sen jälkeen kasvu elpyy asteittain 3,1 prosenttiin vuonna 2024 ja 3,3 prosenttiin vuonna 2025. Talouskasvunäkymät ovat synkentyneet EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioista. Myös maailmankaupan ja euroalueen vientikysynnän näkymät ovat heikentyneet syyskuun arvioihin verrattuna. Globaalit hintapaineet pysyvät laaja-alaisina ja voimakkaina, kun kysyntä pysyy verrattain vahvana, työmarkkinatilanne kireänä ja elintarvikkeiden hinnat korkeina. Paineiden odotetaan kuitenkin hellittävän raaka-ainemarkkinoiden rauhoittumisen ja kasvun hidastumisen myötä. Nykyisessä epävarmassa ympäristössä perusennusteen riskit painottuvat odotettua hitaamman maailmantalouden kasvun ja odotettua voimakkaampien hintapaineiden suuntaan.

Vuonna 2022 maailmantalous kohtasi monia sokkeja, jotka vaimensivat kasvuvauhtia ja jotka jatkossakin heikentävät globaaleja talousnäkyviä.

Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa horjuttaa energia- ja elintarvikehyödykkeiden markkinoiden vakautta, joten energiatuotteiden hinnat ovat jatkaneet heilahtelua, vaikka ne ovatkin laskeneet EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioiden aikaisilta tasoiltaan. Lisäksi sota ruokkii epävarmuutta elintarvikkeiden huoltovarmuudesta erityisesti nousevissa markkinatalouksissa. Kiinassa kasvua heikentävät edelleen asuntosektorin taantuma sekä koronan suhteen harjoitettu nollatoleranssi, joka oli yhä voimassa ainakin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioiden laatimisen aikaan. Keskeisten kehittyneiden talouksien kasvun hidastuminen vuonna 2022 johtui kysynnän vaimenemisesta sekä rahapolitiikan kiristämisestä alkuvuonna 2022. Pandemiaan liittyneiden rajoitusten ja tarjontakapeikkojen helpottuminen sekä energian hinnan lasku tukivat talouden kasvua kevästä kolmanteen vuosineljännekseen saakka.

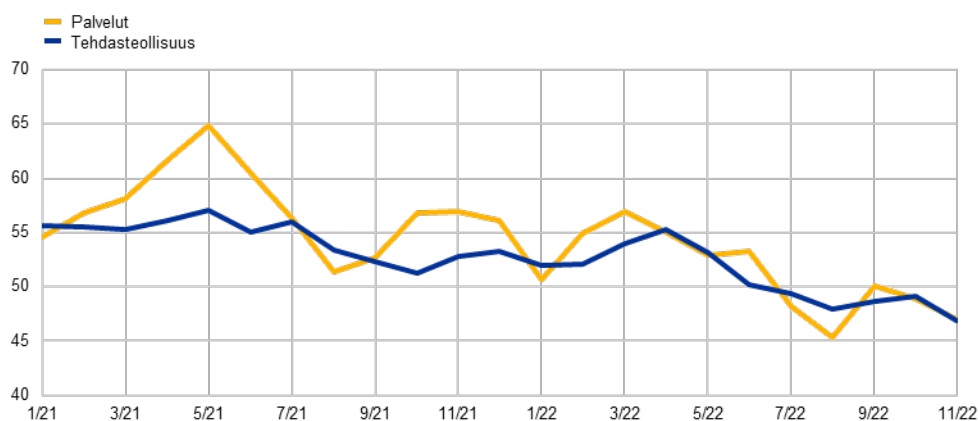
Kyselytiedot viittaavat edelleen talouskasvun laaja-alaiseen hidastumiseen vuodenvaihteessa erityisesti kehittyneissä talouksissa. Ostopäällikkökyselyyn perustuvat globaalit (pl. euroalue) PMI-yhdistelmäindeksit saavuttivat kesäkuussa lakipisteensä ja ovat siitä lähtien olleet laskusuunnassa. Marraskuussa PMI-indeksit laskivat yhä syvemmälle neutraalin kynnysarvon alapuolelle sekä kehittyneissä talouksissa (pl. euroalue) että nousevissa markkinatalouksissa ja niin tehdasteollisuudessa kuin palvelusektorillakin (kuvio 1). Vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä globaalin BKT:n (pl. euroalue) neljännesvuotuisen kasvun arvioidaan hidastuvan 0,3 prosenttiin edellisen neljänneksen 1,1 prosentista. Tämä johtuu korkeista ja sitkeistä inflaatiopaineista sekä kireistä rahoitusoloista, jotka nakertavat edelleen kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja ja pandemian aikana kerrytettyjä säästöjä. Syyskuusiin arvioihin verrattuna joulukuun arviota neljänneksen vuosineljänneksen kasvuvauhdista on alennettu 0,5 prosenttiyksikköä, sillä kasvun arvioidaan jäävän aiemmin arvioitua heikommaksi sekä kehittyneissä että nousevissa talouksissa.

Kuvio 1

Tuotantoa kuvaava PMI-ostopäälikkoindeksi kehittyneissä ja nousevissa markkinatalouksissa

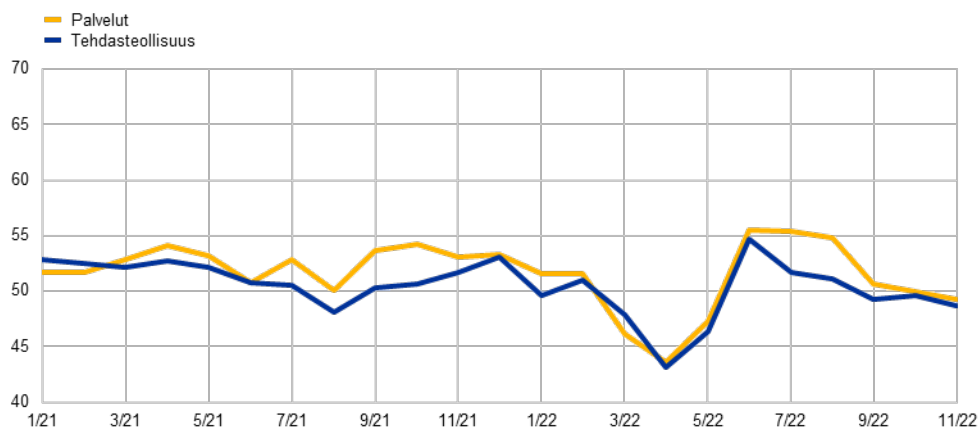
a) Kehittyneet taloudet (pl. euroalue)

(diffuusioindeksit)



b) Nousevat markkinataloudet

(diffuusioindeksit)



Lähteet: S&P Global ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2022.

Globaalin (ilman euroaluetta) BKT:n kasvun arvioidaan hidastuvan vuonna 2023 ja sitten elpymään asteittain vuosina 2024 ja 2025. Vuonna 2022 BKT:n kasvu hidastui 3,3 prosenttiin. Kasvun arvioidaan hidastuvan edelleen 2,6 prosenttiin vuonna 2023 kasvun hidastuessa merkittävästi kehittyneissä talouksissa, kuten Yhdysvalloissa ja Isonsa-Britanniassa. Joidenkin nousevien markkinatalouksien arvioidaan kestävän nykyiset haasteet toisia paremmin, koska niiden makro- ja rahataloudelliset haavoittuvuudet ovat nyt vähäisempiä kuin aiemmilla kiristävän rahapolitiikan jaksoilla – mitä tulee erityisesti hitaampaan inflaatioon, vähäisempään velkaantumiseen Yhdysvaltain dollarissa sekä pienempiin valuuttakurssivääristymiin. Tämän ryhmän taloudet ovat kuitenkin huomattavan heterogeenisiä myös keskenään, ja näkymät ovat edelleen hauraat eräissä maissa, kuten Kiinassa, joka kärsii asuntosektorin vaikeuksista ja koronavirustartuntojen viimeaikaisesta kasvusta. Kasvun hidastuminen Latinalaisessa Amerikassa ja taantuman syveneminen Venäjällä – vuoden 2022 kasvuvarvion viimeaikaisesta merkittävästä

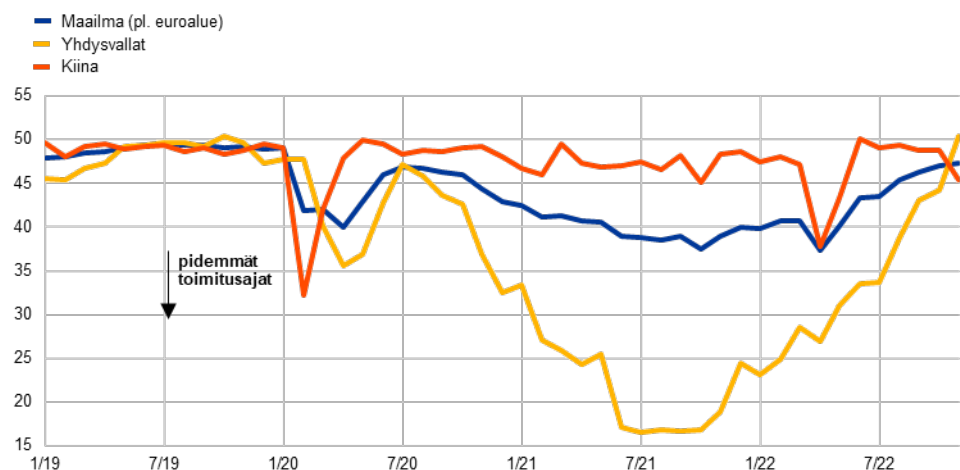
kohenemisesta huolimatta – heikentävät nousevien markkinatalouksien kasvunäkymiä. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioihin verrattuna arviota globaalin BKT:n (pl. euroalue) kasvusta on nostettu 0,4 prosenttiyksikköä vuodelle 2022, laskettu 0,4 prosenttiyksikköä vuodelle 2023 ja laskettu 0,3 prosenttiyksikköä vuodelle 2024.

Tehdasteollisuuden vaimenemisen odotetaan heikentävän maailmankauppaa vuodenvaihteessa. Maailmankauppa pysyi verrattain vahvana vuoden 2022 alkupuoliskolla, jolloin matka- ja kuljetuspalvelujen elpyminen koronarajoitusten poistumisen myötä lievensi osittain Venäjän hyökkäyssodan ja jatkuvien tarjontakapeikkojen haitallista vaikutusta. Globaalin tavarakaupan kasvu (pl. euroalue; mitattuna kolmen kuukauden kasvulla edelliseen kolmen kuukauden jaksoon verrattuna) on heikentynyt heinäkuusta saakka kehittyneiden talouksien heikon kasvun takia. Myös uusia vientitilauksia kuvaava PMI-indeksi (pl. euroalue), joka antaa maailmankaupasta ajantasaisemman kuvan, pysyi negatiivisen kasvun puolella. Tarjontaketjun paineet ovat jatkaneet asteittaista helpottumistaan, mutta Kiinan koronatilanteen kehitys muodostaa potentiaalisen negatiivisen riskin erityisesti lyhyellä aikavälillä. Marraskuussa tavarantoimittajien toimitusaikoja koskeva globaali (pl. euroalue) PMI-indeksi nousi 47,3 pisteeseen, ja Yhdysvalloissa se ylitti positiivista kasvua kuvaavan kynnysarvon (50). Samaan aikaan Kiinan vastaava indeksi laski 48,7 pisteestä 45,4:ään (kuvio 2) pitkälti siitä syystä, että koronarajoituksia tiukennettiin jälleen marraskuussa uuden tartunta-aallon takia. Tilanne on edelleen hyvin epävarma: viranomaiset alkoivat joulukuun alussa keventää rajoituksia, mutta harkitsevat nyt uusia toimenpiteitä viruksen torjumiseksi.

Kuvio 2

PMI-ostopääällikkökyselyn arvio tavarantoimittajien toimitusajoista

(indeksi)



Lähteet: S&P Global ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2022.

Maailmankaupan näkymät ovat heikentyneet rinta rinnan maailmantalouden kasvuarvioiden kanssa. Globaali tuonti (pl. euroalue) kasvoi 5,6 % vuonna 2022, mutta sen arvioidaan hidastuvan 1,9 prosenttiin vuonna 2023 ja kiihtyvän sitten 3,3 prosenttiin vuonna 2024 sekä pysyvän samalla tasolla vuonna 2025. Euroalueen

vientikysynnän arvioidaan kasvaneen 6,0 % vuonna 2022. Sen kasvun odotetaan hidastuvan selvästi 1,2 prosenttiin vuonna 2023 eräiden euroalueen keskeisten kauppakumppanien kasvunäkymien heikkenemisen myötä. Vuosina 2024 ja 2025 vientikysynnän kasvun arvioidaan kiihtyvän noin 3,0 prosenttiin globaalia tuonnin kehitystä mukaillen. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioihin verrattuna arvioita euroalueen vientikysynnästä on tarkistettua aiempaa suuremmiksi, sillä toisella vuosineljänneksellä kaupankäynti eräiden kehittyneiden talouksien, erityisesti euroalueen ulkopuolisten Keski- ja Itä-Euroopan maiden, kanssa oli odotettua vilkkaampaa. Euroalueen vientikysyntää koskevaa arviota vuosille 2023 ja 2024 on pienennetty edellisestä arviosta talouskasvun heikentymisen myötä. Vuoden 2023 vientikysyntänäkymien heikkenemistä tasoittaa osittain Venäjän kaupan näkymien vahvistuminen edelliseen arvioon nähden, joskin Venäjän painoa euroalueen ulkomaisen kysynnän koostumuksessa vähennettiin jyrkästi.¹

Globaalit inflaatiopaineet jatkuvat voimakkaina ja laaja-alaisina. Tämä johtuu verrattain voimakkaana pysyneestä kysynnästä, kireästä työmarkkinatilanteesta ja korkeista elintarvikkeiden hinnoista, kun taas energiaan liittyvät inflaatiopaineet ovat alkaneet hellittää hintojen laskiessa. OECD-maiden (pl. Turkki) vuotuinen kokonaisinflaatio kiihtyi lokakuussa 8,3 prosenttiin syyskuun 8,2 prosentista elintarvikkeiden hintojen nousun myötä.² Samaan aikaan liukuva kolmen kuukauden vuositason laskettu kokonaisinflaatio (pl. Turkki) hidastui viidettä kuukautta peräkkäin ja oli 5,9 %, ja näin hintapaineiden hellittämistrendi jatkui (kuvio 3). Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen arvioitu kehitys on lyhyellä aikavälillä koholla, mutta sen arvioidaan sittemmin hiipuvan raaka-aineiden hintojen laskiessa ja tuotantoketjun hintapaineiden helpottuessa. Vientihintojen kehitys on nyt arvioitu hieman maltillisemmaksi kuin syyskuun 2022 arvioissa. Tämä johtuu raaka-aineiden hintojen oletetusta laskusta ja euroalueen kilpailijoiden kotimaisten hintapaineiden heikkenemisestä.

¹ Vaikka euroalueen ulkomaisen kysynnän painoja päivitetään tavallisesti monivuotisten liukuvien keskiarvojen perusteella, Venäjän painoa alennettiin 2,9 prosentista 1,5 prosenttiin vuoden 2023 ensimmäisestä neljänneksestä alkaen vuoden 2022 toisen neljänneksen ulkomaankauppatilastojen perusteella. Tämä kuvasti Venäjän ja euroalueen kaupankäynnin nopeaa tyrehtymistä sekä sitä, että perusennusteessa pakotteiden oletetaan pysyvän voimassa koko arviointijakson ajan.

² OECD:n inflaatioluvut raportoidaan tässä ilman Turkia, koska Turkin vuotuinen kokonaisinflaatiovauhti oli lokakuussa 2022 peräti 85,5 %, mitä voidaan pitää OECD-maiden joukossa poikkeavana havaintona.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

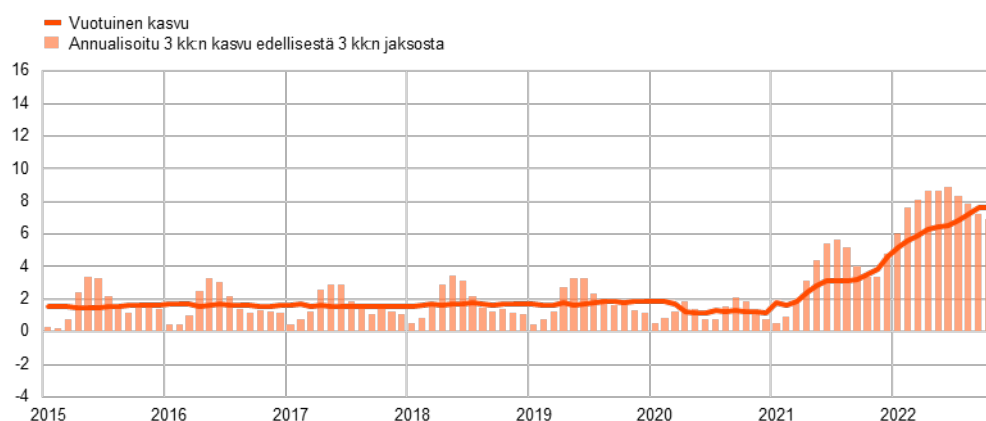
a) Kokonaisinflaatio

(Vuotuinen prosenttimuutos ja vuositasolle laskettu kolmen kuukauden prosenttimuutos edellisestä kolmen kuukauden jaksosta)



b) Pohjaininflaatio

(Vuotuinen prosenttimuutos ja vuositasolle laskettu kolmen kuukauden prosenttimuutos edellisestä kolmen kuukauden jaksosta)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa ilmoitetut OECD:n kokonaisluvut on laskettu ilman Turkia. Lokakuussa OECD-maiden vuotuinen kokonaisinflaatio Turkki mukaan lukien oli 10,7 % ja pohjaininflaatio 7,6 % (ei näy kuvioissa). Syyskuussa ne olivat 10,5 % ja 7,6 %. Pohjaininflaatio on laskettu ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2022.

Öljyn ja kaasun hinnat ovat laskeneet syyskuun 2022 arvion ajankohtaan

verrattuina. Öljyn hinnan laskupaine liittyi öljyn kysynnän heikkenemiseen maailmantalouden kasvun hidastumisen ja Kiinan koronasulkujen myötä. Kysynnän heikkenemisellä oli voimakkaampi vaikutus hintoihin kuin OPEC+:n marraskuussa päättämällä tuotantotavoitteiden vähennyksillä, mutta EU:n venäläiselle öljylle asettaman kauppasaarron ja G7:n sille 5.12.2022 asettaman kattohinnan vaikutuksiin liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta. Kaasun hinta laski Euroopassa lokakuun ja marraskuun alun hyvin leudon sään myötä, ja samaan aikaan vähentynyt teollisuuskaasun kysyntä sekä koko vuoden 2022 jatkuneet pyrkimykset venäläisen kaasun korvaamiseksi johtivat siihen, että EU:n kaasuvarastot olivat marraskuun puolivälissä lähes täydet. Kaasun hinta kuitenkin elpyi osittain marraskuun puolivälistä lähtien aiempien futuurihintojen mukaisesti Euroopan säiden kylmetessä, ja kohollaan olevat futuurien hinnat koko vuodelle 2023 kertovat merkittävästä toimitusriskeistä tulevana vuonna. Myös

elintarvikehyödykkeiden hinnat ovat laskeneet. Tämä johtuu pääasiassa kahvin hinnan laskusta Brasilian vuoden 2023 tuotantoennusteen paranemisen ansiosta, kun taas vehnän ja maissin hinnat ovat jatkaneet heilahtelua, sillä Venäjän halukkuus pitää Mustanmeren käytävää auki Ukrainan viljatoimituksille on epävarmaa. Metallien hinnat nousivat, kun tarjontahuolet vaikuttivat niihin globaalien talouskasvun hiipumista enemmän, ja Kiinan koronarajoitusten asteittainen höllentäminen nosti metallien hintoja tarkastelujakson lopulla, vaikka Kiinan kasvunäkymiin liittyikin edelleen suurta epävarmuutta.

Globaalit rahoitusolot ovat pysyneet jokseenkin ennallaan aiempiin arvioihin nähden, ja ne ovat edelleen kireät. Jakson alussa globaalit rahoitusolosuhteet kiristyivät sekä kehittyneissä että nousevissa talouksissa. Koska toteutunut inflaatio ylitti keskuspankkien odotukset, ne jatkoivat rahapolitiikan nopeaa kiristämistä, jonka myötä joukkolainojen tuottovaatimukset kasvoivat ja riskisten omaisuuserien arvot laskivat edelleen. Kun Yhdysvaltojen kuluttajahintaindeksiin toteutunut pisteluku kuitenkin jäi odotettua pienemmäksi, markkinoiden tunnelma muuttui ja keskuspankilta alettiin odottaa aiempaa maltillisempia koronnostoja, mikä tuki riskinottohalukkuutta ympäri maailman. Sen myötä rahoitusolot helpottuivat, pitkien joukkolainojen tuottovaatimukset laskivat, tuottoerot kaventuivat ja osakkeiden hinnat elpyivät. Kaiken kaikkiaan rahoitusolot eivät kuitenkaan muuttuneet jakson aikana merkittävästi, vaan pysyivät edelleen kireinä.

Kahden vuosineljänneksen maltillisen supistumisen päätteeksi Yhdysvaltojen talous palautui kasvu-uralle, mutta kotimainen kysyntä pysyi heikkona.

Nettovienti ja ei-asuinrakennusinvestoinnit olivat kolmannella neljänneksellä keskeisimmät kasvun lähteet. Jatkossa kotimaisen kysynnän odotetaan pysyvän vaimeana, kun nopea inflaatio ja entistä kireämmät rahoitusolot nakertavat kotitalouksien käytettävissä olevia reaalitylöjä ja suitsivat kulutusta. Samaan aikaan asunnonostokyvyn heikkeneminen ja asuntolainakorkojen nousu johtavat uusien asuinrakennusprojektien määrän voimakkaaseen supistumiseen, jonka odotetaan vähentävän asuinrakennusinvestointeja. Lokakuussa kokonaisinflaatio hidastui odotettua enemmän 7,7 prosenttiin. Vaikka se on edelleen aiempaan kehitykseen nähden verrattain nopeaa, sen uskotaan taittuneen laskuun energian ja elintarvikkeiden hintojen jatkuneen maltillistumisen myötä. Vuotuinen pohjainflaatio hidastui 6,3 prosenttiin, mutta sen uskotaan pysyvän vuonna 2023 sitkeämpänä palvelujen hintojen inflaation (mm. korkeat vuokrat) aiheuttaman nousupaineen myötä.

Kiinassa koronapolitiikan muutos ja asuinrakennussektorin jatkuva heikkous vaikuttavat talouskasvuun.

Ensin talous elpyi vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, kun koronarajoituksia höllennettiin asteittain huhti- ja toukokuun tartunta-aallon jälkeen. Talouskasvu sai tukea kolmannella vuosineljänneksellä sekä kulutuksen että investointien kasvusta. Investoinnit puolestaan elpyivät kiinteistösektorin pitkäaikaisesta heikkoudesta huolimatta finanssipoliittisten tukitoimien ansiosta. Joulukuussa Kiinan hallitus kuitenkin yllättäen lopetti nollakoronapolitiikkansa ja sen myötä useimmat pandemiarajoitukset. Tämän seurauksena tartunnat ovat lisääntyneet nopeasti, ja lyhyellä aikavälillä talouden kasvu todennäköisesti hidastuu. Kasvun arvioidaan pysyvän vaimeana

arviointijakson ajan, kun asuinrakennusinvestointien supistuminen jatkuu edelleen ja pandemian kehitykseen liittyy epävarmuutta. BKT:n kasvun odotetaan jäävän vuonna 2022 selvästi viranomaisten 5,5 prosentin tavoitteesta. Kiinan talouskasvun näkymät vuosina 2023 ja 2024 on nyt arvioitu selvästi vaisummiksi kuin syyskuun 2022 arvioissa. Kuluttajahintapaineet pysyvät maltillisina.

Japanin BKT:n määrä supistui odottamattomasti vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, ja sen odotetaan palautuvan kasvuun viimeisellä neljänneksellä.

BKT:n määrä supistui odottamatta kolmannella vuosineljänneksellä, jolloin kotimainen kysyntä pysyi verrattain vahvana pandemiarajoitusten höllentämisen myötä. BKT:n määrän odotetaan kasvavan vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä, kun kasvu saa tukea talouden avautumisesta ja sen myötä kasvavasta palvelujen kulutuksesta sekä jatkuvista talouspoliittisista tukitoimista. Kasvun arvioidaan maltillistuvan hieman arviointijakson mittaan, sillä ulkomaisen kysynnän odotetaan vähenevän merkittävästi globaalin kysynnän vaimentuessa. Vuotuinen kokonaisinflaatio kiihtyi huomattavasti vuoden 2022 aikana energian ja elintarvikkeiden kallistumisen sekä negatiivisten vertailuajankohdan vaikutusten päättymisen takia. Vaikka inflaatio todennäköisesti pysyy nykytasollaan lyhyellä aikavälillä, sen arvioidaan hidastuvan asteittain vuoden 2023 puolelle siirryttäessä raaka-aineiden hintojen laskun ja rajallisten kotimaisten tuotantoketjun hintapaineiden ansiosta.

Ison-Britannian talouskasvunäkymät synkkenivät edelleen punnan heikennyttyä kolmannella vuosineljänneksellä.

Nopea kuluttajahintainflaatio, asuntolainakustannusten kasvu ja rahoitusolojen kiristyminen hillitsevät kulutusta ja yksityisiä investointeja. Marraskuussa julkistetut finanssipoliittiset toimenpiteet kasvattavat julkisen talouden alijäämää jossain määrin lyhyellä aikavälillä, mutta keskipitkällä aikavälillä ne edistävät julkisen talouden vakauttamista. Talouden arvioidaan nyt supistuvan vuoden 2022 kolmannen neljänneksen ja vuoden 2023 toisen neljänneksen välisellä jaksolla. Samaan aikaan työmarkkinatilanne pysyy kireänä, ja yhä laaja-alaisemmat palkkapaineet ruokkivat ennestäänkin sitkeää kotimaista inflaatiota. Energian hinnan nousun arvioidaan vauhdittavan kuluttajahintainflaatiota vuoden 2022 viimeiseen neljännekseen saakka. Inflaation odotetaan huipentuvan ja taittuvan laskuun noin 11 prosentissa eli selvästi alempana kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioissa ennakoitiin, mikä johtuu hallituksen antamasta energian hintatakuusta.

Venäjän talous ajautui syvään taantumaan vuonna 2022. BKT supistui selvästi vuoden toisella neljänneksellä ja oli kolmannella neljänneksellä lähes 5 % pienempi kuin ennen hyökkäystä, joten Venäjän talous on nyt syvässä taantumassa. Vienti on supistunut aiemmin odotettua maltillisemmin, kun taas tuonti erityisesti pakotteita asettaneista maista on supistunut merkittävästi. Talouden arvioidaan supistuvan edelleen tänä vuonna sekä vuonna 2023, kun pakotteilla on yhä kielteisempi vaikutus Venäjän tuotantokapasiteettiin, kansainväliseen kauppaan ja kotimaiseen kysyntään. Viime kuukausina asteittain hidastuneen inflaation odotetaan pysyvän lyhyellä aikavälillä koholla ja palautuvan vasta vähitellen kohti Venäjän keskuspankin 4 prosentin tavoitetta arviointijakson lopulla.

BKT:n neljännesvuotuinen kasvu hidastui vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä 0,3 prosenttiin, kun se alkuvuoden puolella oli ollut reippaampaa talouden avautuessa uudelleen ja tarjontakapeikkojen alkaessa helpottaa. Sen jälkeen kohonnut epävarmuus Ukrainan sodan taloudellisista lisäseurauksista, huoli energihuollon mahdollisista häiriöistä sekä korkeat hintapaineet ovat vaimentaneet kotimaista kulutusta ja tuotantoa. Näiden tekijöiden odotetaan yhdessä rahoituskustannusten nousun ja maailmantalouden kasvun hidastumisen kanssa rajoittaneen euroalueen talouskasvua edelleen vuoden viimeisellä neljänneksellä ja todennäköisesti tekevän niin myös alkuvuonna 2023. Kaikesta huolimatta kasvun hidastuminen jää todennäköisesti lyhytaikaiseksi ja lieväksi, sillä sen vaikutusta tasoittavat työmarkkinoiden sitkeys, pandemian aikana kertyneet kotitalouksien huomattavat säästöt sekä ylimääräinen finanssipoliittinen tuki, jolla pehmennetään energian hinnan nousun vaikutuksia kuluttajiin ja yrityksiin lyhyellä aikavälillä. Hieman pidemmällä aikavälillä vuoden 2023 puolivälistä eteenpäin euroalueen talouskasvun odotetaan elpyvän asteittain sitä mukaa kun epävarmuus vähenee, energiemarkkinat palaavat tasapainoon, tarjontakapeikat poistuvat ja reaalitytulot kasvavat.

Euroalueen talouskehitystä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioissa euroalueen BKT:n ennakoidaan kasvavan 3,4 % vuonna 2022 ja 0,5 % vuonna 2023 sekä 1,9 % vuonna 2024 ja 1,8 % vuonna 2025. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioihin verrattuna talouskasvuarviota on korotettu vuodelle 2022 (pitkälti kesän aikana julkistettujen odotettua parempien taloustilastojen myötä) ja laskettu vuodelle 2023; vuoden 2024 näkymät ovat ennallaan.

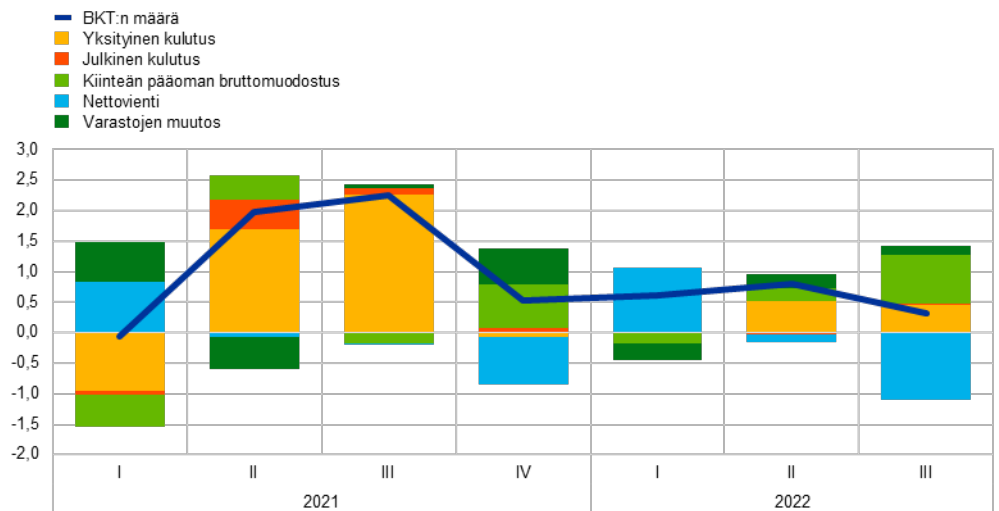
Talouskasvu hidastui selvästi vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä vuoden alkupuoliskon voimakkaan kasvun jälkeen. Neljännesvuotuinen BKT:n kasvu hidastui kolmannella neljänneksellä 0,3 prosenttiin, kun ensimmäisen ja toisen neljänneksen kasvuvauhti oli ollut 0,7 %. Hiipuminen johtui pääasiassa nettoviennin heikkenemisestä, kun taas kotimaisen kysynnän sekä varastojen muutoksesta tukea saaneen tuotannon kasvuvaikeus oli kolmannella neljänneksellä positiivinen (kuviot 4). Kulutus pysyi vahvana reippaan palvelujen yksityisen kulutuksen ansiosta, kun taas tavaroiden kulutuksen kasvuvaikeus oli negatiivinen ja julkisen kulutuksen kontribuutio jäi edelleen vaatimattomaksi. Investoinnit näyttivät olevan vahvassa vireessä, sillä neljännesvuotuinen kasvuvauhti kiihtyi 3,6 prosenttiin, joskin tämä johtui pitkälti aineettomien omaisuustuotteiden poikkeuksellisesta kasvusta Irlannissa. Yritysten kiinteän omaisuuden investointien kasvu hiipui selvästi, ja rakennusinvestoinnit supistuivat edelleen. Nettoviennin vaikutus BKT:n määrän kasvuun oli negatiivinen, kun tuonti kasvoi vientiä nopeammin – joskin niin ikään osittain Irlannin kehitystä mukailen. Arvonlisäyksen erittely osoittaa kasvun jatkuneen reippaana teollisuudessa (pl. rakentaminen ja palvelut), kun taas rakennustuotannon supistuminen jatkui. Kyselytiedot ja yksittäisiin havaintoihin perustuva näyttö vuoden 2022 kolmannelta neljännekseltä viittaavat siihen, että koska uusien tilausten määrä väheni, teollisuuden vahvat luvut eivät niinkään perustu kysynnän vahvistumiseen, vaan suurelta osin pikemminkin

tarjontakapeikkojen avautumiseen, jonka ansiosta tehdasteollisuus on päässyt ovat päässeet purkamaan suuriksi kasvaneita tilauskertymiään (erityisesti ajoneuvoteollisuudessa). Mitä tulee palveluihin, arvonlisäyksen hajotelma kertoo merkittävistä eroista alasektorien välillä. Aiemmin erilaisista rajoitteista kärsineet kuluttajia palvelevat alasektorit (kuten vähittäiskauppa, kuljetus, majoitus, ravitsemispalvelut ja erityisesti vapaa-ajan palvelut) jatkoivat voimakasta kasvuun kolmannella neljänneksellä, kun taas yritys-suuntautuneet alasektorit (kuten tieto- ja viestintäpalvelut, rahoitus, vakuutus, kiinteistöpalvelut sekä ammatilliset ja hallinnolliset palvelut) kasvoivat korkeintaan vaatimattomasti tai supistuivat hieman.

Kuvio 4

Euroalueen BKT:n määrä ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaihtokset prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2022 kolmannelta neljännekseltä.

Tuoreimmat tiedot viittaavat talouskasvun hidastumisen jatkumiseen vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä nopean inflaation, Ukrainan sotaan liittyvän korkean epävarmuuden sekä energiahuoltovarmuuteen kohdistuvien riskien varjostamissa olosuhteissa.

Kyselytiedot kertovat kasvun heikkenemisen pahenemisesta ja laajenemisesta, sillä kysynnän heikentyminen, joka on näkynyt selvästi teollisuudessa kuukausien ajan, on levinnyt myös palveluihin talouden uudelleenavautumiseen liittyneen kasvusysäyksen hiivuttua. Euroalueen kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopääällikköindeksi putosi lokakuussa alimmilleen 21 kuukauteen mutta nousi sitten hieman marraskuussa. Molempina kuukausina indeksin lukemat olivat syvemmällä negatiivista kasvua kuvaavalla alueella kuin kolmannella vuosineljänneksellä keskimäärin (kuvio 5, kohta a). Viimeaikaisin kehitys viittaa tehdasteollisuuden vakaantumiseen alhaiselle tasolle, kun alkuvuonna nähty ajoneuvotuotannon voimakas kasvuvaihtus näyttää tasaantuvan. Euroopan komission talouden ilmapiiri-indikaattori ESI putosi edelleen viimeisellä vuosineljänneksellä sitä mukaa, kun teollisuuden luottamus heikkeni loka- ja marraskuussa (kuvio 5, kohta b) vireillä olevan liiketoiminnan ja valmiiden tuotteiden varastojen vähentyessä sekä uusien tilausten kertymän jäädessä yhä selvemmin kolmannen vuosineljänneksen keskiarvosta. Vastauksissa komission

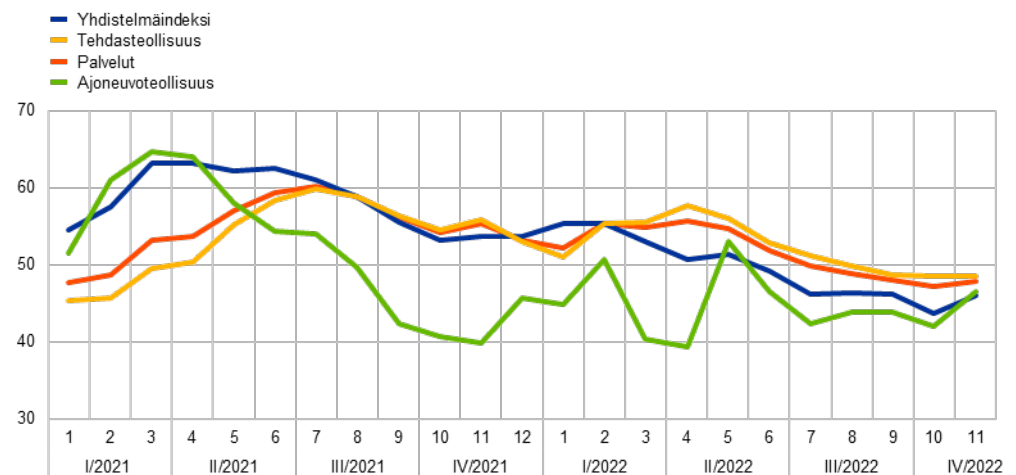
neljännesvuotuisen kyselyyn tuotantoa rajoittavista tekijöistä viitattiin työvoimavajeen alkavaan helpottumiseen sekä materiaali- ja laitepulan lieventymiseen kesästä lähtien. Sitä vastoin rahoitukseen liittyvät rajoitteet yleistyivät merkittävästi lokakuussa, vaikka niiden vaikutus oli edelleen pienempi kuin muiden tekijöiden. Nämä indikaattorit viittaavat heikkoihin investointinäkyymiin seuraavina kuukausina. Kuluttajien luottamus on kuitenkin osoittanut merkkejä suhteellisesta sitkeydestä, sillä se parani syyskuun aallonpohjastaan työmarkkinatilanteen vahvistumisen ja kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen tukemiseen pyrkivän finanssipoliittisen tuen myötä.

Kuvio 5

Kyselytutkimuksiin perustuvat indikaattorit eri toimialoilla

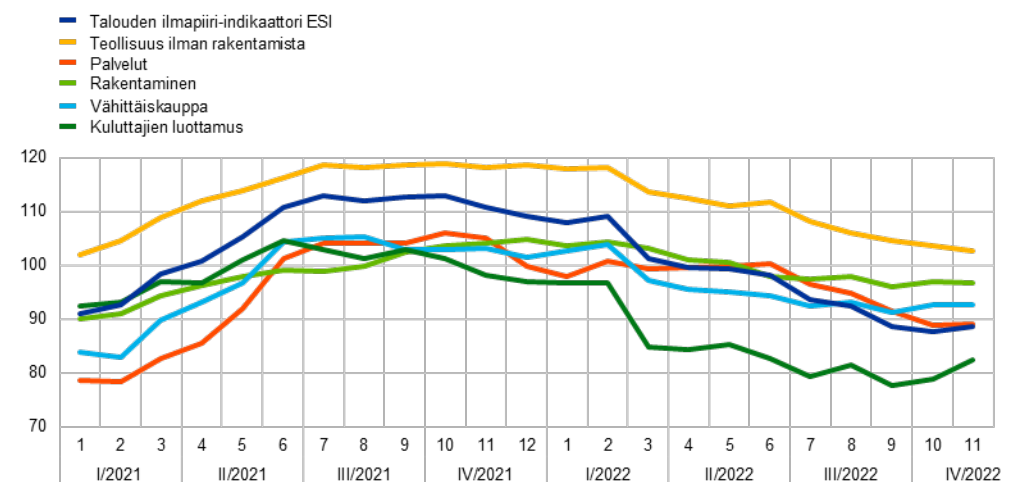
a) PMI-ostopäälikköindeksin tuotantoindeksit

(diffuusioindeksit)



b) Yritysten ja kuluttajien luottamus

(diffuusioindeksit)



Lähteet: S&P Global Market Intelligence (kohta a), Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat (kohta b).

Huom. Tuoreimmat havainnot ajoneuvojen tuotannosta ovat lokakuulta 2022 ja kaikista muista eristä marraskuulta 2022.

Työmarkkinat ovat pysyneet vahvoina, ja ne tukevat edelleen talouskasvua.

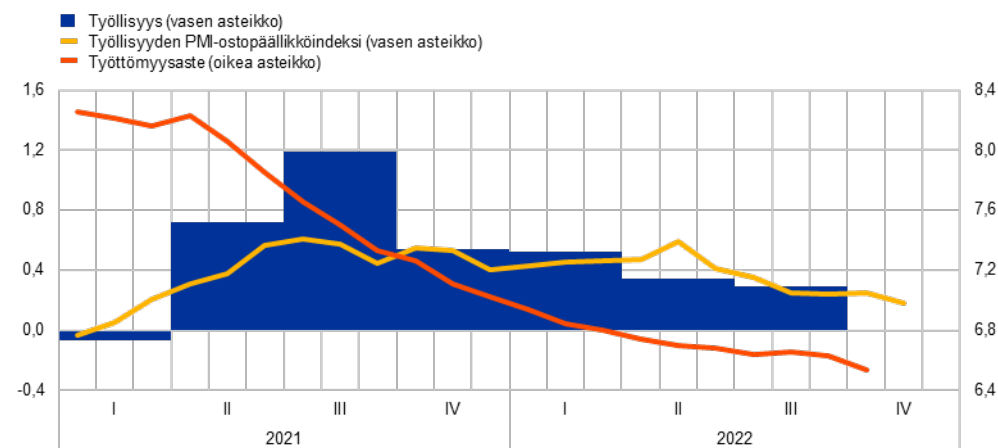
Kokonaistyöllisyys kasvoi vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä edellisestä neljänneksestä 0,3 %. Tämä tarkoittaa sitä, että vuoden 2019 viimeisen ja vuoden

2022 kolmannen neljänneksen välisenä aikana työllisten määrä kasvoi 3,1 miljoonalla. Sitä vastoin tehtyjen työtuntien määrä väheni 0,1 % vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä mutta pysyi kuitenkin 0,2 % suurempana kuin ennen pandemiaa vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä. Työllisten määrän ja tehtyjen työtuntien kasvuero viittaa keskimääräisten tehtyjen työtuntien määrän tuntuvaan vähenemiseen vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä lähtien, mikä johtuu pääasiassa julkisen sektorin kehityksestä. Työttömyysaste laski lokakuussa 6,5 prosenttiin eli noin 0,8 prosenttiyksikköä pienemmäksi kuin ennen pandemiaa helmikuussa 2020 ja samalla ennätyskellisen pieneksi (kuvio 6). Työvoima on kasvanut merkittävästi vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä, ja työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen piiriin kuuluvien työntekijöiden määrän arvioidaan jatkaneen vähenemistään viime kuukausina. Vastaavasti työvoiman kysyntä on vahvistunut tuntuvasti sitten pandemian alun ja on alkanut osoittaa merkkejä vakiintumisesta viime kuukausina. Vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä avoimien työpaikkojen aste oli 3,2 % eli prosenttiyksikön korkeampi kuin vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä.

Kuvio 6

Euroalueen työllisyys, työllisyyden PMI-indeksi ja työttömyysaste

(vasen asteikko: prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä, diffuusioindeksi; oikea asteikko: prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, S&P Global Market Intelligence ja EKP:n laskelmat.
Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä, ja palkit kuvaavat neljännesvuosittaisia tietoja. Ostopäälikkötutkimukseen perustuva PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, työllisyyden PMI-indeksistä marraskuulta 2022 ja työttömyysasteesta lokakuulta 2022.

Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat työllisyyden kasvun

hidastumiseen. PMI-kokonaistyöllisyysindikaattori laski 51,8 pisteeseen marraskuussa 2022 edelliskuun 56,1 pisteestä. Siten se pysyi edelleen 50 pisteen yläpuolella, joka on työllisyyden positiivista kasvua kuvaava raja-arvo. Työllisyyden PMI-indikaattori on ollut kasvua kuvaavalla alueella helmikuusta 2021 lähtien, mutta se on pudonnut merkittävästi toukokuusta 2022 alkaen. Toimialoittainen tarkastelu osoittaa, että kyseinen mittari osoittaa edelleen positiivista, joskin heikentynyttä, kasvua teollisuudessa ja palveluissa sekä työllisyyden vähenemistä rakentamisessa.

Yksityisen kulutuksen kasvu jatkui vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, mutta sen erien kehitys oli epäyhtenäistä. Yksityinen kulutus kasvoi 0,9 % vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, kun se toisella neljänneksellä oli kasvanut 1,0 %.

Positiivinen kehitys sai vauhtia pääasiassa palvelujen kulutuksesta, joka kasvoi voimakkaasti kaksi vuosineljännestä peräkkäin talouden avauduttua uudelleen. Sitä vastoin kertakulutustavaroiden kulutus supistui jo kolmatta neljänneistä peräkkäin myötäillen viimeaikaista kehitystä vähittäiskaupassa, jonka kasvu oli kolmannella neljänneksellä 0,7 %. Samaan aikaan kestokulutustavaroiden kulutus, joka oli edellisillä neljänneksillä supistunut merkittävästi energian hinnan nousun takia (ks. kehikko 3), alkoi kohentua vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä – luultavasti ajoneuvoteollisuuden tarjontahäiriöiden väistymisen myötä. Ajoneuvojen ensirekisteröinnit kasvoivat vastaavasti 12,8 % kolmannella neljänneksellä. Tuoreimmat kyselytiedot kertovat kulutuksen jatkuneen verrattain sitkeänä vuodenvaihteessa epäsuotuisista olosuhteista huolimatta. Loka- ja marraskuussa Euroopan komission kuluttajien luottamusindikaattori nousi hieman korkeammalle kuin kolmannella neljänneksellä (jolloin indeksi putosi syyskuussa ennätyskellisen alas). Paraneminen johtui pääasiassa kotitalouksien talouskehitystä sekä omaa taloudellista tilannetta koskevien odotusten paranemisesta. Komission tuoreimmat kuluttajien ja yritysten luottamuskyselyt viittaavat myös majoituksen sekä ravitsemis- ja matkapalvelujen kysyntää koskevien odotusten kohenemiseen marraskuussa, jolloin kotitalouksien suuria hankintoja koskevat odotukset niin ikään elpyivät jonkin verran aallonpohjastaan. Vaikka kuluttajien tunnelmat ovat pysyneet heikkoina ja käytettävissä olevat reaalitytulot ovat kutistuneet, tuoreimmat positiiviset merkit viittaavat mahdollisesti jossain määrin vahvaan kotitalouksien kulutukseen loppuvuoden juhlakaudella. Nopean inflaation ja suuren epävarmuuden vuoksi kotitalouksien käytettävissä olevat reaalitytulot silti todennäköisesti vähenevät edelleen vuodenvaihteessa, mikä heikentää yksityistä kulutusta. Lisäksi kotitalouksien lainarahoituksen tiukentuminen edelleen rajoittaa todennäköisesti kotitalouksien velanottoa. EKP:n lokakuun kuluttajaodotuskyselyn mukaan kotitaloudet odottavat likviditeettirajoitteiden kiristyvän seuraavien kolmen kuukauden aikana. Siksi on todennäköistä, että niiden on turvauduttava säästöihinsä energialaskujen ja lainanlyhennysten maksamiseksi. Näin ollen kotitaloudet laskivat arviotaan ja odotuksiaan tulevasta varautumissäästämistään (lokakuun kuluttajaodotuskyselyn mukaan). Säästöjen käytön voi olettaa tasoittavan reaalitytulojen heikkouden vaikutusta kulutukseen jossain määrin.

Yritysten investoinnit vaimenivat vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, ja niiden odotetaan heikkenevän edelleen vuodenvaihteessa. Ei-

rakennusinvestoinnit (yritysten investointien lähin sijaismuuttuja kansantalouden tilinpidossa) kasvoivat kolmannella neljänneksellä 7,7 %, joskin tämä johtui suurelta osin aineettomien omaisuustuotteiden poikkeuksellisesta kasvusta Irlannin monikansallisten yritysten sektorilla.³ Tämä heilahteleva erä pois lukien yritysten investointien neljännesvuotuinen kasvu hidastui kolmannella neljänneksellä 1,2 prosenttiin, kun vuoden alkupuoliskon keskimääräinen kasvuvauhti oli ollut 1,7 %. Kehitys eri omaisuuserissä oli kuitenkin huomattavan erilaista. Suurella kone- ja laitesektorilla kiinteän omaisuuden investointien (pl. kuljetuslaitteet) kasvu hidastui selvästi (0,3 prosenttiin edellisestä neljänneksestä), kun taas pienempi

³ Irlannin aineettomien investointien voimakas tilastollinen heilahtelu vaikuttaa toisinaan huomattavasti euroalueen investointien kehitykseen (ks. *Talouksatsauksen* 5/2022 artikkelin "The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks" kehikko "Non-construction investment in the euro area and the United States").

kuljetusinvestointisegmentti kasvoi 7,1 %, kun tarjontakapeikat avautuivat helpottaen suureksi kasvaneen tilauskannan purkamista. Samaan aikaan investoinnit aineettomiin omaisuushyödykkeisiin (pl. Irlanti) pysyivät edellisen neljänneksen 1,1 prosentin neljännesvuotuisessa kasvuvauhdissa. Ensimmäiset merkit viimeisen vuosineljänneksen kehityksestä viittasivat supistumiseen vuodenvaihteessa. Tuoreimmat PMI-kyselytiedot kertovat lopputuotteiden varastojen kasvusta pääomahyödykesektorilla, jonka uusien tilausten kertymä supistuu nopeasti ja vireillä oleva liiketoiminta ja kapasiteetin käyttöaste taantuvat pandemiaan liittyneiden häiriöiden kohottamilta tasoiltaan. EKP:n tuoreimman euroalueen yritysten rahoituksensaantikyselyn mukaan investointirahoitusta hakevien yritysten nettomäärä on selvässä laskussa. Lisäksi Euroopan komission puolivuositaisen investointikyselyn mukaan investointien kasvattamista vuonna 2023 suunnittelevien yritysten määrä oli lokakuussa vähentynyt selvästi vuoden 2022 tasolta, vaikka myös vuoden 2022 laajennussuunnitelmia oli vähennetty huhtikuun kyselyyn verrattuna. Kyselyn mukaan rahoitukseen liittyvät tekijät ovat toistaiseksi vain toissijaisessa asemassa investointipäätöksiä tehtäessä, mutta niiden odotetaan nousevan suuremmiksi rajoitteiksi vuonna 2023. Samaan aikaan S&P:n marraskuun globaalien yritysparometrin mukaan kannattavuuden odotettiin heikkenevän tuntuvasti vuonna 2023 panoskustannusten kasvettua jyrkästi ja investointi-indikaattorin pudottua alimmilleen kymmeneen vuoteen (jos vuoden 2020 poikkeustilannetta ei oteta huomioon).⁴ Yritysten investointien voi odottaa elpyvän positiiviseen kasvuun, kun energiamarkkinat tasapainottuvat, tarjontakapeikat purkautuvat edelleen ja epävarmuus hellittää. Samaan aikaan Next Generation EU (NGEU) -ohjelmasta jaettavat uudet rahoitusosuudet saattavat saada investoinnit jopa vahvasti ruuhkautumaan tulevilla vuosineljänneksillä.

Asuinrakennusinvestoinnit vähenivät vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, ja ne todennäköisesti supistuvat edelleen lyhyellä aikavälillä.

Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat kolmannella neljänneksellä 0,7 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat supistuneet hieman enemmän eli 0,8 %. Euroopan komission rakennustuotannon kehitystä kolmena edellisenä kuukautena kuvaava indikaattori heikkeni keskimääräisesti edelleen loka- ja marraskuussa kolmannen neljänneksen keskiarvoon verrattuna, ja asuinrakentamisen PMI-indeksi vajosi syvemmälle negatiivisen kasvun alueelle. Euroopan komission neljännesvuotuisen yritysten suhdannekyselyn mukaan rakentajien tilauskirjat näyttävät lokakuuhun ulottuvien tietojen valossa edelleen varsin täysiltä. Tämän voi olettaa tukevan rakennustuotantoa lähikuukausina erityisesti, kun tarjontarajoitteet ovat samaan aikaan asteittain poistumassa. Komission kuukausittainen kysely rakennusalan tuotantoa rajoittavista tekijöistä osoitti marraskuussa materiaali- ja/tai laitepulasta raportoivien yritysten määrän vähentyneen edelleen, kun taas useat yritykset viittasivat edelleen työvoimapulaan. Marraskuussa aiempaa useampi yritysjohtaja kuitenkin viittasi riittämättömään kysyntään rakentamisen rajoitteena, mikä kertoo kysynnän heikentymisestä. Tämä näkyi myös kotitalouksien lyhyen aikavälin asunnon remontointi-, osto- tai rakentamisaikojen heikkenemisenä edelleen viimeisellä neljänneksellä sekä PMI-ostopäällikkökyselyn rakennusalan uusien

⁴ Euroopan investointipankin vuoden 2022 kyselytutkimuksessa 82 % yrityksistä ilmoitti energiakustannukset merkittäväksi pitkän aikavälin investointien rajoitteeksi kesällä 2022.

tilausten alaindeksin heikkona tasona. Kysynnän heikentymisen taustalla rahoitusolot ovat heikentyneet merkittävästi, epävarmuus on voimistunut ja rakennuskustannukset ovat kasvaneet tuntuvasti, minkä voi odottaa heikentävän asuinrakennusinvestointeja vastaisuudessakin.

Ulkomaankaupan vaikutus BKT:n kasvuun oli negatiivinen vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, ja euroalueen vienti näyttää jatkuvan heikkona maailmantalouden kasvun hiipuesssa edelleen.

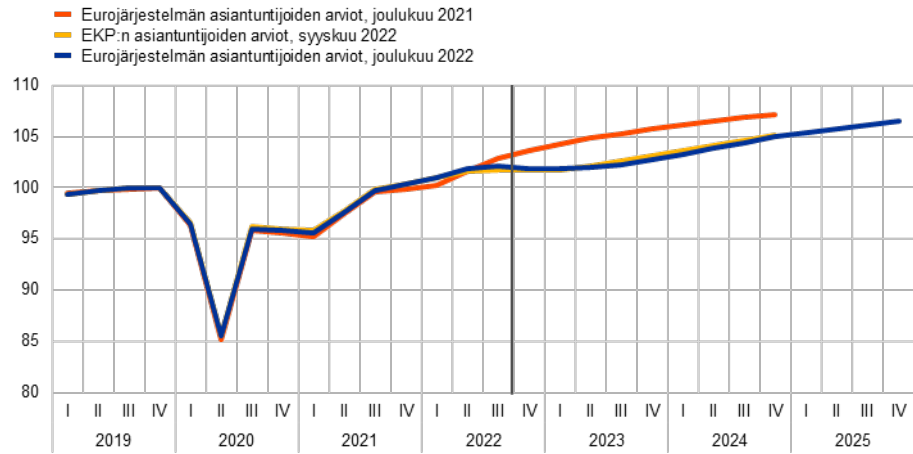
Vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä tavaroiden ja palvelujen viennin määrä kasvoi 1,7 % edellisestä neljänneksestä. Tuonnin määrä kasvoi peräti 4,3 % edellisestä neljänneksestä, mikä liittyi pääasiassa Irlannin palvelutuontiin. Tämän seurauksena nettoviennin vaikutus BKT:n määrän kasvuun oli negatiivinen (-1,1 prosenttiyksikköä). Kuukausittaiset tiedot osoittavat, että tavaroiden tuonti euroalueen ulkopuolelta supistui syyskuussa 2 % ensimmäistä kertaa sitten tammikuun 2022, kun taas vienti kasvoi 1,6 %, minkä myötä tavara- ja palvelukaupan kauppataaseen alijäämä kaventui 37,7 miljardiin euroon elokuun huippulukemista. Samaan aikaan euroalueen tuontihinnat laskivat energian hinnanlaskun myötä ja vientihinnat nousivat, jolloin euroalueen ulkomaankaupan vaihtosuhteindeksi parani syyskuussa. Euroalueen viennin kasvun perustekijät pysyvät vaimeina, kun globaali kysyntä heikkenee. Lyhyen aikavälin näkymät viittaavat euroalueen tavaroiden ulkomaankaupan heikkouden jatkumiseen, sillä vientitilauksia koskevat indikaattorit, kuten PMI-ostopääallikköindeksi, pysyivät marraskuussa negatiivista kasvua osoittavissa lukemissa. Matkailuun liittyvät ennakoivat indikaattorit viittaavat myös palvelujen ulkomaankaupan vaimenemiseen lähikuukausina.

Hieman pidemmän aikavälin näkyimiin liittyy edelleen runsaasti epävarmuutta, mutta euroalueen talouskasvun odotetaan alkavan elpyä vuoden 2023 puolivälistä nykyisten haasteiden väistyessä.

Kasvun odotetaan jatkuvan vaisuna vuonna 2023 mutta vahvistuvan sen jälkeen kasvua haittaavien tekijöiden poistuessa asteittain. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioissa euroalueen BKT:n vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 3,4 % vuonna 2022 ja 0,5 % vuonna 2023 sekä 1,9 % vuonna 2024 ja 1,8 % vuonna 2025, kun arviointijaksoon on tehty vuotuinen pidennys (kuvio 7). EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioihin verrattuna talouskasvuarviota on nostettu vuodelle 2022 – osittain kesän aikana julkistettujen odotettua parempien taloustilastojen myötä – ja laskettu vuodelle 2023; vuoden 2024 näkymät ovat ennallaan. Tämänhetkisten arvioiden mukaan BKT:n kasvun odotetaan pysyvän heikompana kuin (ennen sotaa) joulukuussa 2021 ennakoitiin. Uusimpiin arvioihin sisältyy lievä BKT:n supistuminen vuodenvaihteen tuntumassa ja kasvun palautuminen positiiviseksi vuoden 2023 puolivälistä lähtien.

Kuvio 7 Euroalueen BKT

(indeksi: IV/2019 = 100, kausivaihtelusta puhdistetut ja työpäiväkorjatut neljännesvuotuiset tiedot)



Lähteet: Eurostat ja euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2022).
Huom. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arviointijakson alku on merkitty pystyviivalla.

3 Hinnat ja kustannukset

Euroalueen inflaatio hidastui marraskuussa pika-arvion mukaan 10,0 prosenttiin pääasiassa energian inflaation hidastumisen myötä.⁵ Elintarvikkeiden inflaatio kuitenkin kiihtyi edelleen, ja energian sekä elintarvikkeiden inflaatio selittää edelleen suurimman osan nopeasta kokonaisinflaatiosta. Hintapaineet ovat pysyneet voimakkaina pitkälti energiakustannusten välillisten vaikutusten takia. Tarjontakapeikkojen ja pandemian jälkeisen elpymisen vaikutukset vähenivät, mutta ne vaikuttivat edelleen inflaatiota kiihdyttävästi – samoin kuin alkuvuonna tapahtunut valuuttakurssin heikkeneminen. Inflaation arvioidaan hidastuvan asteittain vuoden 2023 kuluessa sitä mukaa, kun inflaation taustatekijät helpottuvat ajan mittaan ja rahapolitiikan normalisoituminen välittyy talouteen ja hinnanasetantaan. Euroalueen talousnäkyymiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioissa euroalueen vuotuisen inflaatiovauhdin ennakoitaan olleen keskimäärin 8,4 % vuonna 2022, ja sen odotetaan hidastuvan 6,3 prosenttiin vuonna 2023 ja edelleen 3,4 prosenttiin vuonna 2024 sekä 2,3 prosenttiin vuonna 2025. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaation arvioidaan olevan 4,2 % vuonna 2023 ja 2,8 % vuonna 2024 sekä 2,4 % vuonna 2025. Useimmat pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattorit ovat tällä hetkellä kahden prosentin tuntumassa, joskin joidenkin indikaattorien nousu tavoitetason yläpuolelle antaa aiheutta jatkuvaan silmälläpitoon.

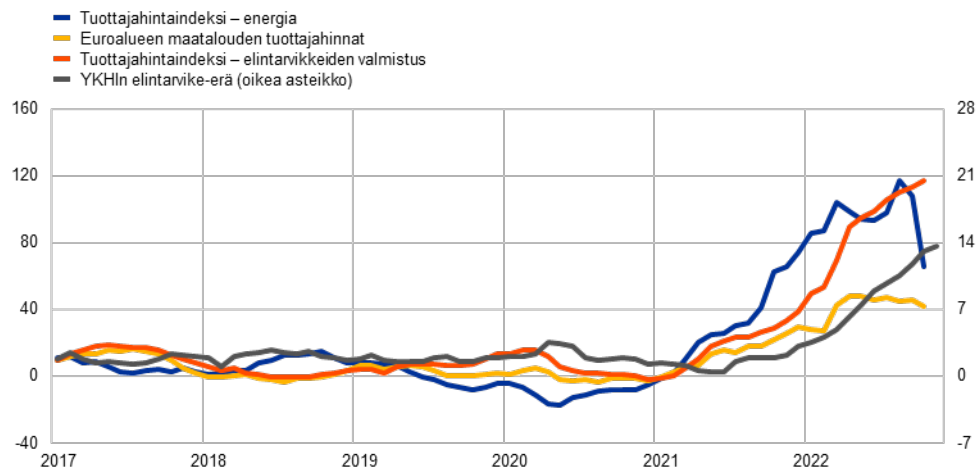
Eurostatin pika-arvion mukaan kokonaisinflaatio yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattuna hidastui marraskuussa 10,0 prosenttiin lokakuun 10,6 prosentista. Keskeisin YKHI-erä inflaation marraskuisen hidastumisen taustalla oli energian hinnan vuotuisen kasvun voimakas hidastuminen (34,9 % marraskuussa, vrt. 41,5 % lokakuussa). Energian hintaan liittyvä voimakas negatiivinen vertailuajankohdan vaikutus ja jyrkkä kuukausitason lasku johtivat marraskuussa energian vuotuisen inflaatiovauhdin hidastumiseen edellisestä. Energiatuotteiden hinnan laskussa näkyy osaltaan myös raakaöljyn hinnan sekä jalostus- ja jakelumarginaalien ja kaasun tukkuhinnan elokuussa alkaneen laskun välittyminen. Sitä vastoin YKHIn elintarvike-erän inflaatio kiihtyi edelleen marraskuussa 13,6 prosenttiin lokakuun 13,1 prosentista. Tämä johtui jalostettujen elintarvikkeiden hintojen vuotuisen nousuvauhdin kiihtymisestä edelleen, kun taas jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen nousu hidastui. Kertyneet hinnannousupaineet vaikuttivat edelleen elintarvikkeisiin, joskin kesän kuivuuden vaikutus jalostamattomien elintarvikkeiden erään on vähentynyt ja energian tuottajahintojen nousu on hidastunut (kuvio 8).

⁵ Ks. myös inflaatiodynamiikan yksityiskohtainen käsittely blogikirjoituksessa "[Inflation Diagnostics](#)".

Kuvio 8

Energian ja elintarvikkeiden tuotantopanosten kustannuspaine

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: Eurostat.

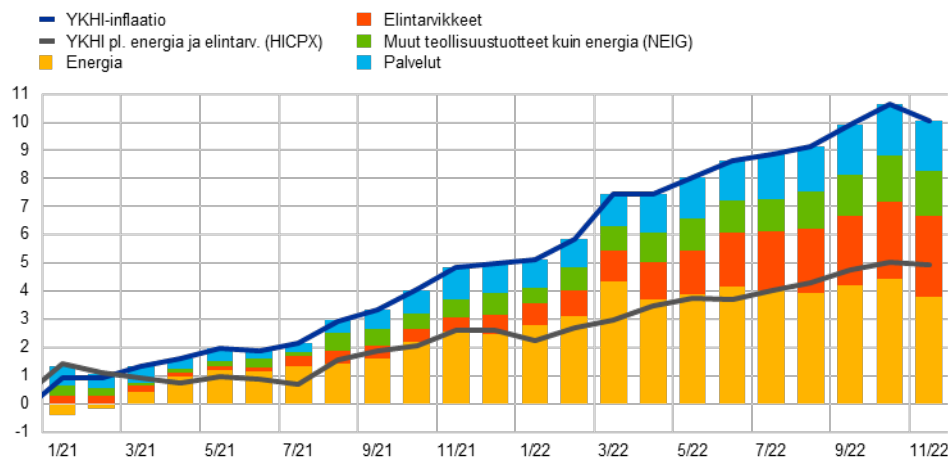
Huom. YKHI tarkoittaa yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. Tuoreimmat havainnot YKHI:n elintarvike-erän inflaatiosta ovat marraskuulta 2022 (pika-arvio) ja muista YKHI-eristä lokakuulta 2022.

YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) pysyi marraskuussa pika-arvion mukaan ennallaan 5,0 prosentissa. Muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian (NEIG) hintojen vuotuinen nousuvauhti pysyi aiemmalla tasollaan, kun taas palvelujen inflaatio hidastui marraskuussa (kuvio 9). Tuotantopanosten kallistuminen energiatuotteiden hintojen voimakkaan nousun takia pysyi keskeisenä taustatekijänä, vaikka tilanteen helpottamisesta saatiin joitakin merkkejä. Muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatio vakaantui marraskuussa 6,1 prosenttiin. Sen keskeisimpiä taustatekijöitä olivat tarjontakapeikkojen ja kasvaneiden energiakustannusten vuoksi tuotantoketjun loppupäähän kertyneet hintapaineet. Palvelujen inflaatio hidastui jonkin verran, ja se oli marraskuussa 4,2 % (lokakuussa 4,3 %), jolloin palvelujen hinnat laskivat edellisluokasta, joskaan eivät yhtä selvästi kuin marraskuussa yleensä. Marraskuun muutos johtui todennäköisesti välillisesti energiatuotteiden hintojen ja elintarvikkeiden tuottajahintojen noususta (keskeinen ravintolapalvelujen tuotantokustannus).

Kuvio 9

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. YKHI tarkoittaa yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. HICPX tarkoittaa ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettua YKHIä. NEIG tarkoittaa muita teollisuustuotteita kuin energiaa. Tuoreimmat havainnot marraskuulta 2022 (pika-arviot).

Pohjaininflaatiomittarit ovat edelleen kohonneilla tasoilla (kuvio 10), joskin niiden nousun tasoittumisesta on merkkejä (kuvio 10).⁶ Tämä johtui laaja-

alaisista hintapaineista yhä useammilla sektoreilla ja yhä useammassa YKHI-erissä osittain koko euroaluetta koskevan energiakustannusten kasvun takia. Tiettyjen inflaatioerien poissulkemiseen perustuvista moninaisista inflaatioindikaattoreista useimmat nousivat. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio (HICPX) pysyi marraskuussa ennallaan 5,0 prosentissa. Muita pohjaininflaatioindikaattoreita koskevat tiedot ulottuvat vain lokakuuhun. Ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien sekä vaatteiden ja jalkineiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio (HICPXX) kiihtyi lokakuussa 4,7 prosenttiin (edelliskuun 4,4 prosentista). Superpohjaininflaatio, joka koostuu syklisistä YKHIn eristä, kiihtyi lokakuussa 5,7 prosenttiin edelliskuun 5,5 prosentista, kun taas mallipohjainen inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) nousi lokakuussa 5,8 prosenttiin edelliskuun 5,7 prosentista. Kuukausittaiset PCCI:n kasvuvauhdit pysyivät jokseenkin entisellään. PCCI:n pitkään korkeana pysynyt kuukausitaso kuitenkin viittasi siihen, että pohjaininflaatioon kohdistui lokakuussa edelleen nousupainetta. Myös kotimaisen inflaation indikaattori, joka edustaa alhaisemman tuontisisällön YKHI-eriä, nousi edelleen.⁷ On yhä epäselvää, kuinka pitkäaikaisesti nämä eri mittarit ja indikaattorit pysyvät koholla. Pohjaininflaation kiihtymisen voidaan katsoa johtuvan suurelta osin energian ja elintarvikkeiden voimakkaan kallistumisen epäsuorista vaikutuksista sekä kysynnän ja tarjonnan suhteen poikkeuksellisesta epätasapainosta, joka liittyy pandemiaan ja Venäjän hyökkäyssotaan Ukrainassa.

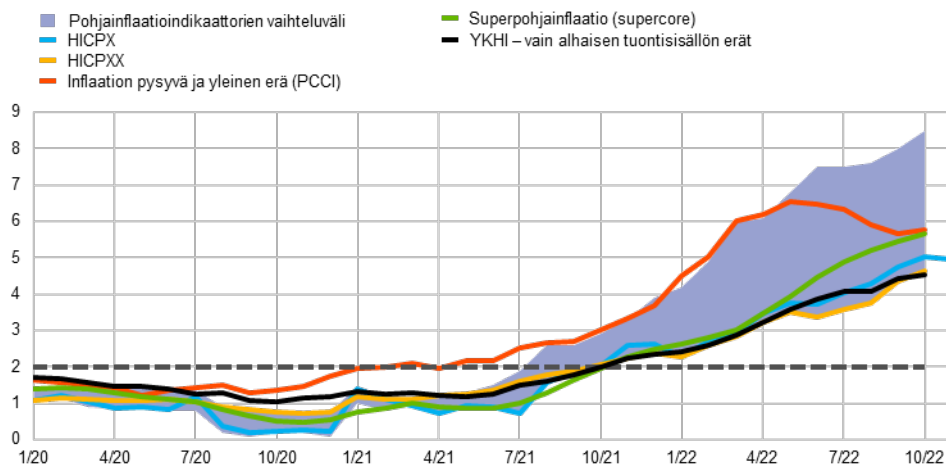
⁶ Ks. pohjaininflaatiomittarien yksityiskohtainen käsittely blogikirjoituksesta "Inflation Diagnostics".

⁷ Ks. *Talouskatsaus* 4/2022 kehikko "Uusi indikaattori euroalueen kotimaiselle inflaatiolle".

Kuvio 10

Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Pohjaininflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; HICPX; HICPXX; YKHIn keskitetty keskiarvo (10 %); YKHIn keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHIn painotettu mediaani. YKHI tarkoittaa yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. HICPX tarkoittaa ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettua YKHIä. HICPXX tarkoittaa ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja laskettua YKHIä. PCCI tarkoittaa inflaation pysyvää ja yleistä erää (Persistent and Common Component of Inflation). Tuoreimmat havainnot HICPX-inflaatiosta ovat marraskuulta 2022 (pika-arvio) ja muista eristä lokakuulta 2022.

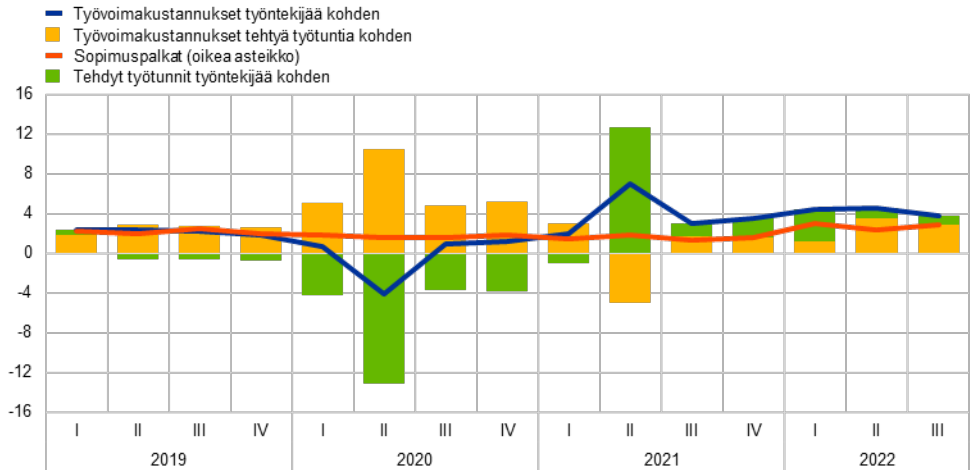
Sopimuspalkkojen kasvu viittasi palkkapaineiden vahvistumiseen, kun taas työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu hidastui mutta osoitti edelleen pandemiaan liittyviä vääristymiä (kuvio 11). Sopimuspalkkojen nousuvauhti kiihtyi vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä 2,9 prosenttiin edellisen neljänneksen 2,5 prosentista. Tämä kuvastaa palkkojen kasvavaa merkitystä inflaation taustatekijänä sekä muodollisten inflaatiokorotusten kautta että muutoinkin. Lisäksi siinä näkyy kertaluonteisten maksujen vaikutusta. Esimerkiksi Saksassa sopimuspalkkojen kasvu hidastui vuoden toisella neljänneksellä heijastellen vertailuajankohdan vaikutusta vuodentakaisten pandemiaan liittyneiden kertaluonteisten maksujen takia. Kolmannella neljänneksellä sopimuspalkkojen kasvu taas kiihtyi inflaation kompensoimiseksi maksettujen kertapalkkioiden takia. Tuoreimmat tiedot vuoden 2022 alun jälkeen solmituista työehtosopimuksista viittaavat palkkakehityksen vahvistumiseen edelleen. Toteutunut palkkakehitys työntekijää kohden lasketuilla työvoimakustannuksilla mitattuna hidastui vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä 3,9 prosenttiin edellisen neljänneksen 4,6 prosentista. Tämä johtui osittain vuotuisiin kasvuvauhteihin liittyvistä vertailuajankohdan vaikutuksista, sillä neljännesvuotuinen kasvu kuitenkin kiihtyi kolmannella neljänneksellä 1,1 prosenttiin edellisen neljänneksen 0,8 prosentista. Tehtyä työtuntia kohden laskettujen työvoimakorvausten vuotuinen kasvuvauhti puolestaan hidastui 2,9 prosenttiin edellisen neljänneksen 3,6 prosentista. Sekä tehtyä työtuntia että työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui kolmannella vuosineljänneksellä, kun taas tehdyt työtunnit työntekijää kohden pysyivät samalla tasolla verrattuna edelliseen neljännekseen.

Palkkojen kasvun indikaattorit puolestaan heijastelivat edelleen jossain määrin pandemiaan liittyneitä vääristymiä, joskin aiempaa vähemmän.⁸

Kuvio 11

Työvoimakustannukset työntekijää ja työntuntia kohden

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2022 kolmannelta neljännekseltä.

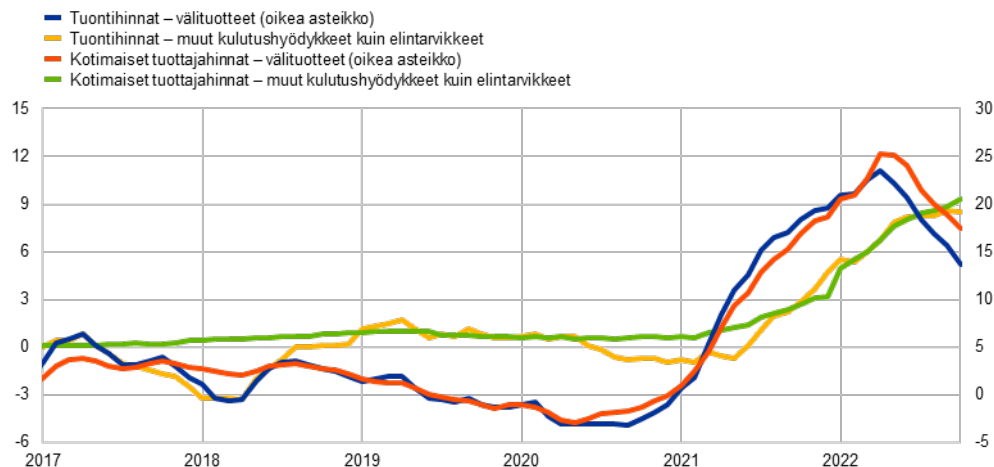
Tavaroiden inflaation tuotantoketjun hintapaineet jatkuvat voimakkaina, joskin niiden helpottumisesta on ensimmäisiä merkkejä näkyvissä (kuvio 12). Muiden teollisuustuotteiden kuin energian (NEIG) kuukausitason inflaatio oli marraskuussa tavanomaista nopeampaa mutta edellisiin kuukausiin verrattuna maltillisempaa. Tämä saattaa olla merkki siitä, että tarjontakapeikkoihin ja korkeisiin energiatuotteiden hintoihin liittyvä inflaatiopaine olisi alkanut hellittää. Lokakuun tilastojen mukaan hinnoitteluketjun paineet olivat edelleen voimakkaat, erityisesti ketjun loppupäässä. Muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimaisten tuottajahintojen vuotuinen nousuvauhti kiihtyi edelleen marraskuussa 9,0 prosenttiin edelliskuun 8,9 prosentista. Välituotteiden tuontihintojen vuotuinen nousuvauhti hidastui samalla jaksolla 15,7 prosentista 13,6 prosenttiin ja kotimaisten tuottajahintojen vastaavasti 18,9 prosentista 17,4 prosenttiin. Nousun hidastumisesta huolimatta välituotteiden inflaatiiovauhti (sekä tuonti- että kotimaiset tuottajahinnat) oli kuitenkin reilut 10,0 % eli selvästi muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian (NEIG) inflaatiota korkeampi. Myös tuotujen muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuottajahintainflaatio hidastui lokakuussa 8,5 prosenttiin edelliskuun 8,6 prosentista, minkä myötä maaliskuusta 2022 jatkunut yhtämittainen nousu päättyi.

⁸ Ks. lisätietoja näistä vääristymistä ja palkkojen kehityksestä pandemian alusta lähtien tämän *Talouskatsauksen* artikkelista ”[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)” sekä kehikosta 4 ”Palkkojen kehitys euroalueen maissa pandemian alusta”.

Kuvio 12

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2022.

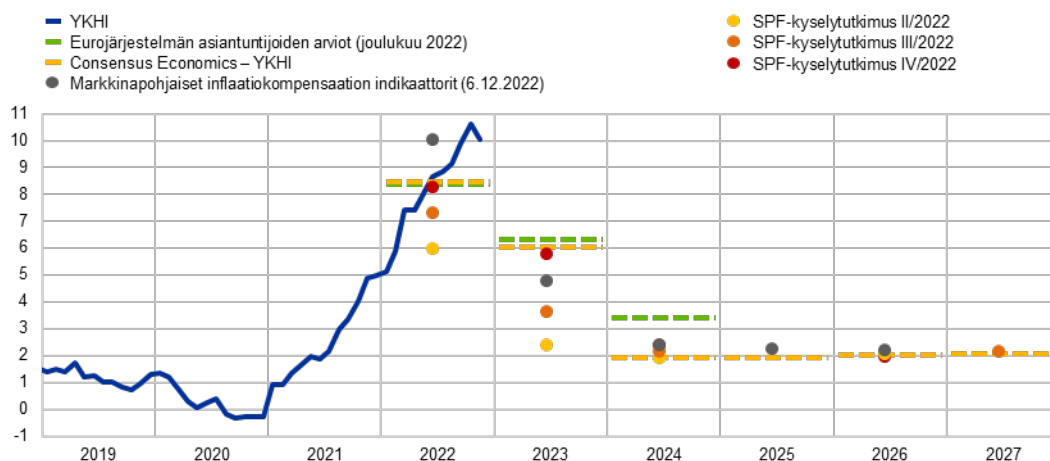
Kyselytutkimusten ja markkinapohjaisten indikaattorien mukaan analyttikot odottavat inflaation kääntyvän pian laskuun, ja pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet EKP:n 2 prosentin tavoitteen tasolla. Eräiden indikaattorien nousu tavoitteen yläpuolelle merkitsee kuitenkin, että kehitystä on pidettävä tiiviisti silmällä (kuvio 13). Consensus Economicsin tuoreimman kyselytutkimuksen mukaan vuoden 2023 inflaatio-odotukset nousivat

0,3 prosenttiyksikköä 6,0 prosenttiin. Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset vuodelle 2026 pysyvät EKP:n Survey of Monetary Analysts -kyselytutkimuksen mukaan ennallaan 2,0 prosentissa, mikä on sopusoinnussa suhteessa lokakuusiin odotuksiin ja muihin viimeaikaisiin kyselytutkimuksiin (vuoden 2027 inflaatio-odotus on 2,2 % EKP:n Survey of Professional Forecasters -tutkimuksen mukaan sekä 2,1 % lokakuun Consensus Economicsin kyselyn mukaan). Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit (jotka perustuvat YKHI-inflaatioon pl. tupakka) viittasivat 6.12. euroalueen inflaation huipentumiseen noin 10,0 prosentissa vuonna 2022 ja sen hidastumiseen 5,0 prosenttiin vuonna 2023 ja lopulta 2,0 prosenttiin vuoden 2024 mitta. Pidemmän aikavälin inflaatiokompensaation mittarit nousivat, joskin vain vähän, ja 6.12. viiden vuoden inflaatioidonnainen swapkorko viiden vuoden päästä oli 2,34 %. On kuitenkin tärkeää huomata, etteivät inflaatiokompensaation markkinapohjaiset mittarit kuvasta markkinaosapuolten varsinaisia inflaatio-odotuksia, vaan niihin sisältyy myös inflaation epävarmuutta kompensoiva inflaatoriskipreemio. Samaan aikaan kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattorit, jotka eivät sisällä inflaatoriskipreemiota, ovat pysyneet verrattain vakaina. Niiden suhteellinen vakaus viittaa siihen, että pitkän aikavälin markkinapohjaisten mittarien viimeaikainen heilahtelu johtuukin pääasiassa inflaatoriskipreemion muutoksista.

Kuvio 13

Inflaatio-odotuksia kuvaavat kyselyindikaattorit ja markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, *Survey of Professional Forecasters* -kyselytutkimus (2022), *Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot* (joulukuu 2022) ja EKP:n laskelmat.

Huom. YKHI tarkoittaa yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. SPF tarkoittaa ennustelaitosten *Survey of Professional Forecasters* -kyselytutkimusta. Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten indikaattorien aikasarja perustuu toteutuneeseen vuotuisen inflaatiovauhtiin sekä eteenpäin katsovaan vuotuisen inflaatiovauhtiin yhden, kahden, kolmen ja neljän vuoden päästä. Tuorein havainto YKHI:stä on marraskuulta 2022 (pika-arvio). Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot perustuvat 30.11.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin. Consensus Economicsin pitkän aikavälin ennusteet vuosille 2024, 2025, 2026 ja 2027 on laadittu lokakuussa 2022 käytettävissä olleiden tietojen perusteella sekä vuosille 2022 ja 2023 marraskuussa 2022 käytettävissä olleiden tietojen perusteella. Tuoreimmat havainnot markkinapohjaisista inflaatiokompensaation indikaattoreista on pöimittu 6.12.2022. Vuoden 2022 viimeisen neljänneksen *Survey of Professional Forecasters* -kysely suoritettiin lokakuussa.

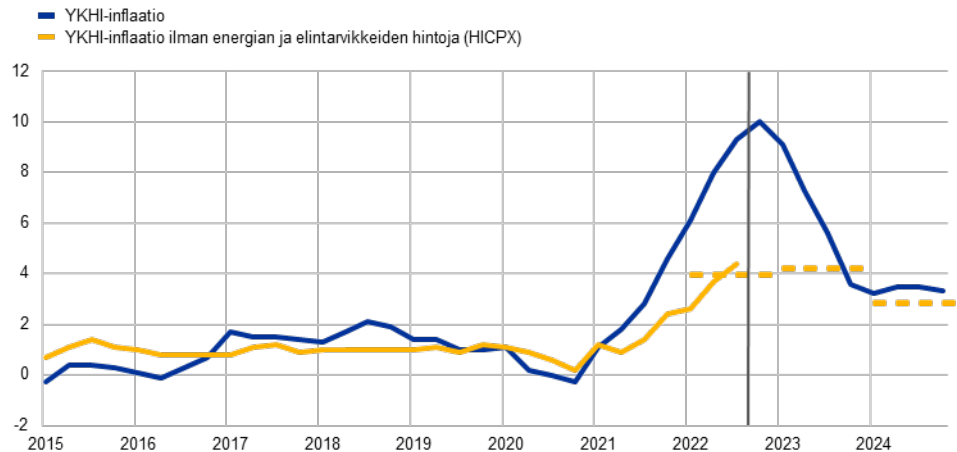
Euroalueen talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioissa kokonaisinflaation ennakoitaan jatkuvan lyhyellä aikavälillä nopeana. Arvioitu keskimääräinen inflaatiovauhti on 8,4 % vuonna 2022, minkä jälkeen se hidastuu 6,3 prosenttiin vuonna 2023 ja edelleen 3,4 prosenttiin vuonna 2024 sekä 2,3 prosenttiin vuonna 2025 (kuvio 14). YKHI-

kokonaisinflaation odotetaan jatkuvan erittäin nopeana vuoden 2022 lopussa ja vuoden 2023 alussa, kun raaka-aineiden hintojen taannoiseen nousuun liittyvät tuotantoketjun hintapaineet, euron heikentyminen, tarjontakapeikat ja työmarkkinoiden kireys välittyvät kuluttajahintoihin. Inflaation odotetaan kuitenkin hidastuvan keskimäärin 8,4 prosentista vuonna 2022 keskimäärin 6,3 prosenttiin vuonna 2023 ja 10 prosentista vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä 3,6 prosenttiin vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä. Sen jälkeen inflaation odotetaan hidastuvan edelleen 3,4 prosenttiin vuonna 2024 ja 2,3 prosenttiin vuonna 2025. Inflaation odotettu hidastuminen johtuu pääasiassa energiaan liittyvistä voimakkaan negatiivisista vertailuajankohdan vaikutuksista vuonna 2023, rahapolitiikan asteittaisesta normalisoitumisesta ja kasvunäkymien heikkenemisestä, energian ja elintarvikehyödykkeiden hintojen odotetusta laskusta futuurihintojen mukaisesti sekä oletuksesta, että pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset pysyvät tavoitteen mukaisina. Kokonaisinflaation odotetaan pysyvän EKP:n 2,0 prosentin tavoitetta nopeampana vuoden 2025 puoliväliin saakka ja ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun pohjainflaation 2 prosentin yläpuolella koko arviointijakson ajan. Energiakustannusten nousu vaikuttaa näet muiden tuotteiden hintoihin viiveellä, ja myös euron viimeaikainen heikkeneminen ja vahva työmarkkinatilanne vaikuttavat inflaatioon. Inflaation vaikutus näkyy jonkin verran palkkakehityksessä, eli palkkojen

odotetaan nousevan tavallista nopeammin. Kokonaisinflaatiovauhti on nyt arvioitu huomattavasti nopeammaksi kuin syyskuisissa arvioissa: ero edelliseen arvioon on 0,3 prosenttiyksikköä vuonna 2022 ja 0,8 prosenttiyksikköä vuonna 2023 sekä 1,1 prosenttiyksikköä vuonna 2024. Taustalla ovat viimeaikainen ennakoimaton kehitys, tuotantoketjun hintapaineiden sekä niiden välittymisen voimakkuuden ja sitkeyden uudelleenarviointi, palkkojen nousun vahvistuminen sekä elintarvikehyödykkeiden kallistuminen, joiden vaikutus on tuntuvampi kuin öljyn, kaasun ja sähkön hintaa koskevien oletusten vaimenemisen, tarjontakapeikkojen odotettua nopeamman avautumisen sekä euron viimeaikaisen vahvistumisen ja kasvunäkymien heikkenemisen vaikutus. Myös energian kallistumisen ja inflaation kiihtymisen takia toteutettavilla tukitoimilla on keskeinen vaikutus inflaationäkymiin arviointijaksolla. Niiden arvioidaan heikentäneen YKHI-kokonaisinflaatiota 1,1 prosenttiyksikköä vuonna 2022 ja hidastavan sitä vielä 0,5 prosenttiyksikköä vuonna 2023. Myöhemmin tukitoimien päättymisen odotetaan kuitenkin aiheuttavan merkittävää inflaation nousupainetta. Tämä vaikutus olisi 0,7 prosenttiyksikköä vuonna 2024 ja 0,4 prosenttiyksikköä vuonna 2025.⁹

Kuvio 14
Euroalueen YKHI- ja HICPX-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2022). Huom. YKHI tarkoittaa yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. HICPX tarkoittaa ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettua YKHIä. Pystysuora viiva osoittaa arviointijakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2022 toiselta neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja vuoden 2024 viimeiseltä neljännekseltä (arviot). Kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 30.11.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin. Toteutunutta YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot ovat neljännesvuotuisia. YKHI-ennuste on neljännesvuotuinen ja HICPX-ennuste vuotuinen.

⁹ Ks. myös Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2022).

4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

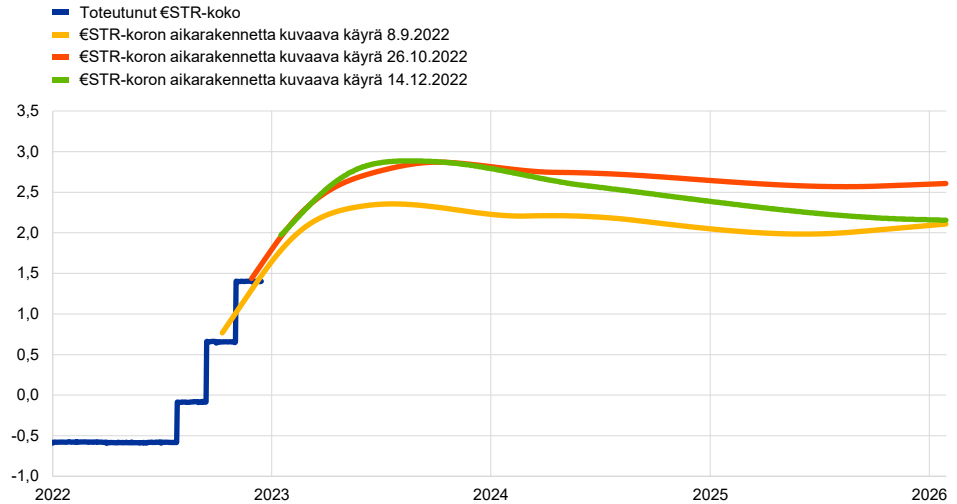
Tarkastelujaksolla (8.9.–14.12.2022) rahoitusmarkkinoihin vaikuttivat odotukset rahapolitiikan aiempia odotuksia nopeammasta ja voimakkaammasta kiristymisestä euroalueella. Euroalueen lyhyet riskittömät korot nousivat tarkastelujaksolla huomattavasti, kun taas pitkät korot nousivat vain hieman markkinoiden voimakkaasta heilahtelusta huolimatta. Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot kasvoivat enimmäkseen samaan tahtiin riskittömien korkojen kanssa, ja tuottoerot lähenivät toisiaan. Riskittömien korkojen noususta huolimatta ja Yhdysvaltain kehityksestä poiketen euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoero supistui ja osakehinnat nousivat, ja aivan erityisesti nousivat pankkien osakekurssit. Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui yleisesti.

Tarkastelujakson aikana euroalueen lyhyet riskittömät korot nousivat markkinaosapuolten ennakoidessa rahapolitiikan nopeampaa ja voimakkaampaa kiristymistä, minkä seurauksena €STR-koron aikarakennetta kuvaava käyrä vakautui lyhyimmissä maturiteeteissa ja kääntyi pidemmissä maturiteeteissa selvästi laskevaksi. Euromääräisten markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) mukaili tarkasti EKP:n talletuskorkoa, jota EKP:n neuvosto nosti 0,00 prosentista 0,75 prosenttiin syyskuun rahapolitiikkakokouksessaan ja sen jälkeen vielä 0,75 prosenttiyksikköä 1,50 prosenttiin lokakuun kokouksessaan. €STR-korko oli tarkastelujakson alkupuolella eli syyskuun alussa keskimäärin noin -0,085 prosenttiyksikköä ja marraskuun alusta lähtien noin 1,40 prosenttiyksikköä. €STR-viitekorkoon perustuvien yön yli -indeksiswapkorkojen (OIS-korkojen) aikarakennetta kuvaava käyrä jyrkkeni huomattavasti lyhyiden korkojen kohdalla kummankin koronnoston jälkeen, ja tarkastelujakson lopussa se osoitti markkinaosapuolten odottavan vielä noin 0,80 prosenttiyksikön suuruisia koronnostoja vuoden 2023 aikana ja korkeimmillaan noin 2,8 prosentin korkotasoa kyseisen vuoden kolmannen neljänneksen alkupuolella. Lisäksi aikarakennetta kuvaava käyrä kääntyi tarkastelujakson päätteeksi selvästi laskevaksi hyvin lyhyttä aikaväliä lukuun ottamatta, mikä osoittaa markkinaosapuolten odottavan noin kolmea koronlaskua vuosina 2024 ja 2025.

Kuvio 15

€STR-termiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

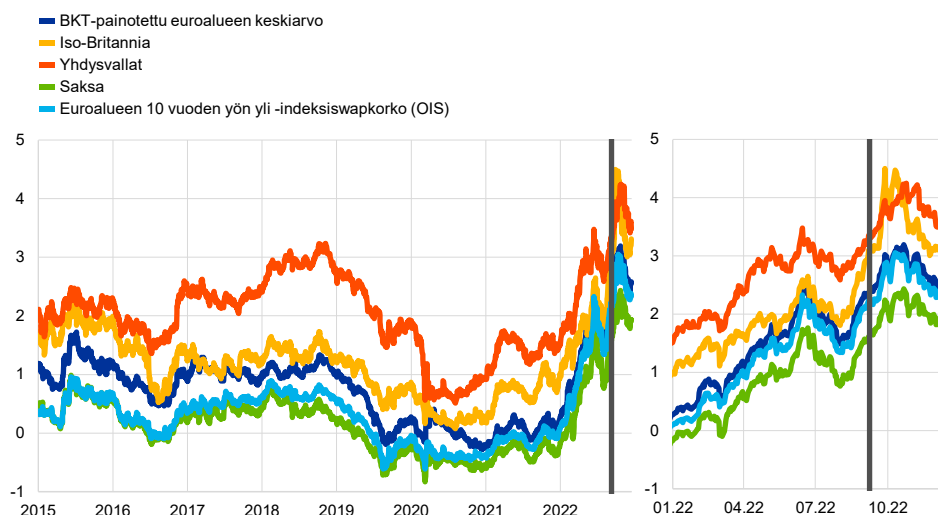
Huom. Aikarakennetta kuvaava käyrä on estimoitu €STR-viitekorkoon perustuvien OIS-spotkorkojen perusteella.

Pitkien joukkolainojen tuotot nousivat tarkastelujakson alussa, kun markkinaosapuolten rahapolitiikan kehitystä koskevat odotukset muuttuivat, ja palasivat sen jälkeen lähemmäs syyskuista tasoa. Yhdysvalloissa nähtiin samantapainen kehityskulku (kuvio 16). Tarkastelujakson aikana pitkät riskittömät korot heilahtelivat ja reagoivat voimakkaasti makrotalouden uutisiin. Aluksi ne jatkoivat nousuaan odotettua nopeamman inflaation vuoksi ja laskivat sitten takaisin kohti syyskuun alussa vallinnutta tasoa. Esimerkiksi euroalueen 10 vuoden riskitön korko – mitattuna OIS-korolla – nousi tilapäisesti noin 0,80 prosenttiyksikköä noin 3 prosenttiin. Tarkastelujakson päätteeksi se laski takaisin 2,3 prosenttiin, kun markkinaosapuolet arvelivat, että koronnostot Yhdysvalloissa ja euroalueella saattavat hidastua ja rahapolitiikan suunta kääntyä odotettua nopeammin. Tämän jälkeen tuotot laskivat maailmanlaajuisesti. Yleisesti maailman joukkolainatuotot kasvoivat tarkastelujakson loppupuolella hieman voimakkaasta vaihtelusta huolimatta. Yhdysvalloissa 10 vuoden joukkolainojen tuotot nousivat 0,16 prosenttiyksikköä 3,48 prosenttiin ja Isossa-Britanniassa 0,15 prosenttiyksikköä 3,31 prosenttiin. Saksassa vastaavat luvut olivat 0,22 prosenttiyksikköä ja 1,94 %.

Kuvio 16

Valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuotot ja €STR-viitekorkoon perustuva 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko (OIS)

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 8.9.2022. Tuoreimmat havainnot 14.12.2022.

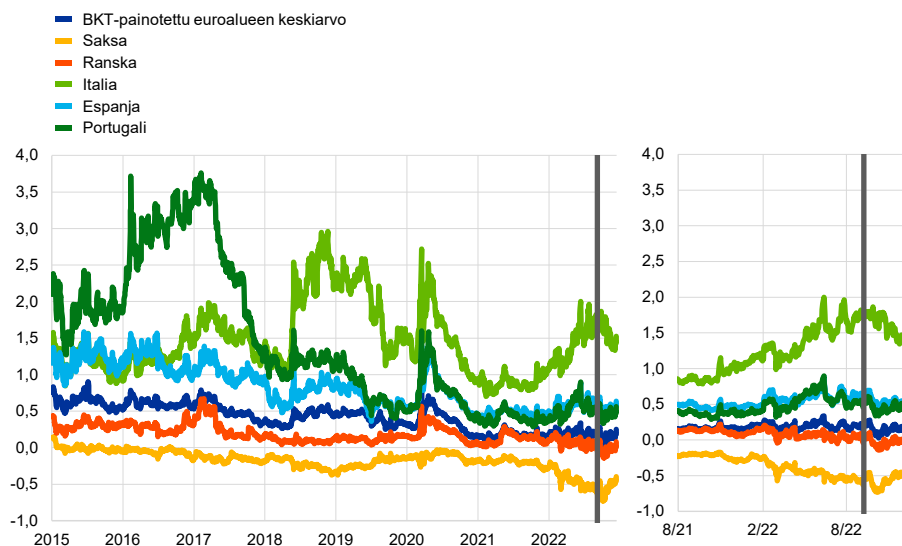
Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot kasvoivat tarkastelujaksolla enimmäkseen samaan tahtiin riskittömien korkojen kanssa, ja tuottoerot lähenivät toisiaan (kuvio 17).

Vaikka pitkät riskittömät korot heilahtelivat huomattavasti tarkastelujakson aikana, euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotetun keskiarvon ja OIS-korkojen tuottoero pysyi kaiken kaikkiaan jokseenkin ennallaan ja oli tarkastelujakson päätteeksi 0,07 prosenttiyksikköä suurempi kuin syyskuun alussa. Tuottoeron kehityksessä oli maakohtaisia eroja, ja joidenkin valtioiden joukkolainojen tuottoerot kapenivat. Esimerkiksi Italian 10 vuoden joukkolainojen tuottoero supistui 0,18 prosenttiyksikköä ja Kreikan 0,22 prosenttiyksikköä. Saksan 10 vuoden joukkolainojen negatiivinen tuottoero kaventui 0,14 prosenttiyksikköä.

Kuvio 17

Valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot 10 vuoden €STR OIS -korkoon nähden

(prosenttiyksiköitä)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 8.9.2022. Tuoreimmat havainnot 14.12.2022.

Yritysten joukkolainojen tuottoerot kapenivat tarkastelujakson aikana riskinottohalukkuuden kohennuttua. Selvimmin tämä kehitys näkyi high yield -luokassa.

Vaikka lyhyet korot olivat korkealla ja talouskasvu hidastui, yritysten joukkolainojen tuottoerot kapenivat tarkastelujakson aikana. Taustalla oli riskinottohalukkuuden lisääntyminen, kun tarjontarajoitteet vähitellen lievenivät ja ostopäällikköiden indeksit osoittivat jonkinasteista häiriönsietokykyä (ks. tämän Talouskatsauksen osat 1 ja 2). Tämä näkyi erityisesti yritysten joukkolainojen high yield -luokan tuottoeroissa, jotka supistuivat 0,35 prosenttiyksikköä. Investment grade -luokan joukkolainojen tuottoerot puolestaan supistuivat 0,19 prosenttiyksikköä.

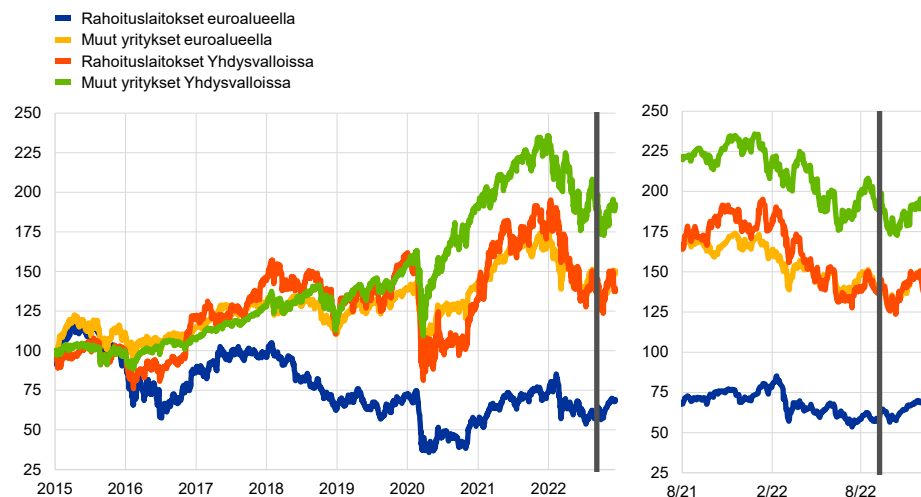
Euroopan osakemarkkinat elpyivät, ja erityisen vahvaa nousu oli euroalueen pankkien osalta.

Vaikka riskittömien korkojen nousulla olikin lievästi osakehintoja laskeva vaikutus, osakemarkkinat kuitenkin elpyivät, ja Euroopassa kurssit nousivat enemmän muuhun maailmaan ja myös Yhdysvaltoihin verrattuna. Kaiken kaikkiaan muiden kuin rahoitusalan yritysten osakekurssit nousivat euroalueella 7,7 %, kun ne Yhdysvalloissa laskivat 0,8 %. Pankkisektorilla ero oli vielä suurempi. Euroalueen pankkien osakekurssit nousivat peräti 14,2 %, kun Yhdysvalloissa nähtiin 4,0 prosentin lasku. Elpymiseen vaikutti euroalueen pankkien odotettua positiivisempi tuloskehitys kolmannella neljänneksellä sekä odotukset tulevan kehityksen vakautumisesta, kun EKP:n jo toteuttamien ja ennakoitujen ohjaukskorkeiden nostojen nähtiin tukevan pankkien korkomarginaaleja ja sitä kautta voittoja.

Kuvio 18

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 8.9.2022. Tuoreimmat havainnot 14.12.2022.

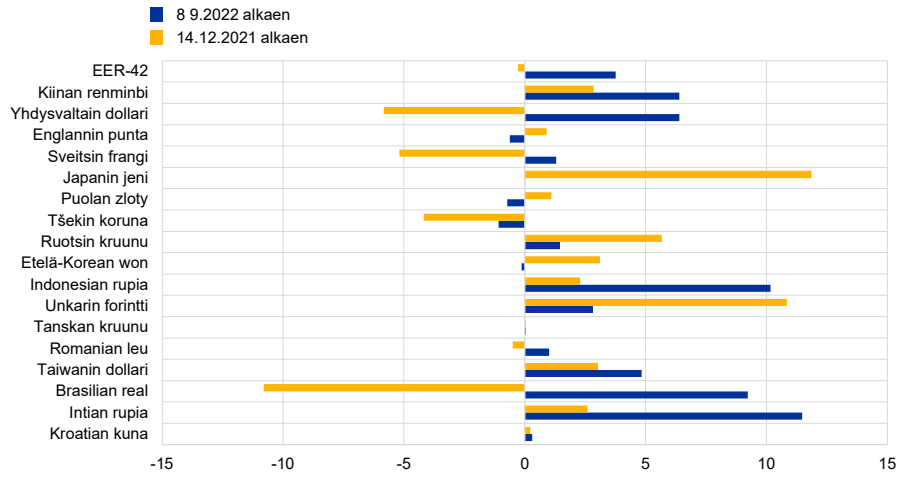
Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi vahvistui yleisesti (ks. kuvio 19).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 42 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui tarkastelujaksolla 3,8 %. Euro vahvistui Yhdysvaltain dollariin nähden huomattavasti (6,4 %). Vaikuttavana tekijänä oli spekulointi siitä, että koronnostojen tahti Yhdysvalloissa saattaisi hidastua ja rahapolitiikan suunta kääntyä odotettua aiemmin. Euro vahvistui myös useimpien kehittyneiden talouksien valuuttoihin nähden, kuten Sveitsin frangiin nähden (1,3 %). Sen sijaan Japanin jeniin nähden euron kurssi pysyi jokseenkin muuttumattomana. Lisäksi euro vahvistui useimpien nousevien markkinatalousmaiden valuuttoihin nähden, etenkin Kiinan renminbiin nähden (6,4 %). Se heikkeni hieman joihinkin Euroopan valuuttoihin nähden, kuten Englannin puntaan (0,6 %), Tšekin korunaan (1,1 %) ja Puolan zlotyyn (0,7 %) nähden, ja vahvistui edelleen Unkarin forinttiin nähden (2,8 %).

Kuvio 19

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP.

Huom. EER-42 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 42 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 14.12.2022 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

Pankkilainojen korot ovat edelleen nousseet, minkä taustalla on pankkien varainhankintakustannusten kasvu rahapolitiikan normalisoinnin jatkuessa. Pankkien luotonanto yrityksille jatkui lokakuussa vankkana, kun taas luotonanto kotitalouksille jatkoi supistumisestaan. Aikavälillä 8.9.–14.12. osakerahoituksen kustannus supistui huomattavasti ja markkinaehtoisen velan kustannus puolestaan kasvoi hieman. Yritysten rahoituksensaantia koskevan kyselyn (SAFE) lokakuun 2022 tulokset viittaavat yritysten rahoitusolojen laaja-alaiseen kiristymiseen. Samaan aikaan yritykset suhtautuivat varsin pessimistisesti useimpien ulkoisten rahoituslähteiden saatavuuteen. Rahan määrän kehitys vaimeni jälleen lokakuussa yritysten ja kotitalouksien luotonsaannin kehitystä myötäillen.

Euroalueen pankkien varainhankintakustannukset ovat kasvaneet, mikä johtuu riskittömien korkojen ja markkinakorkojen muutoksista rahapolitiikan normalisoinnin jatkuessa. Lokakuussa euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus jatkoi kasvuaan ja oli suurimmillaan sitten vuoden 2014 (kuvion 20 kohta a). Keskuspankkirahoituksen ehtojen tiukentuessa ja rahapolitiikan normalisoituessa pankkien varainhankinnan kokonaiskustannukset kasvoivat tarkastelujakson alussa, mutta supistuivat sitten taas jonkin verran, kun pankkien joukkolainojen tuotot marraskuussa pienuivat (kuvion 20 kohta b). EKP:n viimeaikaiset koronnostot välittyivät myös talletuskorkoihin. Historiallisia säännönmukaisuuksia noudattaen viimeaikaisten rahapolitiittisten toimenpiteiden välittyminen talletuksiin on ollut asteittaista, kun taas pankkien joukkolainojen tuotot ovat reagoineet nopeammin. Talletuskorko nousi lokakuussa 0,35 prosenttiin eli 0,22 prosenttiyksikköä sen tasonsa yläpuolelle, joka vallitsi ennen ensimmäistä koronnostoa heinäkuussa, ja 0,28 prosenttiyksikköä yli vuoden 2022 alun tason. Vaikka nousut ovat vielä maltillisia, niissä näkyy talletuskorkojen ja ohjauskorkojen välisten erojen vähittäinen elpyminen kohti aikaisempia, positiivisten korkojen ajanjaksoille tyypillisiä tasojaan. Kolmannen kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan (TLTRO III) ehtojen äskettäinen muutos edistää sekin pankkien varainhankintakustannusten normalisoitumista.¹⁰ Marras–joulukuussa TLTRO III:n ehtojen muutoksen jälkeen pankit nopeuttivat vapaaehtoisia takaisinmaksujaan ja vähensivät siten pankkisektorin ylimääräistä likviditeettiä. Taseiden vahvuuden osalta euroalueen pankeilla on yleisesti hyvät pääomapuskurit, jotka ylittävät lakisääteiset vaatimukset ja pääomatavoitteet, mutta taloudellisen ympäristön heikkenemisen aiheuttamat riskit saattavat huonontaa omaisuuserien laatua ja kasvattaa luottoriskiä.

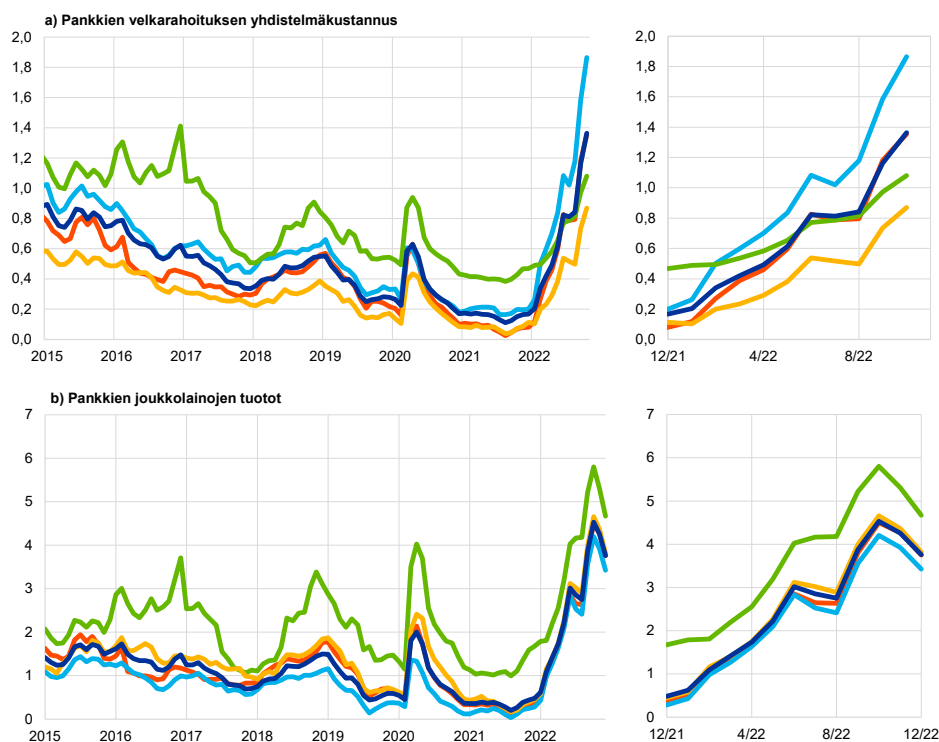
¹⁰ Ks. EKP:n lehdistötiedote ”[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)”, 27.10.2022.

Kuvio 20

Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosentteina)

— Euroalue
— Saksa
— Ranska
— Italia
— Espanja



Lähteet: EKP, IHS Markit iBoxx -indikaattorit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen painotettu keskiarvo. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna näiden talletuskantojen määrällä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot on päivätty heinäkuussa 2022 pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannuksen osalta ja 14.12.2022 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta.

Yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen pankkilainojen korot ovat

rahapolitiikan normalisoituessa jatkaneet nousuaan.

Helmikuusta 2022 alkaen

pankkien varainhankintakustannusten kasvu on kaikissa euroalueen maissa

nostanut antolainauskorot tasoille, joilla ne olivat viimeksi vuonna 2015 (kuvio 21),

luotonantokriteerien samaan aikaan tiukentuessa. Lainakorkojen nousu noudattaa

aiempien rahapolitiikan kiristymisjaksojen kehitystä. Yrityksille myönnettyjen

pankkilainojen korot nousivat lokakuussa 2,72 prosenttiin. Yrityslainojen korot ovat

nousseet 0,32 prosenttiyksikköä kuukaudessa ja ovat nyt kaikkiaan

1,36 prosenttiyksikköä ylempänä kuin vuoden 2021 lopussa. Kotitalouksille

myönnettyjen asuntolainojen korot ovat nousseet edelleen 0,21 prosenttiyksiköllä ja

olivat lokakuussa 2,66 prosentissa eli 1,35 prosenttiyksikköä ylempänä kuin

vuoden 2021 lopussa. Lainakorot nousivat huomattavasti enemmän kuin

talletuskorot, mikä sekin on tyypillistä rahapolitiikan kiristymisjaksoille. Pankkilainojen

voimakkaampi uudelleenhinnoittelu talletuksiin nähden tukee pankkien

nettokorkotuloja uusien lainojen suurempien korkokatteiden kautta. Pankkien hyvin

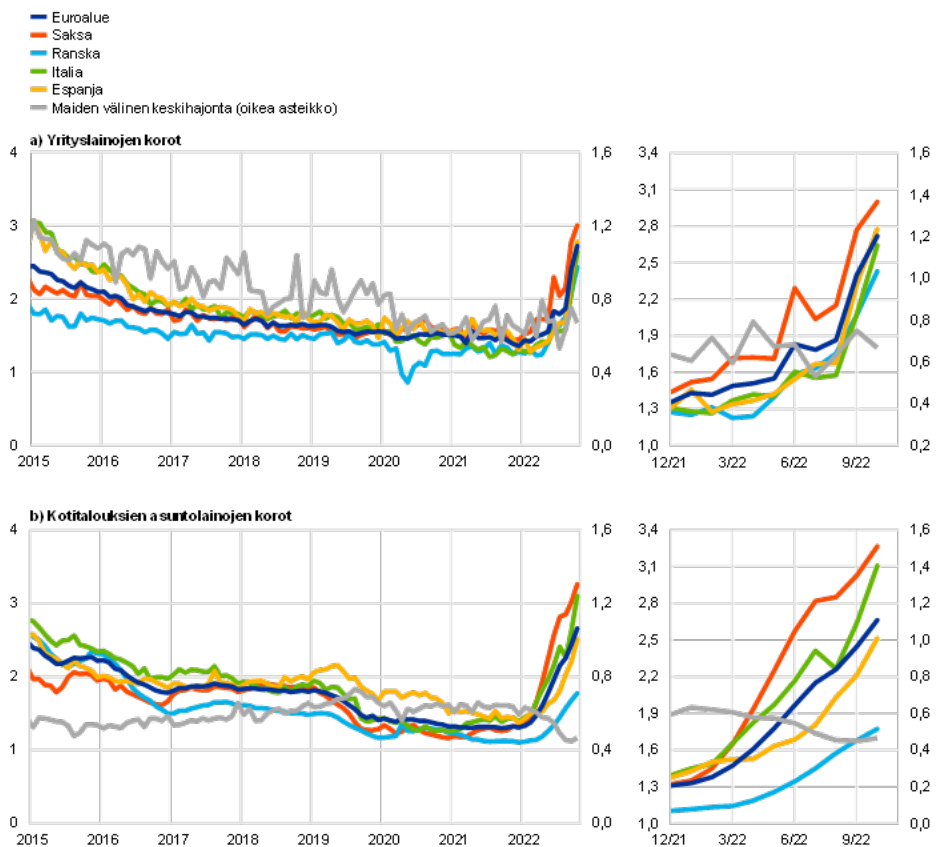
pienien lainojen ja suurten lainojen välinen korkoero kasvoi jonkin verran ja oli

lähellä kahden viime vuoden keskitasoaan, joskin se oli edelleen paljon pienempi kuin ennen finanssikriisiä. Samaan aikaan maiden välinen hajonta yritysten ja kotitalouksien lainakoroissa pysyi maltillisena, mikä viittaa siihen, että EKP:n rahapolitiikan tiukennusten välittyminen on sujunut saumattomasti (kuvion 21 kohdat a ja b).

Kuvio 21

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin maissa

(vuotuisina prosenteina; keskihajonta)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainojen yhdistelmäkorot lasketaan lyhyt- ja pitkäaikaisten korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2022.

Aikavälillä 8.9.–14.12.2022 yritysten osakerahoituksen kustannus supistui huomattavasti ja markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus puolestaan kasvoi hieman.

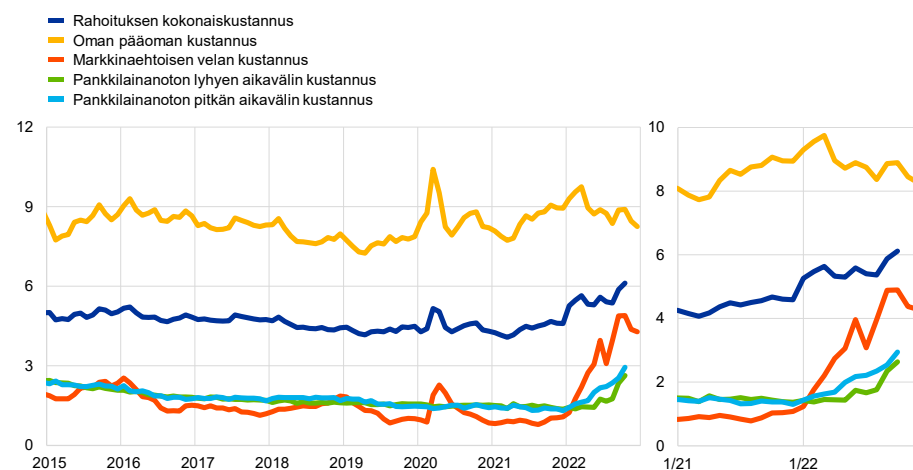
Pankkilainanoton kustannuksesta saatavilla olevien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannus, johon sisältyvät pankkilainanoton kustannus, markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus ja osakerahoituksen kustannus, voidaan laskea vain lokakuuhun 2022 asti, jolloin se oli kasvanut 6,1 prosenttiin eli noin 0,20 prosenttiyksikköä yli syyskuun tasonsa (kuvio 22). Tämä johtui lyhyt- ja pitkäaikaisen pankkilainarahoituksen sekä markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannusten kasvusta. Osakerahoituksen kustannus ei lokakuussa merkittävästi muuttunut edelliskuusta, sillä osakeriskipreemion lasku kompensoi riskittömien korkojen nousun vaikutuksen.

Markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoi riskittömien korkojen nousun ja yritysten joukkolainojen tuottoerojen kasvun myötä. Rahoituksen kokonaiskustannus kasvoi lokakuussa 2022 suurimmilleen moniin vuosiin eli tasolle, jolla se oli viimeksi vuoden 2010 lopussa. Syyskuun 8. päivän jälkeen markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus on tarkastelujaksolla hivenen supistunut, kun yritysten joukkolainojen tuottoerot pienenivät sekä investment grade- että high yield -segmenteissä ja niiden vaikutus ylitti selvästi riskittömien korkojen lievän nousun vaikutuksen. Osakerahoituksen kustannus supistui jyrkästi, kun osakeriskipreemio nousi vahvasti ja riskittömien korkojen lievä nousu jäi vaikutukseltaan sitä pienemmäksi.

Kuvio 22

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(vuotuisina prosentteina)



Lähteet: EKP ja EKP:n arviot, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg ja Thomson Reuters.

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella. Tuoreimmat havainnot on päivätty 14.12.2022 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 9.12.2022 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä lokakuussa 2022 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

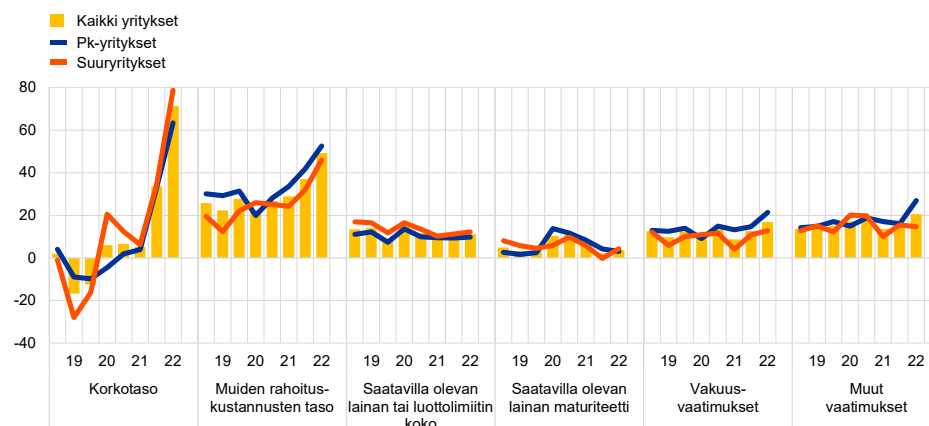
Lokakuun 2022 yritysten rahoituksensaantia koskevassa kyselyssä (SAFE) yritykset koosta ja maasta riippumatta ilmoittivat rahoitusolojen kiristyneen.

Niiden yritysten nettomääräinen prosenttiosuus, jotka ilmoittivat pankkilainakorkojensa nousseen, harppasi 71 prosenttiin (oltuaan edellisellä kyselykierroksella 34 %). Tämä prosenttiosuus on aivan omaa luokkaansa vuonna 2009 aloitetun kyselyn historiassa (kuvio 23). Samaan aikaan 49 prosentin netto-osuus yrityksistä (edellisellä kyselykierroksella 37 %) ilmoitti myös muiden rahoituskustannusten, kuten palvelu- ja toimitusmaksujen sekä palkkioiden, kasvaneen. Pankkikorot ja muut kustannukset näyttävät nousseen kutakuinkin yhtä paljon sekä pienillä ja keskisuurilla yrityksillä (pk-yrityksillä) että suuryrityksillä. Kyselyssä ilmeni myös, että vakuusvaatimukset ovat tiukentuneet, ja aiempaa useammat yritykset kertoivat lainojen erääntymisaikojen pidentyneen ja lainasummien kasvaneen. Samaan aikaan pankkilainan saannin esteistä tuli ilmoituksia vain harvoilta yrityksiltä (7 %, kuten edelliselläkin kyselyjaksolla), sillä pankkien luotonantohalukkuus oli pysynyt entisellään.

Kuvio 23

Muutokset euroalueen yritysten pankkirahoituksen ehdoissa

(nettomääräisinä prosenttiosuksina vastaajista)



Lähde: yritysten rahoituksensaantia koskeva EKP:n kysely (SAFE).

Huom. Luvut perustuvat yritysisiin, jotka ovat hakeneet pankkilainoja (mukaan lukien subventoidut pankkilainat), luottolimiittejä tai pankkitilin taikka luottokortin luottorajan ylityksiä. Nettomääräiset prosenttiosuudet ovat tietyn tekijän kasvusta ilmoittaneiden ja sen vähenemisestä ilmoittaneiden yritysten prosenttiosuksien välinen erotus. Luvut ovat kyselyn jaksolta 20–27 (lokakuusta 2018–maaliskuusta 2019 huhti–syyskuuhun 2022).

Yritykset ilmoittivat rahoitusvajeidensa kasvaneen ja suhtautuivat aiempaa pessimistisemmin useimpien ulkoisten rahoituslähteiden saatavuuteen.

Ulkoinen rahoitusvaje – ulkoisen rahoituksen kysynnän ja tarjonnan muutosten välinen ero – kasvoi euroalueella 9 prosenttiin (kun se edellisellä kyselyjaksolla oli 1 %). Tämä johtui siitä, että yritysten ulkoisen rahoituksen tarve kasvoi pääasiassa tuotantokustannusten kasvun ja tosiasiallisen ilmoitetun rahoituksen saatavuuden lievän vähenemisen vuoksi. Suhteellisen suuri prosenttiosuus yrityksistä ilmoitti odotustensa pankkilainojen (31 %) ja luottolimiittien (25 %) saatavuudesta ajanjaksolle lokakuusta 2022 maaliskuuhun 2023 heikentyneen. Näiden indikaattorien kehitys on aiemmin ollut yhteydessä meneillään olevaan ja tulevaan liiketoimintaan, ja rahoitusvajaiden kasvu ja rahoituksen saatavuusodotusten heikkeneminen viittaavat siihen, että edessä on haasteita euroalueen BKT:n kasvulle.¹¹

Pankkien luotonanto yrityksille jatkui lokakuussa vankkana, kun taas luotonanto kotitalouksille supistui jälleen.

Yrityksille suuntautuvan luotonannon vuotuinen kasvuvauhti pysyi lokakuussa ennallaan 8,9 prosentissa, kun taas sisäänvirtaus oli pienempi kuin edellisinä kuukausina (kuvion 24 kohta a). Yrityksille suuntautuvan luotonannon vahva kasvuvauhti kertoo silti, että pankkilainojen kysyntä jatkuu vankkana yritysten rahoittaessa kasvaneita tuotanto- ja investointikustannuksiaan luotolla ja korvaten velkapapereita pankkilainoilla, kun markkinaehtoisesta rahoituksen kustannukset ovat nousseet pankkirahoituksen kustannuksia suuremmiksi. Maturiteettikoostumuksen osalta suurin osuus yrityslainojen kasvusta muodostui lokakuussa pitempiaikaisten lainojen virroista, minkä taustalla olivat nimellismäärältään suuret tarpeet investointilainoille inflaation vuoksi sekä velkapapereiden korvaaminen pankkilainoilla. Lyhytaikaisten

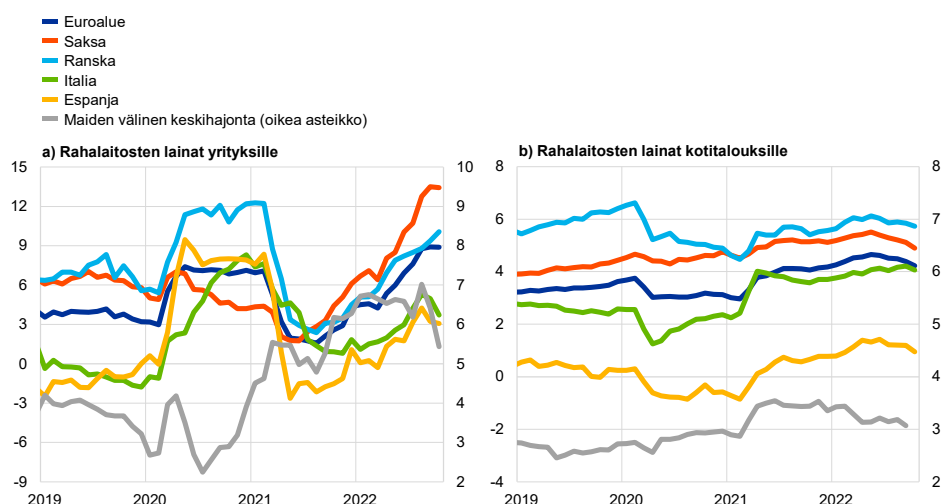
¹¹ Tarkempia tietoja on tämän *Talouksatsauksen* kehikossa ”Yritysten rahoituksensaanti ja taloussuhdanne: SAFE-kyselyn tuloksia”.

lainavirtojen osuuden jyrkkä supistuminen lokakuussa saattaa liittyä siihen, että yritysten varastojen kerryttämisessä olisi tultu käännekohtaan. Tämä olisi sopusoinnussa varastojen muutoksia koskevien kyselyindikaattorien kanssa, joilla on ennakoivan indikaattorin ominaisuuksia. Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti hidastui lokakuussa 4,2 prosenttiin, kun se oli syyskuussa ollut 4,4 % (kuvion 24 kohta b). Tämän kehityksen selittää asuntolainakannan kehityksen hidastuminen, jonka taustalla oli sekä kysyntään että tarjontaan vaikuttavia tekijöitä, kuten pankkien luotonantokriteerien tiukentuminen ja kysynnän heikkeneminen talousnäkymien huonontuessa, asuntolainakorkojen noustessa ja asuntomarkkinanäkymien synkentyessä. [Euroalueen pankkien luotonantoa koskeva kyselytutkimus](#), jota voidaan käyttää ennakoivana indikaattorina yrityksille ja kotitalouksille suunnatun luotonannon tulevan kasvun suhteen, viittaa siihen, että luotonannon kehityksen odotetaan tulevilla vuosineljänneksillä hidastuvan.¹² Tämä arvio on linjassa euroalueen talouden odotetun hidastumisen ja rahapolitiikan normalisoinnin kanssa.

Kuvio 24

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos; keskihajonta)



Lähde: EKP.

Huom. Rahalaitosten lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus; yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu myös laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2022.

Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärä kasvoi, mikä johtui lähinnä pankkilainanoton kasvusta.

Ulkaisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti hidastui syyskuun 3,6 prosentista 3,4 prosenttiin lokakuussa, missä näkyivät lainakorkojen nousu ja luotonantokriteerien tiukentuminen samalla, kun investointien nimelliskasvu ja yritysten käyttöpääomatarpeet pysyivät vahvoina. Vuoden 2022 alusta alkaen ulkoiset rahoitusvirrat ovat saaneet runsaasti pontta pankkien myöntämien yrityslainojen määrän kasvusta, kun taas velkapaperien ja osakkeiden nettomääräinen liikkeeseenlasku on ollut kokonaisuudessaan vaisua. Yritysten pankkilainanoton kasvussa ja markkinaehtoisen velan liikkeeseenlaskun

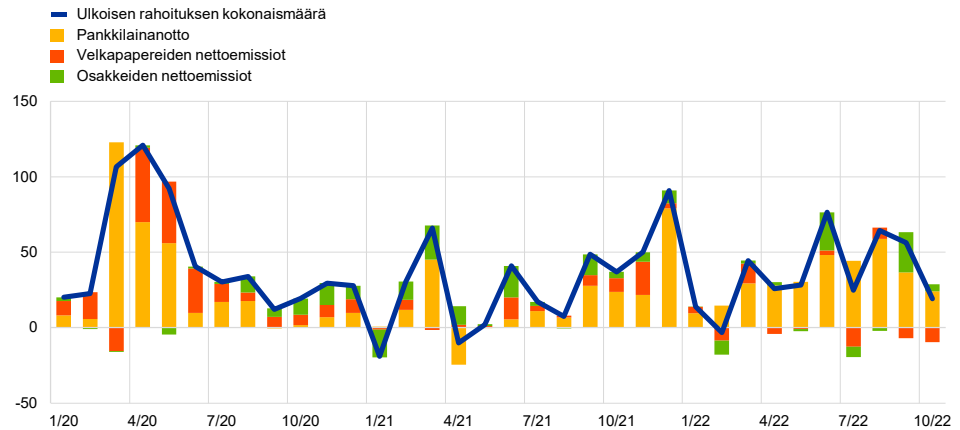
¹² Tarkempia tietoja on tämän *Talouksatsauksen* kehikossa "Mitä euroalueen pankkien luotonantokysely kertoo luotonannon tulevasta kehityksestä?".

vähentymisessä näkyy se, että markkinaehtoisen velkarahoituksen suhteellinen kustannus on kasvanut. Osakkeiden liikkeeseenlaskun väliaikainen pirstyminen syyskuussa selittyy yksittäisen yrityksen poikkeuksellisen laajamittaisella listautumisella pörssiin.

Kuvio 25

Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(kuukausitasolla, mrd. euroa)



Lähteet: EKP, Eurostat, Dealogic ja EKP:n laskelmat.

Huom. Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan pankkilainanotto (lainat rahalaitoksilta), velkapapereiden nettoemissiot ja osakkeiden nettoemissiot. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja konsernitilijärjestelyjä (cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2022.

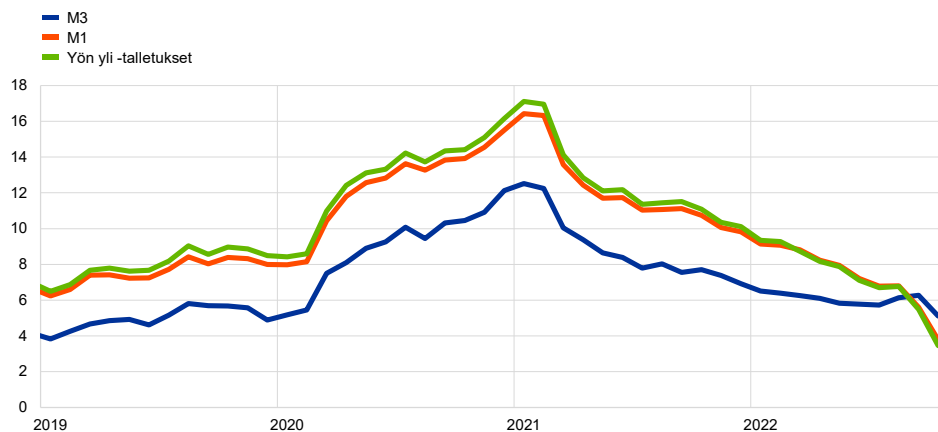
Varojen uudelleenjärjestelyt yön yli -talletuksista määräaikaistalletuksiin jatkuivat lokakuussa rahapolitiikan normalisoituessa.

Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui lokakuussa jälleen voimakkaasti 3,4 prosenttiin syyskuun 5,5 prosentista (kuvio 26). Hidastumisen selittää yön yli -talletusten laajamittainen korvaaminen määräaikaistalletuksilla. Nämä sijoitusten siirrot johtuvat määräaikaistalletusten korkojen asteittaisesta noususta yön yli -talletusten korkoja korkeammiksi, kuten aiemminkin on tyypillisesti tapahtunut rahapolitiikan kiristyessä. Määräaikaistalletuksista ovat kiinnostuneet etenkin yritykset sekä rahoituslaitokset rahalaitoksia, vakuutuslaitoksia ja eläkerahastoja lukuun ottamatta (muut rahoituslaitokset). Nämä tahot alkoivat siirtää sijoituksiaan määräaikaistalletuksiin jo kesällä 2022, jolloin määräaikaistalletusten korot alkoivat nousta suhteessa korkeammiksi. Kotitaloudet ovat aiemmin suosineet yön yli -talletuksia varovaisuussyistä sekä niiden ja määräaikaistalletusten välisen suhteellisen pienen tuottoeron vuoksi. Viime aikoina kotitalouksien kiinnostus määräaikaistalletuksiin on kuitenkin lisääntynyt tuottoeron kasvaessa, joskin sijoitusten siirtäminen määräaikaistalletuksiin ei kotitalouksilla ole ollut läheskään niin laajaa kuin kahdella muulla sektorilla. Samaan aikaan yritysten ja kotitalouksien hallussa olevien talletusten kasvu on vaihdellut maittain.

Kuvio 26

M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen kasvuvauhti, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2022.

Rahan määrän kasvu vaimeni jälleen lokakuussa yrityksille ja kotitalouksille suunnatun luotonannon kehitystä myötäillen.

Lavean raha-aggregaatin (M3) vuotuinen kasvuvauhti hidastui lokakuussa 5,1 prosenttiin, kun se syyskuussa oli 6,3 % (kuvio 26). Kasvun vahva hidastuminen liittyy erään kertaluonteisen teknisen tekijän kumoutumiseen sekä yrityksille ja kotitalouksille suunnatun luotonannon kehitykseen.¹³ M3:n eristä suppea aggregaatti M1 supistui jyrkästi lokakuussa sijoitusten siirtyessä pois yön yli -talletuksista, ja sen vaikutus M3:n vuotuisen kasvuun väheni. M3:een sisältyvät määräaikaistalletukset taas vaikuttivat M3:n kasvuun enemmän kuin edeltävinä kuukausina. Vastaeristä M3:n vuotuisen kasvuun vaikuttivat edelleen eniten yksityiselle sektorille myönnetty luotot. Eurojärjestelmän omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tekemien julkisyhteisöjen velkapapereiden ostojen positiivinen vaikutus hiipui edelleen, missä näkyi netto-ostojen päättymisen heinäkuussa 2022. Samaan aikaan nettomääräiset vuotuiset muuhun maailmaan suuntautuvat ulkoiset rahavirrat hidastivat edelleen rahan kasvua, kun energian hinnannousu on vaikuttanut negatiivisesti euroalueen kauppataaseeseen.

¹³ Syyskuun 2022 M3:n lukuihin sisältyy eurojärjestelmän laaja väliaikainen positio erään selvitysyhteisön suhteen, joka luokitellaan sektoriin "muut rahoituslaitokset kuin rahalaitokset, lukuun ottamatta vakuutusyhtiöitä ja eläkerahastoja". Syyskuussa tämä kertaluonteinen tekninen tekijä suurensi kaikkia aggregaatteja, joihin nämä talletukset kuuluvat.

Euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä koheni vuoden 2022 aikana edelleen pandemian aikaisista suurista alijäämistä, kuten euroalueen talousnäkyimiä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioista ilmenee. Rahoitusjäämän odotetaan kuitenkin heikkenevän hieman vuonna 2023, minkä jälkeen se jälleen kohenee vuonna 2024. Väliaikaisen heikkenemisen syynä ovat pitkälti huomattavat harkinnanvaraiset valtiontuet, joiden tarkoituksena on tasoittaa energian hinnannousun ja kasvaneiden elinkustannusten vaikutuksia kotitalouksiin. Aiemmissa arvioissa näiden toimenpiteiden odotettiin rajoittuvan enimmäkseen vuoteen 2022, jolloin alijäämänäkymät olisivat tasaisesti kohentuneet. Sen jälkeen valtiot ovat kuitenkin budjetoineet tai muuten ilmoittaneet vuodelle 2023 samantasoisia tukia kuin vuonna 2022 eli suuruudeltaan noin 2 % BKT:stä. Finanssipoliittisiin arvioihin liittyy edelleen runsaasti epävarmuutta, joka johtuu etenkin Venäjän Ukrainassa käymästä sodasta sekä energiamarkkinoiden kehityksestä, ja näiden tekijöiden johdosta hallitukset saattavat ottaa käyttöön uusia finanssipoliittisia tukitoimia. Poliitiikan kannalta finanssipoliittisten tukitoimien, joilla taloutta suojataan energian hinnannousun vaikutuksilta, tulisi olla väliaikaisia, kohdennettuja ja räätälöityjä, jotta kannustimet energian säästämiseen säilyvät. Jos finanssipoliittiset toimet eivät noudata näitä periaatteita, ne todennäköisesti pahentavat inflaatiopaineita, jolloin tarvitaan vahvempia rahapoliittisia toimia. Lisäksi finanssipoliitiikan tulisi EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän mukaisesti suuntautua taloutemme tuottavuuden lisäämiseen ja suuren julkisen velan asteittaiseen supistamiseen. EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistus olisi vietävä pikaisesti päätökseen.

Euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä heikkenee hieman vuonna 2023, mutta kohenee vuonna 2024, kuten euroalueen talousnäkyimiä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioista ilmenee.¹⁴

Euroalueen julkisen talouden alijäämän suhde BKT:hen supistui 5,1 prosenttiin vuonna 2021, kun se vuonna 2020 oli ollut ennennäkemättömällä 7,1 prosentin tasolla (kuvio 27). Alijäämäsuhteen arvioidaan supistuneen edelleen 3,5 prosenttiin vuonna 2022, mutta vuonna 2023 sen ennustetaan kasvavan hieman 3,7 prosenttiin. Vuonna 2024 alijäämän odotetaan kuitenkin jälleen supistuvan 2,7 prosenttiin BKT:stä. Sen arvioidaan pysyttelevän kutakuinkin tällä tasolla ennusteajanjakson loppuun eli vuoteen 2025 asti. Rahoitusjäämän vuonna 2022 tapahtuneen kohenemisen arvioidaan johtuneen suhdannekierrosta sekä suhdannekorjatun perusjäämän kasvusta pandemiaan liittyvien hätätoimien purkamisen suurelta osin alettua. Toimet, joita vuonna 2022 toteutettiin nopean inflaation ja Venäjän Ukrainassa käymän sodan johdosta, ovat suppeampia kuin pandemian aikaiset toimet, joskin silti varsin mittavia eli suuruudeltaan noin 2 % BKT:stä. Vuodelle 2023 odotetaan saman kokoluokan tukitoimia (kuvio 28). Niiden koostumuksessa kuitenkin painottuvat yritystuet etenkin energialle asetettujen hintakattojen vaikutusten tasaamiseksi. Vähemmälle puolestaan jäävät kotitalouksien tulotuen kaltaiset sosiaaliset tulonsiirrot, jotka paljolti korostuivat hallitusten alkuvaiheen toimissa

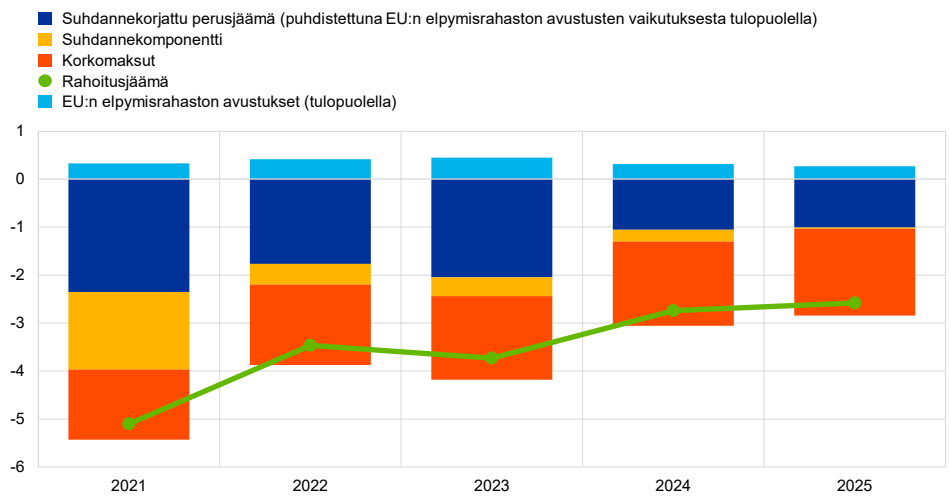
¹⁴ Ks. EKP:n verkkosivustolla 15.12.2022 julkaistut [euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2022](#).

energian hintasokkiin vastaamiseksi. Muut kuin harkinnanvaraiset tekijät, kuten yritysten ylimääräisten tuottojen eli ns. windfall-tuottojen väheneminen, saavat kuitenkin alijäämän väliaikaisesti heikkenemään hieman vuonna 2023. Julkisen talouden rahoitusjäämän odotettu koheneminen vuonna 2024 voidaan selittää kokonaisuudessaan suhdannekorjatun perusjäämän paranemisella, jonka pohjana on oletus energiaan liittyvien valtion tukitoimien päättymisestä.

Kuvio 27

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)

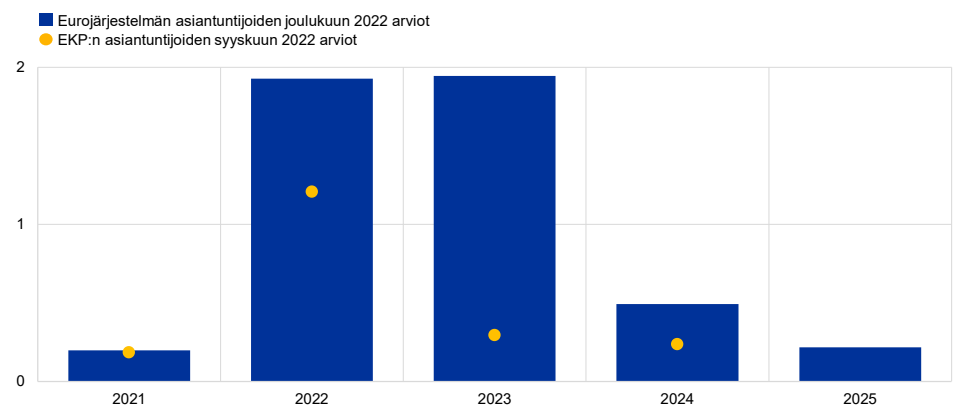


Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2022. Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

Kuvio 28

Euroalueella energian hinnannousun ja nopean inflaation vuoksi toteutetut budjettituet

(prosentteina BKT:stä, vuotuinen taso)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat asiantuntija-arviot.

Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan kiristyneen vuonna 2022, ja vaikka sen ennakoidaan jonkin verran kevenevän vuonna 2023, sen odotetaan jälleen kiristyvän merkittävästi vuonna 2024, ellei uusia

harkinnanvaraisia toimenpiteitä toteuteta.¹⁵ Finanssipolitiikan mitoituksen arvioitu kiristyminen vuonna 2022 voidaan selittää merkittäväillä muilla kuin harkinnanvaraisilla tekijöillä, etenkin sillä, että yritysten windfall-tuotot pysyivät suurina, kuten jo edellisenä vuonna. Odotukset finanssipolitiikan mitoituksen kevenemisestä vuonna 2023 perustuvat näiden odottamattoman suurten tulojen osittaiseen palautumiseen normaalitasolle. Tämän tulojen supistumisen ennakoidaan ylittävän vaikutukseltaan sen, että harkinnanvaraiset toimenpiteet kokonaisuudessaan tiukentavat finanssipolitiikkaa jonkin verran. Tiukentumisen taustalla on koronaviruskriisin alusta asti toteutettujen laajojen pandemia- ja elpymistukitoimien osittainen päättyminen. Vuonna 2024 finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan kuitenkin merkittävästi tiukentuvan, kun inflaatiotukitoimet suurimmaksi osaksi päättyvät, joskin tähän liittyy merkittävää epävarmuutta. Tämän jälkeen finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan pysyvän kutakuinkin neutraalina ennusteajanjakson loppuun eli vuoteen 2025 asti.¹⁶

Euroalueen talousnäkyviä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 arvioihin verrattuna koko euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän arviota on vuoden 2022 osalta korjattu jonkin verran positiivisemmaksi, mutta vuodelle 2023 odotetaan merkittävästi negatiivisempaa rahoitusjäämää.

Erityisesti euroalueen rahoitusjäämän suhdetta BKT:hen on korjattu 0,3 prosenttiyksikköä positiivisemmaksi, koska sekä suhdanteen että suhdannekorjatun perusjäämän kehitys oli odotettua parempi. Vuoden 2023 arvioissa rahoitusjäämän suhde on kuitenkin huonontunut merkittävästi eli 0,9 prosenttiyksiköllä. Tämä johtuu etenkin suhdannekorjatun perusjäämän muuttumisesta negatiivisemmaksi, missä näkyvät odotukset julkisten tukitoimenpiteiden jatkumisesta nopean inflaation ja Ukrainassa jatkuvan sodan vaikutusten kompensoimiseksi.¹⁷

Euroalueen julkisen talouden velan BKT-suhde, joka kasvoi jyrkästi vuonna 2020, pienenee arvioiden mukaan vuosina 2024–2025 hitaasti hiukan alle 90 prosenttiin, mutta pysyttelee kriisiä edeltäneen tasonsa yläpuolella.

Velkasuhde kasvoi noin 13 prosenttiyksiköllä aina 97 prosenttiin vuonna 2020, mutta vuonna 2021 velan koron ja talouden kasvuvauhdin välisen suotuisan eron arvioidaan vaikuttaneen merkittävässä määrin velkaa pienentävästi ja ylittäneen yhä suurena pysyttelevän perusalijäämän vaikutuksen. Tämä sai velan BKT-suhteen

¹⁵ Finanssipolitiikan mitoituksen taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mitoituksen mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Koska EU:n talousarviosta maksettujen Next Generation EU (NGEU) -rahaston avustusten tuottamat suuremmat julkisen talouden tulot eivät vaikuta kysyntää supistavasti, suhdannekorjatusta perusjäämästä on tässä yhteydessä poistettu kyseiset tulot. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen käsitettä tarkastellaan lähemmin *Talousskatsumuksen* 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

¹⁶ Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan olleen kokonaisuutena +1,0 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2021 ja +0,5 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2022, kun siitä korjataan NGEU-rahaston avustusten vaikutus tuloihin (vuodesta 2021 alkaen). Finanssipolitiikan mitoituksen ennustetaan olevan suhteessa BKT:hen -0,3 prosenttiyksikköä vuonna 2023 ja +1,0 prosenttiyksikköä vuonna 2024 sekä +0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2025. Syyskuun 2022 asiantuntija-arvioihin verrattuna sen kasvu on nyt arvioitu 0,4 prosenttiyksikköä nopeammaksi vuonna 2022 ja 1,0 prosenttiyksikköä hitaammaksi vuonna 2023 sekä 1,1 prosenttiyksikköä nopeammaksi vuonna 2024.

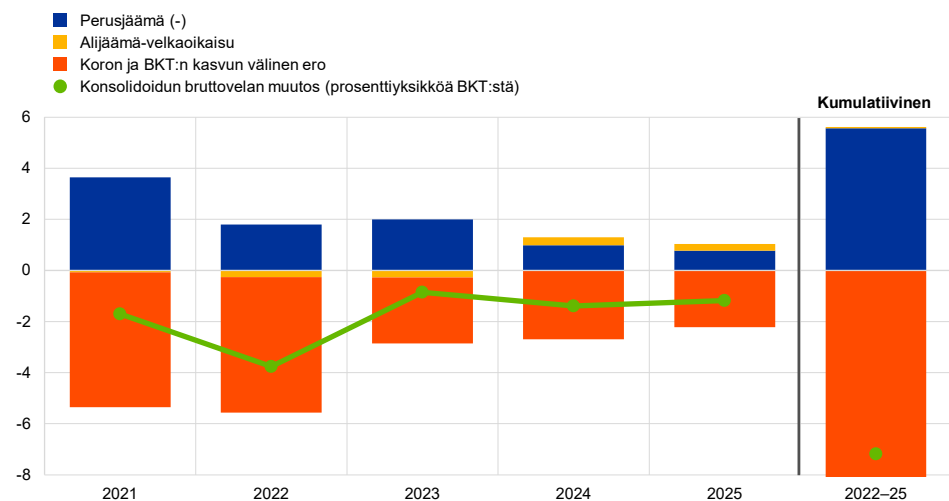
¹⁷ Energian hinnannousua kompensoivien valtion lisätukien sekä muiden Ukrainassa jatkuvaan sotaan liittyvien menojen arvioidaan olleen vuonna 2022 suuruudeltaan 0,9 % euroalueen BKT:stä.

supistumaan hieman, ja sen arvioidaan pienenevän edelleen hitaasti mutta vakaasti koko ajanjaksolla 2022–2025. Odotetun pienenemisen taustalla on velan koron ja talouden kasvuvauhdin välisen eron pysyminen suotuisana. Sen vaikutus ylittää perusalijäämien velkaa kasvattavan vaikutuksen, kun taas kumulatiivisten alijäämävelkakoikaisujen odotetaan olevan kutakuinkin neutraaleja koko ennusteajanjaksolla (kuvio 29). Arviointiajanjakson lopussa vuonna 2025 velkasuhteen odotetaan olevan 88 % eli 4 prosenttiyksikköä kriisiä edeltäneen vuoden 2019 tasonsa yläpuolella.

Kuvio 29

Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteina BKT:stä, ellei toisin mainita)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2022.
Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

Perusskenaarion finanssipoliittisissa arvioissa on edelleen runsaasti epävarmuutta, joka pääosin liittyy energian korkeaan hintaan ja inflaatioympäristöön sekä niitä koskeviin mahdollisiin politiikkatoimiin.

Finanssipoliittisten oletusten mukaan nykyistä perusskenaariota koskevat riskit painottuvat vuosina 2023–2024 finanssipoliittisen lisäelvytyksen suuntaan sekä siihen, että ennusteessa jo huomioitu harkinnanvaraisten finanssipoliittisten tukien purkaminen lykkäytyy edelleen.

Politiikan kannalta niiden finanssipoliittisten tukitoimien, joilla taloutta suojataan energian hinnannousun vaikutuksilta, tulisi olla väliaikaisia, kohdennettuja ja räätälöityjä, jotta kannustimet energian säästämiseen säilyvät.

Jos finanssipoliittiset toimet eivät noudata näitä periaatteita, ne todennäköisesti pahentavat inflaatiopaineita, jolloin tarvitaan vahvempia rahapoliittisia toimia. Lisäksi finanssipolitiikan tulisi EU:n talouspolitiikan ohjauksjärjestelmän mukaisesti suuntautua talouden tuottavuuden lisäämiseen ja suuren julkisen velan asteittaiseen supistamiseen. Euroalueen politiikan jatkuva ja tehokas koordinointi on jatkossa tärkeää sen varmistamiseksi, että finanssipolitiikalla ei lisätä inflaatiopaineita ja että velan kestävyys turvataan ja julkisen talouden

kasvua edistävää suuntausta tuetaan.¹⁸ EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistus olisi vietävä pikaisesti päätökseen.

¹⁸ Tuorein eurojärjestelmän arvio vuoden 2023 energiatukitoimista viittaa siihen, että ne saattavat olla merkittävästi suurempia kuin komission syksyn 2022 ennusteessa on arvioitu jäsenvaltioiden alustaviin talousarviosuunnitelmiin sisältyvien tietojen pohjalta. Tämä merkitsee, että komission tältä osin määrittelemät riskit todennäköisesti toteutuvat. Tarkempia tietoja on tämän *Talouksatsauksen* kehikossa 8, "Euroalueen maiden alustavien vuoden 2023 talousarviosuunnitelmien finanssipoliittiset linjaukset".

Kehikot

1 Inflaation kehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa

Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo ja Laura Lebastard

Kokonaisinflaatio on kiihtynyt voimakkaasti sekä euroalueella että

Yhdysvalloissa vuoden 2021 alusta. Yhdysvaltojen inflaatio kiihtyi aiemmin ja voimakkaammin, mutta heinäkuusta 2022 euroalueen kokonaisinflaatio on ollut sitä nopeampi.¹⁹ Marraskuussa euroalueen yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattu inflaatiovauhti oli 10,1 %, kun se oli lokakuussa ollut 10,6 %. Yhdysvalloissa puolestaan kuluttajahintaindeksin (CPI) mukainen inflaatio oli nopeimmillaan kesäkuussa 9,1 %, minkä jälkeen se maltillistui jossain määrin ja oli marraskuussa 7,1 %.

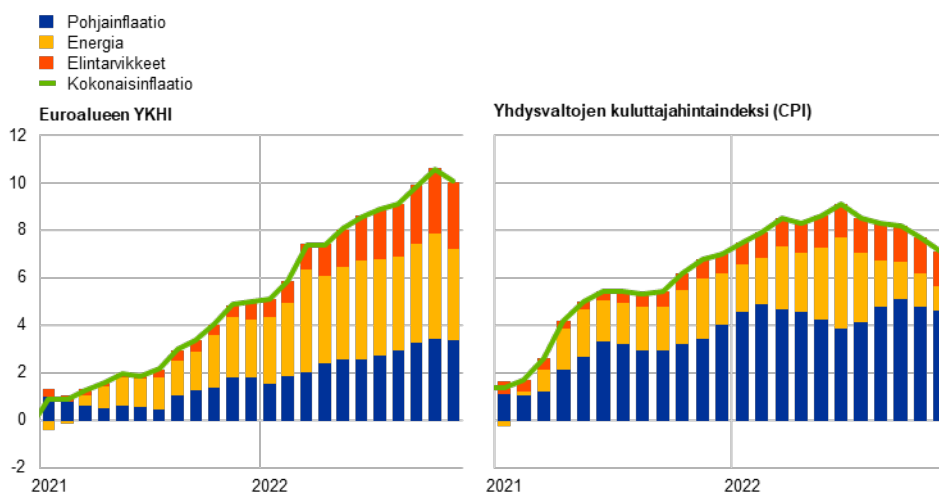
¹⁹ Ks. inflaation varhaisemmasta kehityksestä *Talouskatsauksen* 6/2021 kehikko ”Yhdysvaltojen ja euroalueen viimeaikaisen inflaatiokasityksen vertailua” ja *Talouskatsauksen* 1/2021 kehikko ”Recent inflation developments in the United States and the euro area – an update”.

Kuvio A

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

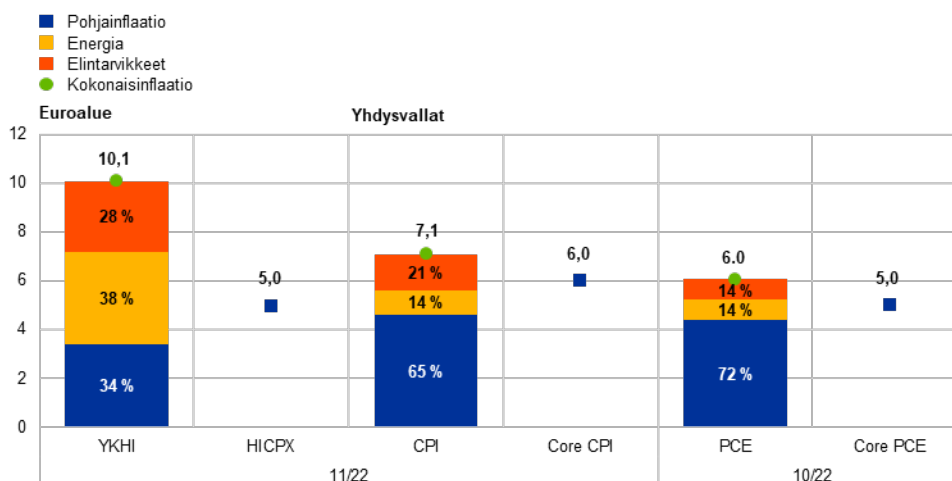
a) Inflaatiokehitys

(vuotuinen prosenttimuutos, erien vaikutus prosenttiyksikkönä)



b) Inflaation pääerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, erien vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat, Bureau of Labor Statistics ja EKP:n laskelmat.

Huom: HICPX on euroalueen YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden ja energian hintoja (eli pohjainflaatio). PCE on Yhdysvaltojen yksityisten kulutusmenojen deflaattori. Core PCE ja core CPI ovat ilman elintarvikkeiden ja energianhintoja lasketut vastaavat pohjainflaatiomittarit. Tuoreimmat havainnot YKH:stä ovat marraskuulta ja PCE:stä lokakuulta.

Energian ja elintarvikkeiden kallistumisella on ollut keskeinen vaikutus euroalueen kokonaisinflaation kiihtymiseen. Energian inflaatio muodosti yksin 38 % euroalueen kokonaisinflaatiosta marraskuussa, mutta Yhdysvalloissa sen vaikutus oli vain 14 %. Euroalueella energian ja elintarvikkeiden inflaation yhteenlaskettu osuus oli noin kaksi kolmasosaa kokonaisinflaatiosta mutta Yhdysvalloissa vain noin yhden kolmasosan (kuvio A). Keskeisiä syitä energian inflaation kiihtymiseen euroalueella ovat maakaasun voimakas kallistuminen, joka johtuu venäläisen kaasun tärkeästä asemasta euroalueella ennen Venäjän hyökkäyssotaa Ukrainassa, sekä sen heijastusvaikutukset sähkön hintaan.²⁰

²⁰ Ks. Talouskatsauksen 1/2022 kehikko "Natural gas dependence and risks to euro area activity" sekä Talouskatsauksen 4/2022 kehikko "Ukrainan sodan vaikutus euroalueen energiamarkkinoihin".

Euroalueen YKHI-inflaatiovauhti ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja oli marraskuussa 5,0 %. Tämä on kuitenkin vähemmän kuin Yhdysvaltojen kuluttajahintainflaatio ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja (pohjainflaatio), joka oli marraskuussa 6,0 %. YKHI ilman energiaa ja elintarvikkeita heilahteli marraskuussa kapeassa vaihteluvälissä, kun taas Yhdysvaltojen pohjainflaatio hidastui hieman.

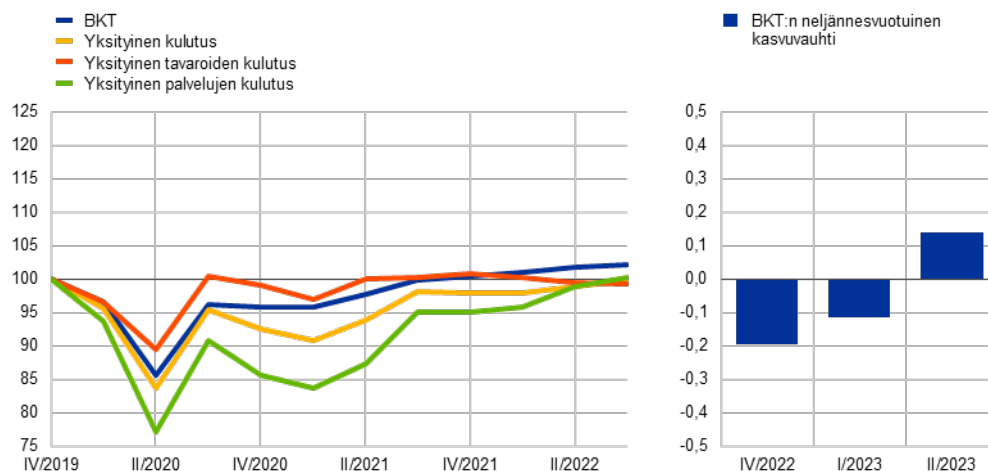
Yhdysvaltojen vahvempi kulutusvetoinen elpyminen on ollut keskeisenä tekijänä näiden talousalueiden erilaisessa inflaatiokehityksessä. Yhdysvaltojen BKT palautui pandemiaa edeltäneelle tasolle noin kaksi vuosineljännestä aiemmin kuin euroalueen BKT (kuvio B) pääasiassa Yhdysvaltojen yksityisen kulutuksen ja investointien voimakkaamman elpymisen ansiosta. Erityisesti sekä tavaroiden että palvelujen yksityinen kulutus on aivan viime aikoina palautunut euroalueella vuoden 2019 viimeisen neljänneksen tasolle, kun taas Yhdysvalloissa se ylitti pandemiaa edeltäneen tasonsa jo alkuvuonna 2021. Myös voimakkaampi yksityinen kulutus yhdessä tarjontakapeikkojen nopeamman purkautumisen kanssa Yhdysvalloissa vauhditti yksityisten ei-rakennusinvestointien palautumista pandemiaa edeltäneelle tasolle vuoden 2021 alkupuoliskolla. Sitä vastoin euroalueella vastaavat investoinnit puhdistettuina erityisen volatiileista aineettomista investoinneista ylittivät pandemiaa edeltäneen tasonsa vasta vuoden 2021 lopulla.

Kuvio B

BKT:n ja kulutuksen määrä

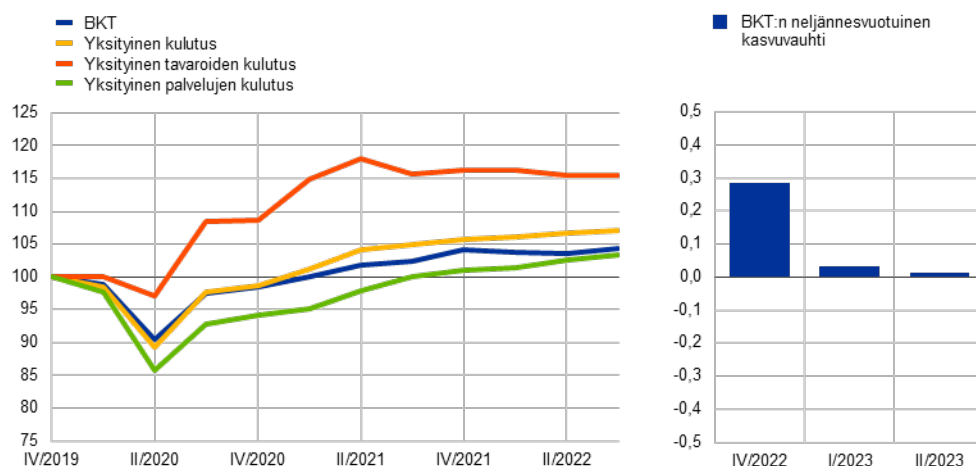
a) Euroalue

(IV/2019 = 100; neljännesvuotuiset prosenttimuutokset)



b) Yhdysvallat

(IV/2019 = 100; neljännesvuotuiset prosenttimuutokset)



Lähteet: Eurostat, Bureau of Economic Analysis, euroalueen talousnäkyviä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioiden taustatiedot ja EKP:n laskelmat.

Huom: Tuoreimmat havainnot kuvioiden vasemmanpuoleisissa osissa ovat vuoden 2022 kolmannelta neljännekseltä. Oikealla puolella kuvataan BKT:n ennustettua kasvua.

Eröt näiden kahden talouden kulutuksen kasvussa voidaan selittää pitkälti kahdella tekijällä: finanssipolitiikalla ja vaihtosuhteen kehityksellä. Ensinnäkin tavaroiden kulutuksen nopea ja voimakas elpyminen Yhdysvalloissa sai pandemian aikaan tukea yleisistä ja verrattain mittavista tulonsiirroista kotitalouksille, kuten elvytysseikeistä ja työttömyysetuuksien parannuksista.²¹ Euroalueella julkinen tuki kohdistui tarkemmin pandemian vaikutuksista eniten kärsineisiin, ja sitä tarjottiin joko tulonmenetysten korvauksina tai työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen kautta.²²

²¹ Ks. myös *Talouksatsauksen 2/2021* kehikko "Talouskehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020" sekä blogikirjoitus "The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance", OECD, tammikuu 2022.

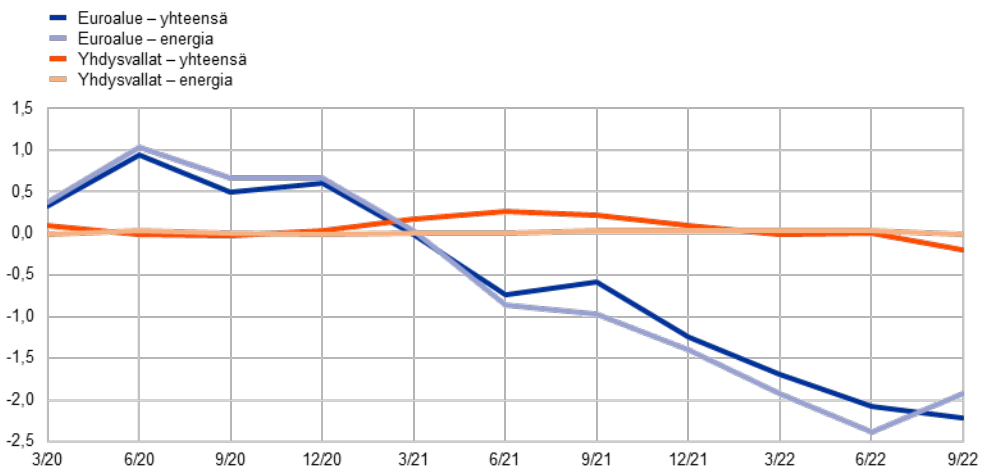
²² Ks. M. Licchetta ym. (2022), "Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis", *European Economy Discussion Paper* -julkaisusarjan numero 160, Euroopan komissio, maaliskuu.

Toiseksi keväällä 2021 alkanut energian hinnannousu, jota Ukrainan sota vuotta myöhemmin pahensi merkittävästi, johti vaihtosuhtesokkiin, joka iski euroalueeseen paljon voimakkaammin kuin Yhdysvaltoihin, sillä euroalue oli voimakkaan riippuvainen kaasun tuonnista Venäjältä (kuvio C).²³ Valuuttakurssikehitys voimisti tätä vaikutusta, kun Yhdysvaltain dollari vahvistui tuntuvasti euroon nähden ja euro heikkeni paitsi dollariin nähden, myös efektiivisellä valuuttakurssilla mitattuna. Valuuttakurssimuutosten vaikutus vastasi arviolta noin 2,2 prosentin tulonsiirtoa euroalueelta ulkomaille kumulatiivisesti neljän peräkkäisen vuosineljänneksen aikana vuoden 2022 kolmanteen neljännekseen mennessä. Yhdysvalloissa vaihtosuhtesokin vaikutus tulonjakoon oli pitkälti neutraali, sillä maa on energian suhteen omavarainen. Vaihtosuhteen heikkeneminen vähensi merkittävästi euroalueen kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja, mikä puolestaan vaikutti erityisen voimakkaasti kestokulutustavaroiden kysyntään.²⁴ Tämän kanavan kautta aiheutuvat tulovaikutukset saattavat lisääntyä edelleen ja vaimentaa euroalueen talouskasvua seuraavilla neljänneksillä.

Kuvio C

Ulkomaankaupan vaihtosuhteen tulovaikutukset

(vaikutus BKT:n vuotuisen kasvuun prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Haver analytics, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom: Ulkomaankaupan vaihtosuhteen vaikutus tulonjakoon on laskettu painottamalla tuonti- ja vientihintojen muutoksia niiden aikaisemmillä arvoilla (vuoden viipeellä), ja se ilmaistaan prosenttiosuutena BKT:stä. Tuoreimmat havainnot ovat syyskuulta 2022.

Viime vuonna hitaammin elpyneessä euroalueen taloudessa kysynnän merkitys pohjainflaation taustatekijänä kasvoi asteittaisemmin ja myöhemmin kuin Yhdysvalloissa (kuvio D). Yhdysvalloissa kysynnän vaikutus pohjainflaatioon nousi noin 1,5 prosenttiin jo vuoden 2021 puolivälissä ja on viime aikoina noussut melkein 2 prosenttiin, kun taas euroalueella se kasvoi paljon hitaammin ja ylitti 1,5 % vasta viime kuukausina. Mitä tulee tavaroiden inflaatioon, tarjonnan vaikutus on edelleen kysynnän vaikutusta merkittävämpi sekä Yhdysvalloissa että euroalueella. Palveluissa puolestaan tarjonnan rooli on ollut tärkeämpi Yhdysvalloissa, kun taas euroalueella kysyntätekijät ovat olleet merkittävämpiä. Työvoima on yleensä

²³ Ks. lisätietoja *Talouksatsauksen* 3/2022 kehikosta "Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account".

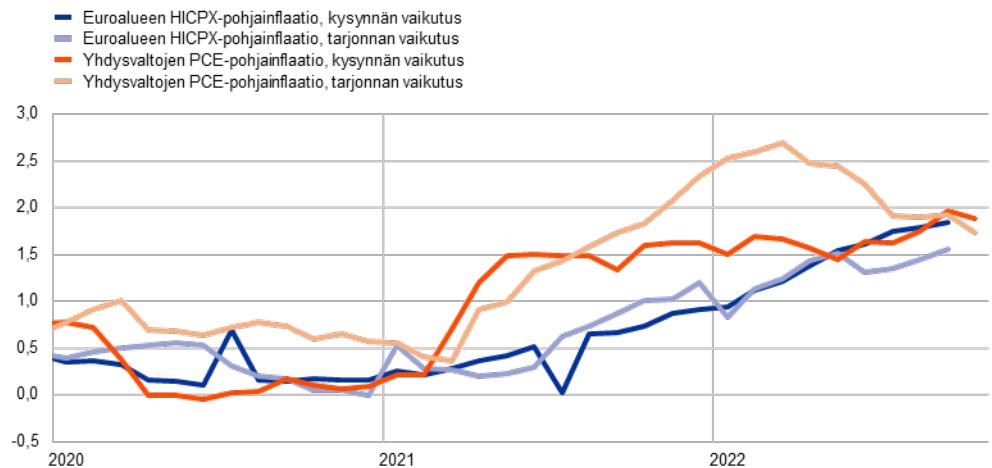
²⁴ Ks. tämän *Talouksatsauksen* kehikko "Energian hintojen nousun vaikutus palveluiden ja tavaroiden kulutukseen euroalueella".

ylivoimaisesti tärkein palvelujen inflaation taustatekijä. Tarjontapuolen tekijöiden suurempi absoluuttinen ja suhteellinen merkitys Yhdysvalloissa voidaan selittää osittain kireämmällä työmarkkinatilanteella ja työvoimavajeen suuremmalla vaikutuksella palkkoihin kuin euroalueella.²⁵

Kuvio D

Pohjainflaation hajotelma kysyntä- ja tarjontaeriin

(vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom: Vertailtavat pohjainflaation mittarit ovat euroalueella YKHI-inflaatio ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja (HICPX) ja Yhdysvalloissa yksityisen kulutuksen deflaattori ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (core PCE). Aikasarjat ovat kausivaihtelusta puhdistettuja. Tiedot perustuvat menetelmään, joka on esitelty artikkeleissa A.H. Shapiro, "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?", *FRBSF Economic Letters*, nro 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21.6.2022; ja A.H. Shapiro, "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation", *Working Papers*, nro 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, lokakuu 2022. Euroalueen tuloksia on käsitelty Talouskatsauksen 7/2022 kehikossa "The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components". Tuorein havainto euroalueelta on syyskuulta 2022 ja Yhdysvalloista lokakuulta 2022.

Lähitulevaisuuden kasvunäkymät ovat euroalueella heikommat kuin Yhdysvalloissa, minkä myötä talouskasvusta aiheutuva inflaatiopaine jäisi euroalueella pienemmäksi.

Euroalueen talousnäkymiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioissa BKT:n määrän odotetaan supistuvan hieman euroalueella vuoden 2022 viimeisellä ja vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Yhdysvalloissa kasvun odotetaan jatkuvan lievästi positiivisena (kuviot B). Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioissa YKHI-inflaatiiovauhdin odotetaan olevan 6,3 % vuonna 2023 ja 3,4 % vuonna 2024 sekä ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja 4,2 % vuonna 2023 ja 2,8 % vuonna 2024. Euroalueen kokonaisinflaation odotetaan pysyvän lyhyellä aikavälillä nopeampana kuin Yhdysvalloissa, koska sen talous on alttiimpi Ukrainan sotaan liittyville energian hintasokeille. Samaan aikaan euroalueen pohjainflaation arvioidaan kuitenkin pysyvän hieman hitaampana kuin Yhdysvalloissa vaihtosuhteen heikkenemisen ja vähemmän kireän työmarkkinatilanteen vuoksi.

Ennustelaitokset odottavat inflaation olevan kahden vuoden päästä hieman nopeampi Yhdysvalloissa kuin euroalueella.

EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen mukaan YKHI-inflaation odotetaan olevan vuoden

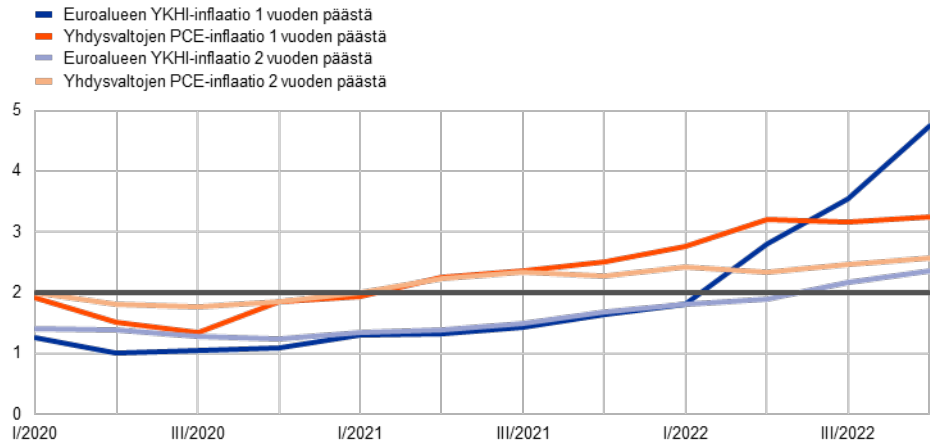
²⁵ Ks. tarkempia tietoja palkkakehityksestä tämän *Talouskatsauksen* artikkelin "Wage developments and their determinants since the start of the pandemic" kehikosta "Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages".

päästä 4,8 %. Tämä olisi huomattavasti nopeampi kuin yksityisten kulutusmenojen deflaattorin (PCE) mukainen inflaatio Yhdysvalloissa, jonka odotetaan Federal Reserve Bank of Philadelphia'n vuoden 2022 viimeisen neljänneksen kyselyn mukaan olevan vuoden päästä 3 % (kuvio E). Sitä vastoin Yhdysvaltojen odotettu inflaatio kahden vuoden päästä on PCE:llä mitattuna 2,6 % ja kuluttajahintainflaatiolla mitattuna 2,8 %, kun taas euroalueen vastaava odotettu YKHI-inflaatiovauhti kahden vuoden päästä on 2,4 % (kuvio E). Nämä arviot viittaavat siihen, että keskuspankin tavoitetta nopeamman inflaation odotetaan jatkuvan Yhdysvalloissa hieman pidempään. Tämä saattaa johtua kotimaisen kulutuksen suuremmasta roolista Yhdysvaltojen inflaation taustatekijänä sekä yleisesti optimistisemmistä odotuksista Yhdysvaltojen kasvua ja työmarkkinakehitystä kohtaan.

Kuvio E

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset ja -ennusteet

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: EKP:n vuoden 2022 viimeisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimus (EA SPF), Federal Reserve Bank of Philadelphia'n vuoden 2022 viimeisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimus (US SPF).
 Huom: Yhdysvaltojen kyselytutkimus on suoritettu kuukautta myöhemmin kuin euroalueen vastaava. US SPF -kyselytutkimuksessa odotukset vuoden päähän on laskettu kyselykierrosta seuraavien neljän vuosineljänneksen keskimääräisenä odotettuna inflaatiovauhtina (eli vuoden 2022 viimeisen neljänneksen kyselytutkimuksessa tämä tarkoittaa vuoden 2023 neljänneksen inflaatiovauhtien keskiarvoa). Odotukset kahden vuoden päähän puolestaan tarkoittavat kyselytutkimuksen suorittamiseljänneksen aikaisia odotuksia seuraavan kalenterivuoden jälkeisen vuoden inflaatiovauhdista. EA SPF -kyselytutkimuksessa taas odotukset vuoden päähän on laskettu odotettuna inflaatiovauhtina vuoden kuluttua tuoreimpien tietojen päivämäärästä (eli vuoden 2022 viimeisen neljänneksen arviot perustuivat syyskuun 2022 tietoihin, joten inflaatio-odotus vuoden päähän viittaa syyskuun 2023 odotettuun inflaatiovauhtiin). Odotukset kahden vuoden päähän on puolestaan laskettu odotettuna inflaatiovauhtina kahden vuoden kuluttua tuoreimpien tietojen päivämäärästä (eli vuoden 2022 viimeisen neljänneksen arviot perustuivat syyskuun 2022 tietoihin, joten inflaatio-odotus kahden vuoden päähän viittaa syyskuun 2024 odotettuun inflaatiovauhtiin).

Kroatia ottaa euron käyttöön

Matteo Falagiarda ja Christine Gartner

Kroatia otti euron käyttöön 1.1.2023 ja siitä tuli euroalueen 20. jäsenvaltio.

[Euroopan komission](#) ja [Euroopan keskuspankin](#) vuoden 2022 lähentymisraporteissa esitetyt arviot tasoittivat tien euroalueen ensimmäiselle laajentumiselle sitten Liettuan liittymisen vuonna 2015.²⁶ Euroopan unionin neuvosto hyväksyi 12.7.2022 virallisesti Kroatian hakemuksen liittyä euroalueeseen ja asetti Kroatian kunan muuntokurssiksi 7,53450 kunaa euroolta.²⁷ Tämä oli kunan ERM II -keskuskurssi koko sen ajan, kun Kroatia oli jäsenenä valuuttakurssimekanismissa.²⁸

Kroatia on pieni talous, joka on integroitunut tiiviisti euroalueeseen kaupan ja talouden kautta.

Sen väestö on noin 4 miljoonaa ja BKT noin 0,5 % euroalueen BKT:stä. Kroatian arvonlisäyksen koostumus on pääpiirteittäin samankaltainen kuin euroalueella kokonaisuutena: teollisuus (rakentaminen mukaan lukien) muodostaa siitä noin 25 % ja palvelut 72 % (kuvio A, kohta a). Turismi muodostaa suurimman osan Kroatian palvelualasta: turismitulot olivat vuonna 2019 BKT:stä noin 19 %. Osuus putosi merkittävästi vuonna 2020 koronapandemian takia mutta nousi taas vuosina 2021 ja 2022. Osuus on EU:n jäsenvaltioista ylivoimaisesti suurin (kuvion A kohta b). Turismilla on mittavia heijastusvaikutuksia myös muihin toimialoihin.

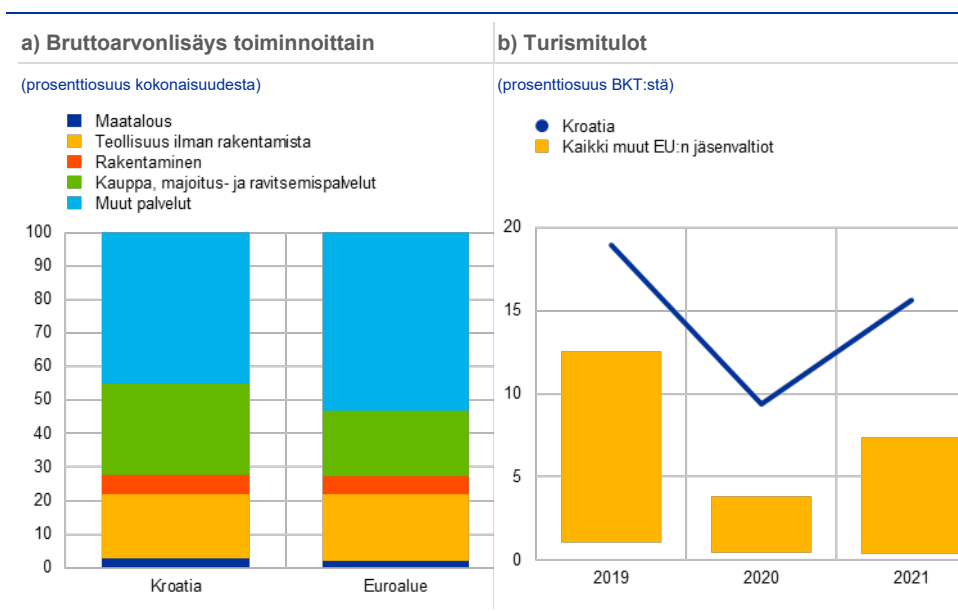
²⁶ Euroopan komission ja Euroopan keskuspankin lähentymisraportit on laadittu Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 140 kohdan 1 mukaisesti.

²⁷ Ks. EKP:n lehdistötiedote "Croatia to join euro area on 1 January 2023", 12.7.2022.

²⁸ Ks. *Talouksatsauksen* 6/2020 kehikko "Bulgarian leu ja Kroatian kuna ERM II -valuuttakurssimekanismissa", sekä *Talouksatsauksen* 8/2020 artikkeli "The European exchange rate mechanism (ERM II) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia".

Kuvio A

Kroatian talouden rakenne



Lähteet: Eurostat, EKP ja kirjoittajien laskelmat.

Huom: Kohta a) perustuu vuoden 2022 toisella neljänneksellä senhetkisinä arvoilla laskettuun bruttoarvonlisäykseen. "Kauppa, majoitus- ja ravitsemispalvelut" sisältää kaupan, kuljetuksen, majoituksen ja ravitsemistoiminnan. Kohta b) perustuu maksutasetilastoon sisältyviin matkailutuloihin, jotka mittaavat maassa käyneiden ulkomaisten matkailijoiden tavara- ja palveluostoja. Keltaiset palkit osoittavat muiden EU:n jäsenvaltioiden suurimman ja pienimmän arvon vaihteluväliä.

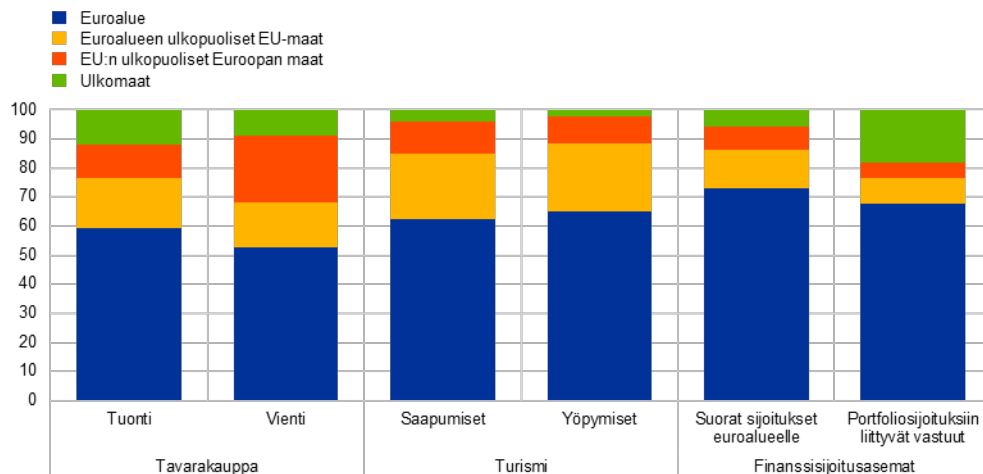
Euroalue on Kroatian tärkein kauppa- ja rahoituskumppani (kuvio B). Lisäksi muiden euroalueen maiden rahoituslaitosten omistamat pankit hallitsevat suurinta osaa Kroatian pankkijärjestelmästä. Ennen euron käyttöönottoa Kroatian talous oli jo huomattavan euroistunut. Merkittävä osa julkisesta ja yksityisestä velasta oli euromääräistä, samoin kotitalouksien säästöistä ja yritysten likvideistä varoista (kuvio C).²⁹ Kaiken kaikkiaan Kroatian talouden suhdannekierto on ollut hyvin pitkälti synkronoitunut euroalueen kanssa euron käyttöönottoon johtaneiden kymmenen vuoden ajan.

²⁹ Euroalueeseen kuulumattomille maille pitkälle menevä euroistuminen saattaa aiheuttaa myös riskejä sekä rajoittaa niiden kotimaisen talouspolitiikan liikkumavaraa.

Kuvio B

Kroatian ulkomaankaupan ja rahoituksen kytkökset euroalueeseen

(prosenttiosuus kokonaisuudesta)



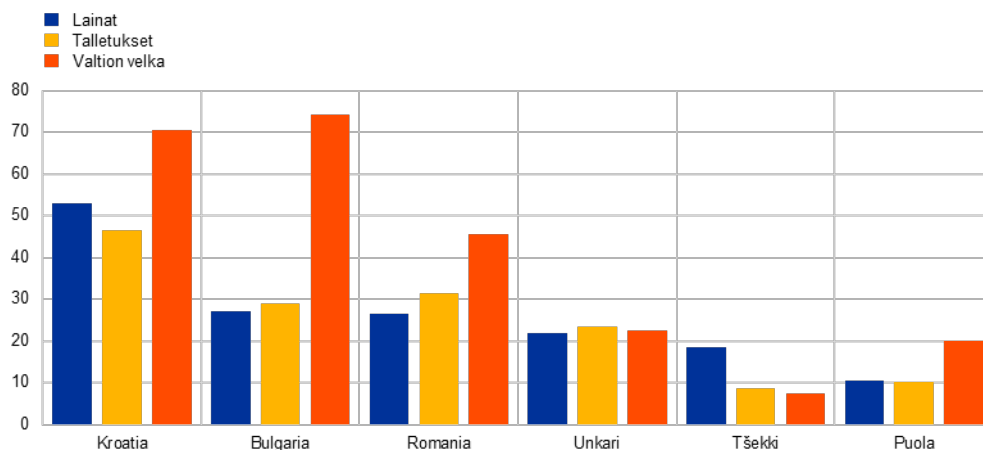
Lähteet: Kroatian tilastolaitos, Kansainvälinen valuuttarahasto (CDIS ja CPIS) sekä EKP:n laskelmat.

Huom: "DI" tarkoittaa suoria sijoituksia ja "PI" portfoliosijoituksia. "CDIS" on akronyymi kyselytutkimuksen nimestä "Coordinated Direct Investment Survey" ja vastaavasti "CPIS" muodostuu sanoista "Coordinated Portfolio Investment Survey". Ulkomaankaupan, turismin ja portfoliosijoituksiin liittyvien vastuiden tilastotiedot koskevat vuotta 2021. Suoria sijoituksia koskevat tiedot ovat vuodelta 2020. Turistien saapumisia ja yöpymisiä koskevat tiedot eivät sisällä kotimaisia turisteja. Portfoliosijoituksiin liittyvät vastuut on laskettu Kroatiaan kohdistuvien kahdenvälisten saamisten vastaparina.

Kuvio C

Osuus euromääräisistä lainoista, talletuksista ja valtionvelasta

(prosenttiosuus kokonaisuudesta)



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Luvut viittaavat yksityisen sektorin muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten laina- ja talletuskantoihin elokuun 2022 lopussa sekä julkisen talouden velkakantaan vuoden 2021 lopussa.

Kroatian talouden odotetaan hyötävän valuuttariskin poistumisesta sekä transaktio- ja lainakustannusten pienemisestä.

Koska Kroatian talous on jo syvästi integroitunut euroalueeseen, sen odotetaan hyötävän euron käyttöönotosta olettaen, että se harjoittaa jatkossa tervettä finanssi-, rakenne- ja rahoituspolitiikkaa. Hyötyjä ovat muun muassa: i) erään viime aikojen keskeisimmän Kroatian talouden haavoittuvuuden lähteen eli euroon liittyvän valuuttakurssiriskin poistuminen; ii) positiivinen vaikutus ulkomaankauppaan (ml. turismi) ja investointeihin transaktiokustannusten pienemisen sekä hintojen läpinäkyvyyden

ja vertailukelpoisuuden paranemisen myötä;³⁰ sekä iii) lainanotokustannusten pieneneminen kansantaloudessa inflaatio-odotusten paremman kiinnittymisen ansiosta sääntelykustannusten ja valuutariskin vähentymisen myötä. Euron käyttöönottoon liittyvien kustannusten ja riskien, kuten käteisrahan vaihtokustannusten tai perustelemattomien hinnankorotusten riskin (joiden torjumiseksi Kroatian viranomaiset ovat toteuttaneet useita toimenpiteitä), odotetaan olevan verrattain pieniä ja kertaluonteisia. Koska Kroatian talouden ja rahoitusmarkkinoiden integraatio euroalueeseen on jo syvällistä ja kunan ja euron vaihtokurssi on tähän saakka pysynyt vakaana, epäsymmetristen sokkien torjuntavälineenä valuuttakurssin sääntelymahdollisuuden menettämisen kustannus jäänee pieneksi. Tällaisten kustannusten rajoittamiseksi Kroatian viranomaisten on kuitenkin noudatettava tervettä talous- ja finanssipolitiikkaa sekä yhteisvaluuttaan ja yhteiseen rahapolitiikkaan erottamattomasti kuuluvia rajoitteita.

Liittyttyään EU:hun vuonna 2013 Kroatia on edistynyt huomattavasti makrotalouden epätasapainoisuuksien korjaamisessa ja taloudellisessa lähentymisessä euroalueeseen.

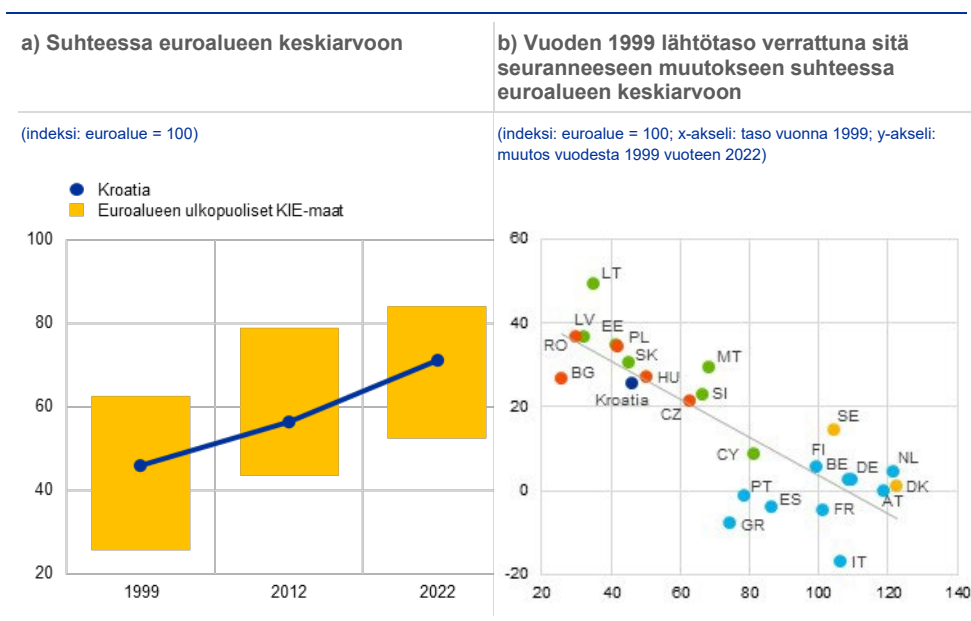
Vuosien 2009–2014 pitkän taantuman aikana syntyneet makrotalouden epätasapainoisuudet on saatu asteittain korjattua. Ne liittyivät suureen ulkoiseen, yksityiseen ja julkiseen velkaan sekä alhaiseen potentiaaliseen kasvuun. Sen jälkeen talouden elpyminen ja uskottava talouspolitiikka, kuten varovainen finanssipolitiikka sekä työmarkkinoiden ja liiketoimintaympäristön uudistukset, ovat johtaneet näiden haavoittuvuuksien vakaaseen pienenemiseen. Samaan aikaan Kroatian talous lähentyi merkittävästi suhteessa euroalueeseen. Sen BKT henkeä kohden oli noin 55 % euroalueen keskiarvosta vuonna 2012 (juuri ennen maan liittymistä EU:hun) mutta jo hieman yli 70 % vuonna 2022 (kuvio D, kohta a). Kroatian talouskasvu kuvasti tyypillistä perässähiittäjän etua, joka on havaittu vuoden 2002 jälkeen euron käyttöönottoneissa maissa sekä muissa euroalueen ulkopuolisissa maissa (kuvio D, kohta b). Lisäksi Kroatia lähentyi suhteessa yhteiseen pankkivalvontaan vuonna 2020, jolloin voimaan tuli tiivistä yhteistyötä koskeva sopimus, joka on euroalueeseen kuuluvien maiden väylä pankkiunioniin.³¹ Tämä kehikko varmisti yhtenäisten valvontakriteerien noudattamisen ja siten edisti rahoitusvakautta ja rahoitusmarkkinoiden integraatiota.

³⁰ Kaupan ja turismin odotetaan hyötyvän myös Kroatian liittymisestä Schengen-alueeseen 1.1.2023.

³¹ Ks. lisätietoa EKP:n lehdistötiedotteesta ”[ECB establishes close cooperation with Croatia's central bank](#)”, 10.7.2020.

Kuvio D

BKT:n määrä henkeä kohden



Lähteet: Euroopan komissio (AMECO-tietokanta) ja EKP:n laskelmat.

Huom: Perustuu ostovoimastandardin mukaiseen henkeä kohden laskettuun BKT:n määrään. Ks. lisätietoja artikkelin J.L. Diaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F.F. Heinz ja S. Muzikarova, "Real convergence in the euro area: a long-term perspective" kehikosta 2, *Occasional Paper* -julkaisusarjan nro 203, EKP, joulukuu 2017. Vuoden 2022 tiedot Euroopan komission syksyn 2022 ennusteesta. "KIE" tarkoittaa Keski- ja Itä-Eurooppaa. Kohdassa a) keltaiset palkit osoittavat euroalueen ulkopuolisten Keski- ja Itä-Euroopan maiden (Bulgaria, Puola, Romania, Tšekin tasavalta, Unkari) vähimmäis- ja enimmäisarvon vaihteluväliä. Kohdassa b) punaiset täplät osoittavat euroalueen ulkopuolisia Keski- ja Itä-Euroopan maita (Bulgaria, Puola, Romania, Tšekin tasavalta, Unkari); keltaiset täplät Ruotsia ja Tanskaa; vihreät täplät vuoden 2002 jälkeen euroalueeseen liittyneitä maita (Kypros, Malta, Latvia, Liettua, Slovakia, Slovenia ja Viro) ja vaaleansiniset täplät ennen vuotta 2022 euroalueeseen liittyneitä maita (Alankomaat, Belgia, Espanja, Italia, Itävalta, Kreikka, Portugali, Ranska, Saksa ja Suomi). Irlanti on jätetty pois laskelmasta, koska sen BKT muuttui vuonna 2015 poikkeuksellisella tavalla, joka ei kuvaa aitoa talouskasvua. Luxemburg on jätetty pois laskelmasta, koska sen BKT henkeä kohden on väärästynyt suuren rajat ylittävän työvoiman takia.

Kroatian talous elpyi voimakkaasti vuoden 2020 huomattavasta notkahduksesta ja on kestänyt hyvin taloudelliset haittavaikutukset, joita Venäjän hyökkäys Ukrainaan on aiheuttanut. Koska Kroatian talous on

riippuvainen turismista, pandemia heikensi taloutta ankarasti ja BKT:n määrä supistui 8,6 % vuonna 2020. Vaikka kriisin taloudellisia vaikutuksia pehmennettiin talouspolitiikan keinoin, taantuma keskeytti tilapäisesti edistyksen, jota makrotalouden epätasapainojen korjaamisessa oli saavutettu ennen pandemiaa. Vuonna 2021 tässä alettiin jälleen edistyä, ja talouskasvu ylsi kaksinumeroiseen vauhtiin (13,1 %) menestyksekkään turismikauden sekä vahvan yksityisen kulutuksen ja investointien tukemana. Kroatian talouden kasvuvauhti oli EU:n vahvimpia myös vuonna 2022, koska sen turismisektori menestyi edelleen hyvin ja maan ulkomaankaupan ja rahoitusmarkkinoiden kytkökset Venäjään olivat verrattain vähäiset.³² Energian ja elintarvikkeiden hintojen voimakkaan nousun takia kuluttajahintainflaatio kiihtyi edelleen vuonna 2022 ja oli huomattavasti nopeampaa kuin euroalueella. Finanssipoliittiset toimet, kuten arvonlisäveron alennukset sekä kaasun, sähkön ja peruselintarvikkeiden hintakatot, polttoaineen valmisteverojen alennukset ja öljytuotemarginaalien jäädytykset auttoivat hillitsemään inflaatiopaineita tilapäisesti. Kaiken kaikkiaan koronaviruksen johtuvat erilaiset sotit ja Ukrainan sota ovat vaikuttaneet vain rajallisesti Kroatian kykyyn täyttää euron

³² Vuoden 2022 perusteellisessa arvioissaan Euroopan komissio totesi, että Kroatiassa ei enää ollut tasapainottomuuksia, kun niitä oli havaittu vielä edellisvuonna.

käyttöönotton edellyttämät lähentymiskriteerit. Tästä huolimatta inflaation lähentymisen kestävyys liittyy huolia – esimerkiksi siitä, kiihdyttävätkö kokonaisuksynän tukemiseksi toteutetut finanssipoliittiset toimet inflaatiota.

Kaikkien euron mukanaan tuomien etujen hyödyttäminen ja mukautusmekanismien toimivuuden varmistaminen laajentuneella euroalueella edellyttävät Kroatialta sen taloudellisen lähentymisen varmistamista. Talouspolitiikka tulisi laatia siten, että sillä tuetaan potentiaalista kasvua ja häiriönsietokykyä makrotalouden epätasapainoisuuksien torjumiseksi. Kroatian talouskasvupotentiaali vaikuttaa edelleen vaimealta perässähiittäjän etua hyödyntäväksi taloudeksi. Siksi on tärkeää toteuttaa rakennepoliittisia toimia potentiaalisen kasvun nopeuttamiseksi sekä talouden kilpailukyvyn ja häiriönsietokyvyn parantamiseksi. Etusijalle voisi nostaa institutionaalisen ja liiketoiminnallisen ympäristön, julkishallinnon ja oikeusjärjestelmän laadun ja tehokkuuden parantamisen sekä maan infrastruktuurin modernisoinnin. Kaiken kaikkiaan politiikkatoimissa tulisi keskittyä uusia teknologioita koskevien innovaatioiden ja investointien tukemiseen pitäen silmällä myös talouskasvun lähteiden monipuolistamista muille sektoreille turismin ohella. Työn tuottavuuden kohentamiseksi olisi olennaista toteuttaa politiikkatoimia, joilla a) vähennetään työmarkkinoiden kohtaanto-ongelmia, ii) parannetaan työvoiman tarjonnan määrää ja laatua, iii) korotetaan alhaista työvoiman osallistumisastetta sekä iv) päivitetään koulutusjärjestelmä talouden tarpeita vastaavaksi. Uudistusohjelman loppuunsaattamiseksi on ensisijaisen tärkeää varmistaa maalle kohdistettujen EU-varojen tehokas käyttöaste.³³

³³ Uudistusohjelma sisälsi myös useita Kroatian viranomaisten ERM II:een liittymisen yhteydessä antamia politiikkasitoumuksia, jotta Kroatia voisi saavuttaa korkean taloudellisen lähentymisasteen euron käyttöönottoon mennessä. Nämä sitoumukset liittyvät maan rahanpesun torjuntajärjestelmään, liiketoimintaympäristöön, julkisen sektorin hallintoon ja maksukyvyttömyysmenettelyihin. Ks. lisätietoja EKP:n lehdistötiedotteesta "[Communiqué on Croatia](#)", 10.7.2020.

3 Energian hintojen nousun vaikutus palveluiden ja tavaroiden kulutukseen euroalueella

Alina Bobasu ja Johannes Gareis

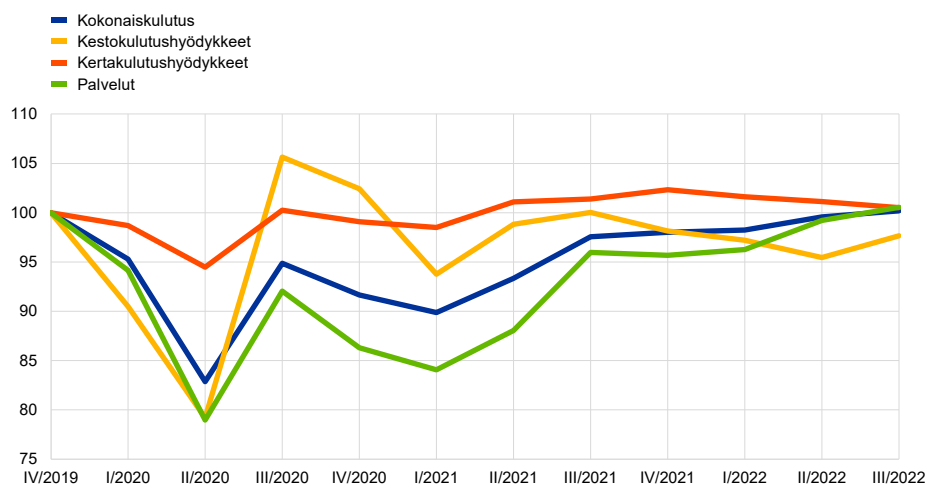
Vaikka kotitalouksien reaalin kulutus euroalueella on viime aikoina kasvanut, yksittäisten kulutuserien kehitys on ollut vaihtelevaa.

Yksityinen kokonaiskulutus euroalueella kasvoi huomattavasti vuoden 2022 toisella ja kolmannella neljänneksellä. Kasvun tärkein taustatekijä oli palveluiden kulutus, joka lähti voimakkaaseen nousuun alkuvuoden vaimeamman kehityksen jälkeen (kuvio A).³⁴ Sitä vastoin kertakulutushyödykkeiden kulutus supistui jo kolmannella peräkkäisellä neljänneksellä. Myös kestokulutushyödykkeiden kulutus pysyi laskusuuntaisena (jo vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä lähtien) aina vuoden 2022 toiselle neljännekselle asti ja alkoi kohentua kolmannella neljänneksellä. Vaikka yksityisen kokonaiskulutuksen elpymistä edistivät monet tekijät, kuten pandemiarajoitusten laajamittainen purkaminen ja tarjontarajoitteiden vähittäinen helpottuminen, energian hintojen voimakkaan nousun vaikutus kotitalouksien ostovoimaan hidasti kuitenkin kulutuksen kasvua huomattavasti.³⁵ Tässä kehikossa arvioidaan energian hintojen nousun määrällistä vaikutusta kotitalouksien reaaliin kulutukseen euroalueella. Tarkastelun keskiössä ovat energian tarjontasokit, joiden merkitys on kasvanut vuoden 2021 puolivälin jälkeen ja etenkin Venäjän hyökättyä Ukrainaan alkuvuodesta 2022.³⁶

Kuvio A

Yksityisen reaalin kulutuksen kehitys euroalueella

(IV/2019 = 100)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kertakulutushyödykkeisiin sisältyvät myös puolittaiset kestokulutushyödykkeet.

³⁴ Kotitalouksien reaalin kulutus ja sen erät euroalueella perustuvat maakohtaisesti saatavilla olleiden tietojen pohjalta aggregoituihin lukuihin.

³⁵ Ks. esim. *Talouksatsauksen* 3/2022 artikkeli "Energy prices and private consumption: what are the channels?".

³⁶ Ks. *Talouksatsauksen* 4/2022 artikkeli "Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices".

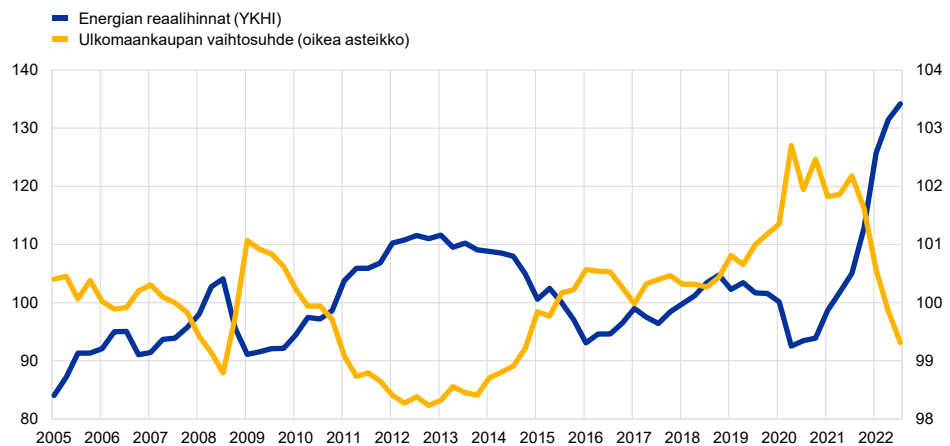
Viimeaikainen energian hintojen jyrkkä nousu on vaikuttanut suuresti kotitalouksien käytettävissä oleviin reaalityuloihin.

Kun arvioidaan energian hintamuutosten vaikutusta yksityiseen reaaliiseen kulutukseen, hyödyllisenä indikaattorina toimii BKT-deflaattorin ja yksityisen kulutuksen deflaattorin (eli tulopuolen ja menopuolen deflaattorien) välinen suhde. Tällä ulkomaankaupan vaihtosuhteen mittarilla on vahvat teoreettiset perusteet, ja sillä voidaan tarkastella sekä välittömien kanavien (esim. kuluttajahinnat) että välillisten kanavien (esim. palkat) kautta tapahtuvaa energian hintojen vaikutusta kotitalouksien ostovoimaan.³⁷ Euroalueella tämä indikaattori korreloi negatiivisesti energian reaalihintojen kanssa ja on laskenut voimakkaasti vuoden 2021 lopusta lähtien. Kotitalouksien käytettävissä olevien reaalityulojen ja yksityisen kulutuksen kehitys ovatkin heikentyneet huomattavasti (kuvio B).³⁸

Kuvio B

Energian reaalihintat ja ulkomaankaupan vaihtosuhte

(2015 = 100)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. "Energian reaalihintat" tarkoittaa YKHI-indeksin energiaerän ja koko YKHI-indeksin välistä suhdetta. Ulkomaankaupan vaihtosuhte on määritetty BKT-deflaattorin ja yksityisen kulutuksen deflaattorien väliseksi suhteeksi.

Energian tarjontasokkien vaikutus yksityiseen kulutukseen voidaan määrittää strukturaalisen vektoriautoregressiomallin (SVAR) avulla.

SVAR-malliin sisältyy BKT:n deflaattorin ja yksityisen kulutuksen deflaattorien välinen suhde ulkomaankaupan vaihtosuhteen indikaattorina sekä YKHI-indeksi, BKT, kolmen kuukauden euriborkorko ja joko yksityinen kokonaiskulutus tai kestokulutushyödykkeiden, kertakulutushyödykkeiden tai palveluiden kulutus. Talouden rakennetekijät on määritetty mallin muuttujien vasteisiin kohdistuvien etumerkkirajoitusten avulla. Energian tarjontasokien määrittämiseksi energian tarjonnan odottamaton heikkeneminen on mallinnettu olettamalla, että

³⁷ Yksityiskohtainen tarkastelu on *Talouksatsauksen* 6/2018 kehikossa "Öljyn hinta, ulkomaankaupan vaihtosuhte ja yksityinen kulutus".

³⁸ Ulkomaankaupan vaihtosuhteeseen saattavat vaikuttaa myös muut tekijät (esim. nimellinen valuuttakurssi ja muiden hyödykkeiden ja palveluiden kuin energian hinnat). Empiirisesti on kuitenkin havaittu, että suurin osa ulkomaankaupan vaihtosuhteen vaihteluista euroalueella selittyy energian hinnalla. Tarkastelu kotitalouksien käytettävissä olevista reaalityuloista tulonlähteen mukaan ja ulkomaankaupan vaihtosuhteesta energian hintojen voimakkaan vaihtelun aikoina on *Talouksatsauksen* 3/2022 artikkelissa "Energy prices and private consumption: what are the channels?".

ulkomaankaupan vaihtosuhteen odottamaton heikkeneminen (eli energian reaalihintojen kasvu) aiheuttaa välittömän positiivisen vaikutuksen inflaatioon ja välittömän negatiivisen vaikutuksen reaalityalouden kehitykseen ja kotitalouksien kulutukseen.³⁹

Viime vuosineljänneksillä energian tarjontasokit ovat vähentäneet huomattavasti kotitalouksien reaalista kulutusta ja etenkin

kestokulutushyödykkeiden hankkimista. Energian tarjontasokit ovat merkittävästi vähentäneet yksityistä kokonaiskulutusta viime vuosineljänneksillä (kuvio C). Sen sijaan vaikutukset yksittäisiin kulutuseriin olivat vaihtelevia. Energian tarjontasokkien negatiivinen vaikutus palveluiden kulutukseen oli vähäinen, joten tämä erä kasvoi huomattavasti talouden avautumisen jälkeen keväällä 2022. Sokkien negatiivinen vaikutus kertakulutushyödykkeiden ja erityisesti kestokulutushyödykkeiden kulutukseen oli kuitenkin selkeästi suurempi, mikä kuvastaa viime vuosineljänneksen heikkouksia. Kestokulutushyödykkeiden kulutuksen jokseenkin voimakas vaste energian hintojen nousuun johtuu todennäköisesti siitä, että kotitaloudet voivat käyttää jo hankkimiaan kestokulutushyödykkeitä ilman, että se vaikuttaa välittömästi hyvinvointiin.⁴⁰ Kun lisäksi energian hintojen vaihtelu on lisännyt epävarmuutta, kotitaloudet ovat mahdollisesti päättäneet lykätä kertakulutushyödykkeiden hankkimista, sillä niiden kohdalla ostopäätöstä on vaikea perua.⁴¹

³⁹ Mallissa on määritetty myös aggregoitu kysyntäsokki, aggregoitu tarjontasokki, rahapoliittinen sokki ja jäännösokki sen varmistamiseksi, että mallin kaikki muut sokit eivät toimi samoin kuin energian hintasokki. Käytetyt rajoitukset on määritetty energian hintasokkeja ja muita rakenteellisia sokkeja käsittelevien tutkimusten mukaan. Ks. esim. A. M. Conti, S. Neri ja A. Nobili, "Low inflation and monetary policy in the euro area", *Working Paper* -sarjan julkaisu nro 2005, EKP, 2017.

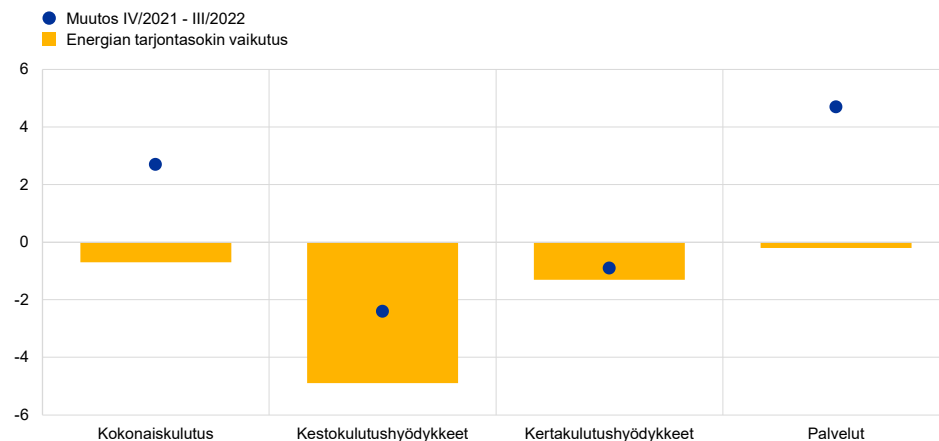
⁴⁰ Ks. M. Browning ja T. F. Crossley, "Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss", *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, nro 6, 2009.

⁴¹ Ks. P. Edelstein ja L. Kilian, "How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, nro 6, 2009, s. 766-779. Kestokulutushyödykkeiden yhteyttä suhdannevaiheeseen euroalueella käsitellään *Talouskatsauksen* 5/2020 artikkelissa "Consumption of durable goods in the euro area".

Kuvio C

Energian tarjontasokkien vaikutus kotitalouksien reaaliseen kulutukseen euroalueella

(muutos prosentteina ja vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tulokset perustuvat neljään erilliseen strukturaaliseen vektoriautoregressiomalliin (SVAR), joissa käytetään etumerkkirajoituksia. Kuhunkin malliin sisältyy BKT:n deflaattorin ja yksityisen kulutuksen deflaattorin välinen suhde ulkomaankaupan vaihtosuhteen indikaattorina sekä YKHI-indeksi, BKT, kolmen kuukauden euriborkko ja joko yksityinen kokonaiskulutus tai kestokulutushyödykkeiden, kertakulutushyödykkeiden tai palveluiden kulutus. Mallit on estimoitu neljännesvuosittaisilla tiedoilla (prosenttimuutoksina edelliseen neljännekseen nähden muiden muuttujien paitsi kolmen kuukauden euriborkon osalta). Otos kattaa ajanjakson vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2019 neljanteen neljännekseen. Näin vältetään koronaviruspandemian aikaisien epätavallisten talouden vaihteluiden vaikutus mallin estimointiin. Kertakulutushyödykkeisiin sisältyvät myös puolittaiset kestokulutushyödykkeet.

Energian hintojen nousu vähentänee kotitalouksien reaalista kulutusta edelleen seuraavilla vuosineljänneksillä.

Energian hintojen pysyessä korkeina ja suuren epävarmuuden jatkuessa kotitalouksien käytettävissä olevat reaalitytulot todennäköisesti supistuvat entisestään vuodenvaihteessa, mikä vaikuttaa negatiivisesti kotitalouksien kulutukseen ja etenkin kestokulutushyödykkeiden hankintaan, vaikka tarjontarajoitteiden helpottumisen voidaankin olettaa vaikuttavan positiivisesti. Palveluiden kulutus on suhteellisen sietokykyinen energian hintojen nousulle, mutta senkin heikkeneminen on odotettavissa, kun talouden avautumisen vaikutukset vähitellen hiipuvat. Kaiken kaikkiaan tämän tutkimuksen tulokset viittaavat kulutuksen huomattavasti heikompaan kehitykseen lähiaikoina, kuten myös joulukuussa 2022 julkaistuissa euroalueen talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa on esitetty.

4 Palkkojen kehitys euroalueen maissa pandemian alusta lähtien

Katalin Bodnár ja Julien Le Roux

Koronapandemia ja erilaiset tavat reagoida siihen ovat vaikuttaneet voimakkaasti palkkojen kasvun indikaattoreihin kaikissa euroalueen maissa.⁴²

Tässä kehikossa tarkastellaan palkansaajakorvausten kehitystä työntekijää ja tehtyä työtuntia kohden eri maissa pandemian alusta lähtien. Vaikka sokki oli kaikissa maissa samantyyppinen, sen vaikutuksissa oli eroja. Tämä johtuu muun muassa pandemian vaikutuksista eri toimialoilla, kuten henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvissa palveluissa (erityisesti turismi). Vaikka myös kaikkien maiden reaktiot pandemiaan olivat samantyyppisiä, kuten työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjä, nämä järjestelyt poikkesivat selvästi toisistaan sekä perusteiltaan että niiden piiriin kuuluvien työntekijöiden osuuksia tarkastellen. Yleisesti ottaen pandemian alulle panema talouden taantuma aiheutti työvoimapanoksen voimakkaan supistumisen kaikissa maissa, mutta se ilmeni pikemminkin henkeä kohden tehtyjen työtuntien määrän kuin työllisyyden vähenemisenä. Koska tekemättä jääneitä työtunteja korvattiin osittain, työntekijää kohden lasketut palkansaajakorvaukset yleisesti ottaen supistuivat, mutta tehtyä työtuntia kohden ne tilapäisesti jopa kasvoivat.⁴³

Maiden väliset erot työpaikkojen säilyttämisjärjestelyissä myötävaikuttivat työmarkkina- ja palkkakehityksen heterogeenisyyteen. Järjestelyissä oli eroja niiden muodon, kattavuuden ja tuen suuruuden suhteen. Useimmissa maissa ne toteutettiin työajan lyhennyksinä tai lomautuksina.⁴⁴ Keskeisin ero järjestelyjen välillä oli se, että lyhennetyt työajan järjestelyissä työntekijät tekivät vähemmän työtunteja kuin heidän työsopimuksissaan oli määrätty, kun taas lomautusjärjestelyissä työntekijät eivät tehneet töitä, mutta heidän työsopimuksensa pysyivät voimassa.⁴⁵ Molemmissa tapauksissa työntekijän normaalisti tekemien työtuntien vähenemisestä seuraava ansionmenetys korvattiin kokonaan tai osittain julkisin varoin. Useimmissa järjestelyissä maksettiin vain osa täydestä kuukausipalkasta ja tuen osuus riippui tehdyistä työtunneista. Lyhennetyt työajan järjestelyissä työnantajille maksettiin tukea työntekijöiden tekemättä jättämisestä työtunneista, ja työntekijät saivat tietyn prosenttiosuuden palkastaan tosiasiaa tehdyistä työtunneista riippumatta. Siten nämä tulonsiirrot luokiteltiin palkansaajakorvauksiksi. Sitä vastoin lomautusjärjestelyissä yritykset saattoivat käyttää tilapäisiä lomautuksia ja

⁴² Ks. myös tämän *Talouksatsauksen* artikkeli "[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)".

⁴³ Ks. *Talouksatsauksen* 8/2020 artikkeli "[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)".

⁴⁴ Ks. työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen luokittelusta J. Drahokoupil ja T. Müller, "[Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic](#)", *Working paper* -julkaisusarjan numero 07, 2021, European Trade Union Institute, 2021, ja Eurofound, "[COVID-19: Implications for employment and working life](#)", *COVID-19* -julkaisusarja, Euroopan unionin julkaisutoimisto. On kuitenkin syytä huomata, että työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen luokittelu vaihtelee hieman julkaisusta toiseen. Tässä kehikossa noudatetaan Drahokoupilin ja Müllerin luokittelua. Ks. erityyppisten työpaikkojen säilytysjärjestelyjen vaikutuksista työvoimakustannustilastoihin Eurostatin verkkosivustolla "[Methodological note: Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#)", 24.4.2020.

⁴⁵ Lomautuksella tarkoitetaan tilannetta, jossa työntekijät katsotaan työttömiksi, mutta heidän työsopimuksensa yrityksen kanssa pysyy voimassa, joten he voivat palata aiempaan tehtäväänsä entisiin ehdoin.

työntekijöille maksettiin korvausta tekemättä jääneistä työtunneista joko suoraan valtiolta tai työnantajien välityksellä. Siten näitä tulonsiirtoja ei luokiteltu osaksi palkansaajakorvauksia.⁴⁶ Vain pieni määrä valtioita käytti palkkatukijärjestelyjä, joissa työnantajien saamia tukia ei kytketty työntekijäkohtaisten työtuntien määrän muutoksiin.⁴⁷ Joissakin euroalueen maissa käytettiin myös eri järjestelyjä rinnakkain tai käytettyä järjestelyä vaihdettiin pandemiakriisin aikana.

Kaksi ja puoli vuotta pandemian alusta henkeä kohden tehtyjen työtuntien voimakkaimmat ensivaikutukset työntekijäkohtaisiin palkansaajakorvauksiin ovat pitkälti helpottaneet. Kuvio A kuvaa työntekijäkohtaisten

palkansaajakorvausten prosentuaalista muutosta ja vertaa niiden kriisiä edeltänyttä tasoa vuoden 2020 toisen neljänneksen (kriisin aallonpohja useimmissa maissa) sekä vuoden 2022 kolmannen neljänneksen (tuoreimmat tiedot) tasoon. Ensimmäisen jakson muutos oli pääasiassa epäsuotuisa, negatiivisimmillaan Italiassa -10,9 % ja positiivisimmillaan Alankomaissa 3,1 % (kuvio A, kohta a). Koska työtunnit vähenivät voimakkaasti, palkansaajakorvaukset tehtyä työtuntia kohden kasvoivat yleisesti. Muutos vuoden 2022 kolmanteen neljännekseen mennessä vaihteli Kreikan 2,9 prosentista Viron 29,3 prosenttiin (kuvio A, kohta b). Tuoreimpien tietojen vertailu pandemiaa edeltäneeseen tilanteeseen osoittaa, että palkansaajakorvaukset tehtyä työtuntia kohden olivat työntekijäkohtaisten palkansaajakorvausten kumulatiivisen kasvun tärkein taustatekijä kaikissa maissa. Joissakin maissa se liittyi myös työntekijää kohden tehtyjen työtuntien vähenemiseen. Tämä yleiskuva ei välttämättä tarkoita sitä, että jokaisen työntekijän tehtyä työtuntia kohden saama korvaus olisi kasvanut. Se voi ilmentää myös esimerkiksi työllisyyden rakenteellista muutosta. Työntekijäkohtaisten palkansaajakorvausten kumulatiivinen muutos tai palkkojen hajotelma tuntia kohden tai työntekijää ja tehtyä työtuntia kohden eivät ole selkeästi sidoksissa siihen, minkä tyyppistä työpaikkojen säilyttämisjärjestelmää on sovellettu. Muut tekijät, kuten järjestelyn erityiset ehdot (esimerkiksi kelpoisuuskriteerit, toimialakohtaisuus, kesto jne.) olivat työvoimapanoksen ja palkkojen sopeutumisen kannalta tärkeämpiä. Esimerkiksi työntekijäkohtaisten tehtyjen työtuntien määrän sopeutuminen pandemian alettua oli tyypillisesti voimakkaampaa järjestelmissä, joihin kuului mahdollisuus tai vaatimus tehdä nolla työtuntia.⁴⁸

⁴⁶ Ks. *Talouskatsauksen* 4/2020 kehikko ”Lyhennetyt työajan järjestelyt ja niiden vaikutukset palkkoihin ja käytettävissä oleviin tuloihin”.

⁴⁷ Alankomaissa käytettiin hybridijärjestelyä, jossa tuen suuruus oli suhteessa tulojen vähenemiseen. Ks. myös ”Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond”, OECD, 2020.

⁴⁸ Muutkin tekijät ovat vaikuttaneet työvoimapanoksen sopeutumiseen. Työllisyys oli esimerkiksi verrattain korkeaa Espanjassa, jossa tilapäisten työsuhteiden osuus on suuri.

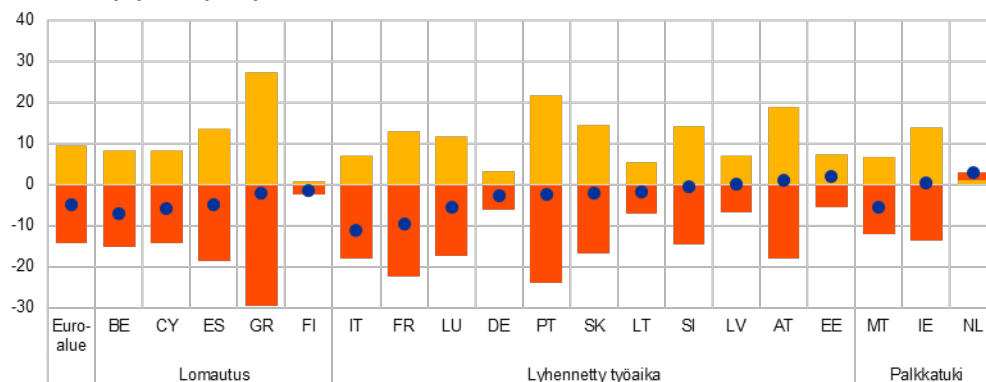
Kuvio A

Palkansaajakorvaukset työntekijää kohden ja niiden hajotelma pandemian aikana

a) Muutos vuoden 2020 toisella neljänneksellä vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen verrattuna

(prosenttimuutos ja kontribuutiot prosenttiyksikköinä)

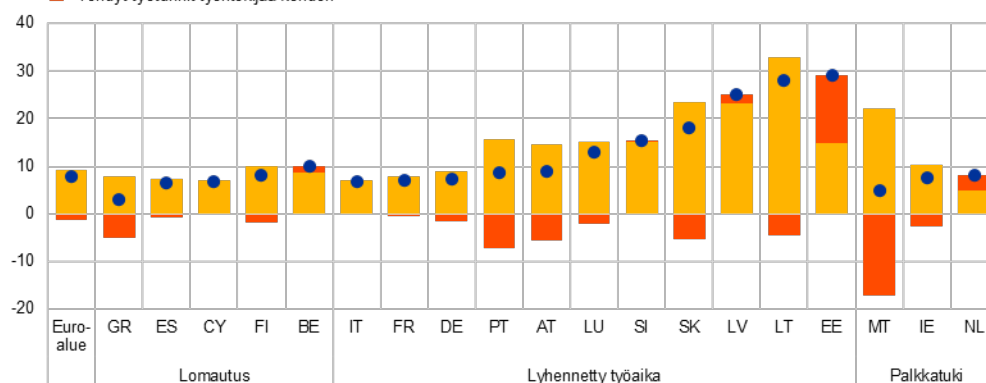
- Palkansaajakorvaukset työntekijää kohden
- Palkansaajakorvaukset tehtyä työtuntia kohden
- Tehdyt työtunnit työntekijää kohden



b) Muutos vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen verrattuna

(prosenttimuutos ja kontribuutiot prosenttiyksikköinä)

- Palkansaajakorvaukset työntekijää kohden
- Palkansaajakorvaukset tehtyä työtuntia kohden
- Tehdyt työtunnit työntekijää kohden



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuorein havainto Irlannista on vuoden 2022 ensimmäiseltä neljännekseltä, Italiasta ja Alankomaista toiselta neljännekseltä ja muista maista kolmannelta neljännekseltä.

Pandemiasokin koosta ja toimialoittain todennäköisesti erilaisista

vaikutuksista huolimatta palkkojen kasvun sektorijakauman muutokset eri maissa näyttävät itse asiassa rajallisilta.

Sokin historiallisen suuren voimakkuuden huomioon ottaen olisi voinut olettaa, että muutokset työvoiman koostumuksessa vaikuttaisivat palkkojen kokonaiskasvuun. Näin tapahtuu esimerkiksi aina, kun sokki vaikuttaa korkea- ja matalapalkkaisiin sektoreihin eri voimakkuudella. Koska yksityiskohtaista ja vertailukelpoista tietoa eri maista pandemijakson ajalta ei ole saatavissa, tällaisia muutoksia voidaan tarkastella vain kansantalouden tilinpidon pääsektoritasoilla. Sen perusteella useimmissa maissa implisiittiset koostumukseen liittyvät vaikutukset palkkojen kokonaiskasvuun jäivät

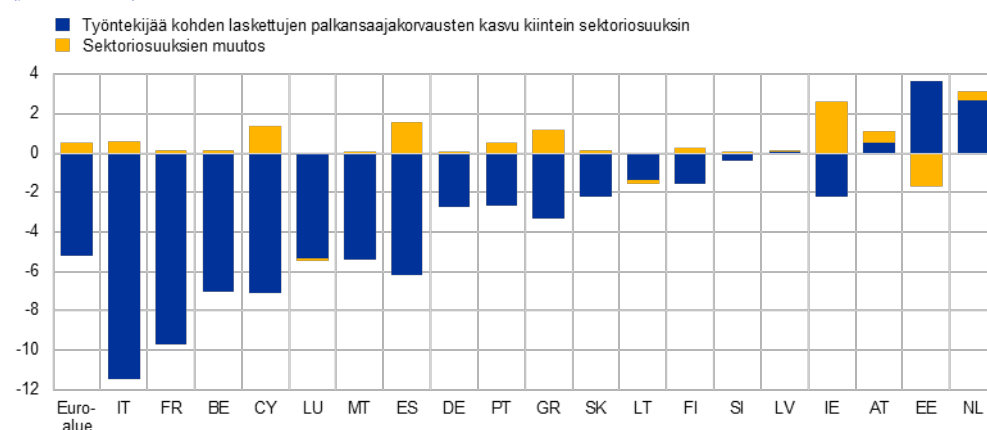
pieniksi (kuvio B).⁴⁹ Ne kiihdyttivät palkkojen kasvua, kun matalapalkka-alojen (pääasiassa henkilökohtaiseen kanssakäymiseen liittyvät palvelut) osuus työllisyydestä supistui ja korkeapalkkaisten sektorien (jotka useammin eivät perustu henkilökohtaiseen kanssakäymiseen) osuus kasvoi.⁵⁰

Kuvio B

Sektorijakauman vaikutukset työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvuun

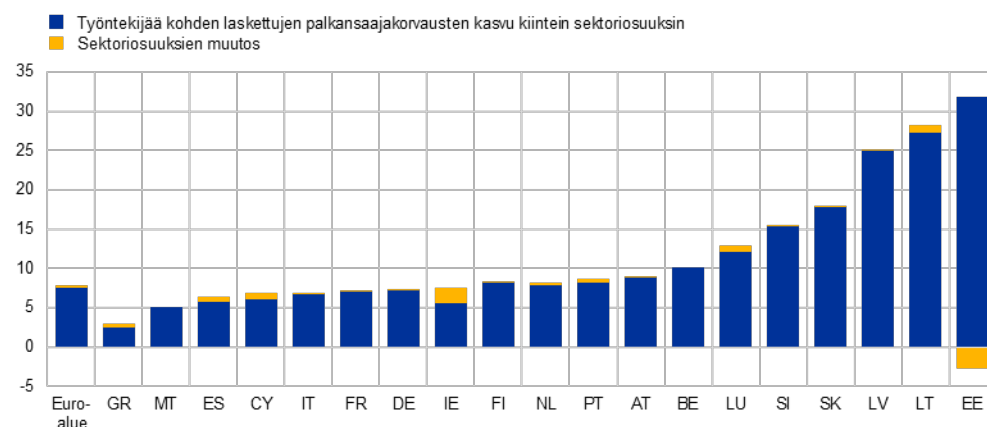
a) Vuoden 2020 toinen neljännes vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen verrattuna

(prosenttimuutos)



a) Vuoden 2022 kolmas neljännes vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen verrattuna

(prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuorein havainto Irlannista on vuoden 2022 ensimmäiseltä neljännekseltä, Italiasta ja Alankomaista toiselta neljännekseltä ja muista maista kolmannelta neljännekseltä. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu kiintein sektoriosuuksin on laskettu käyttäen vuoden 2019 viimeisen neljänneksen sektorikohtaisia osuuksia työllisyydestä. Tässä laskelmassa käytetään NACE 10 -toimialaluokitusta.

Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen vaikutuksesta eivät käy ilmi palkkainflaation tyypilliset taustatekijät, kuten tuottavuuden kasvu tai työmarkkinoiden kireys. Nämä tekijät kuitenkin vaikuttivat inflaation taustalla, ja ne

⁴⁹ Samansuuntaisia havaintoja tehtiin myös maailmanlaajuisen finanssikiriin yhteydessä. Ks. *Talouskatsaus* 8/2019 artikkeli "The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth".

⁵⁰ Samaan tapaan tehtyä työtuntia kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu pysyi rajallisena, mutta kaiken kaikkiaan ne kasvoivat enemmän kuin henkeä kohden lasketut palkansaajakorvaukset.

voivat osaltaan auttaa selittämään palkkojen kasvuvauhteissa ilmenneitä eroja.⁵¹ Esimerkiksi Baltian maissa tuottavuuden vahva kasvu on saattanut vauhdittaa palkkojen reipasta kasvua pandemian välittömien vaikutusten väistyttyä.⁵² Samoin erilainen työmarkkinatilanne, joka voi johtua esimerkiksi toimialakohtaisesta erikoistumisesta tai demografisista tekijöistä, on voinut johtaa erilaisiin palkkojen muutoksiin. Palkkojen kasvu on ollut maltillisinta koko pandemian jälkeisen jakson ajan maissa, joiden työttömyysaste on korkein. Palkkojen, tuottavuuden ja työmarkkinoiden käyttämättömän kapasiteetin välisten yhteyksien määrittäminen on kuitenkin haastavaa, koska niihin vaikuttaa erilaisia vääristymiä ja koska eri maiden työmarkkinainstituutiot ja -tilanne ennen pandemiaa olivat erilaiset.

Pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla työpaikkojen säilyttämisyjärjestelyjen vääristävä vaikutus palkkojen kasvuun on alkanut vähentyä kaikissa euroalueen maissa. Kun työpaikkojen säilyttämisyjärjestelyjen piiriin kuului vuoden 2020 toisella neljänneksellä yli 15 % euroalueen työvoimasta, vastaavan osuuden arvioidaan nyt olleen vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä alle 1 %, joten siitä aiheutuva vääristymä palkkojen mittaukseen on pienempi. Kuitenkin pandemian väistyessä inflaation kiihtymisestä on tullut yksi palkkojen kasvun taustatekijä kaikissa maissa, joskin inflaation voimakkuus ja välittyminen palkkoihin vaihtelee voimakkaasti maittain. Tämä vaihtelu kumpuaa palkanasetannasta ja muista rakenteellisista tekijöistä sekä maittain vaihtelevista inflaatioon ja palkkoihin vaikuttavista valtion toimenpiteistä, kuten myös erilaisista suhdannetilanteista. Näistä tekijöistä voi aiheutua maakohdaisia eroja palkkakehitykseen myös tulevaisuudessa.

⁵¹ Ks. *Talouksatsauksen* 7/2021 keuhikko ["The impact of the COVID-19 pandemic on labour productivity growth"](#). Työn tuottavuutta määrittävä pääomaintensiteetti ja investoinnit vaihtelivat maittain jossain määrin koronapandemian aikana. Ks. tästä esimerkiksi *Talouksatsauksen* 5/2022 artikkeli ["The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks"](#).

⁵² Ks. esim. ["Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania"](#), Euroopan jälleerakennus- ja kehityspankki (EBRD), 2022.

5 Yritysten rahoituksensaanti ja taloussuhdanne: SAFE-kyselyn tuloksia

Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund ja Timo Reinelt

Tässä kehitössä tarkastellaan euroalueen yritysten rahoitusvajeiden sekä yritysten tulevaa rahoituksensaantia koskevien odotusten suhdetta nykyiseen ja tulevaan talouskehitykseen. Parhaillaan käynnissä oleva rahapolitiikan normalisoituminen on vähitellen tiukentamassa rahoitusoloja ja vaikuttaa ulkoisen rahoituksen tarjontaan osana rahapolitiikan tavanomaista välitysmekanismia. Keskeisenä kysymyksenä on, miten rahoitusolojen ja rahoituksen saatavuuden muutokset vaikuttavat talouskasvuun sekä yksittäisten yritysten että kokonaistalouden kannalta. Yksityiskohtaisia tietoja euroalueen yritysten rahoitusoloista saadaan yritysten rahoituksensaantia koskevan kyselyn ([Survey on the Access to Finance of Enterprises](#)) eli SAFE-kyselyn kautta. SAFE-kysely on toteutettu puolivuositain vuodesta 2009 asti, ja siinä haastatellaan noin 10 000 yritystä koko euroalueella. Tässä kehitössä eritellään talouskehityksen ja SAFE-kyselyn kahden keskeisen indikaattorin välistä suhdetta. Ensimmäinen indikaattori on ulkoisen rahoituksen vajeen muutos, joka on määritelty ulkoisen rahoituksen kysynnän ja saatavuuden muutoksen väliseksi eroksi. Toinen indikaattori on yritysten pankkilainojen saatavuutta koskevien odotusten muutos.⁵³

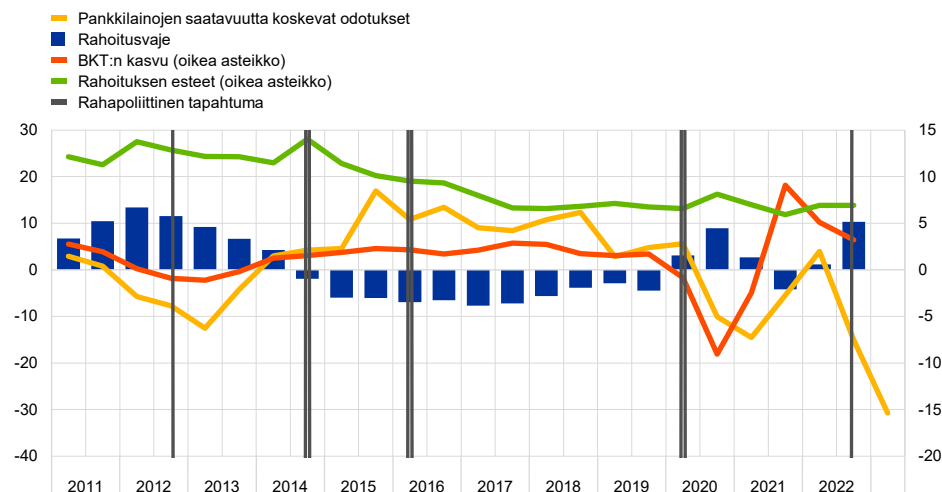
Nykytilanteessa euroalueen yritykset ilmoittivat rahoitusvajeen olevan kasvussa ja pankkilainojen saatavuuden odotustensa mukaan heikkenemässä (kuvio A). SAFE-kyselyn aloitusvuodesta 2009 lähtien rahoitusvajeen muutosten ja pankkilainojen tulevaa saatavuutta koskevien odotusten välinen suhde on ollut käänteinen. Lisäksi euroalueen talouden kasvuvaiheeseen (eli BKT:n positiiviseen kasvuun) on yleensä liittynyt yritysten rahoitusvajeiden pieneneminen sekä yritysten lisääntynyt luottamus pankkilainojen saatavuuteen tulevaisuudessa. Aiemmin näiden indikaattorien kehitykseen ovat vaikuttaneet euroalueen taloussuhdanne sekä EKP:n rahapolitiikka. Vuosien 2011–2013 valtionvelkakriisin aikana euroalueen yritysten rahoitusvajeet kasvoivat huomattavasti, mikä viittaa siihen, että yrityksillä oli vaikeuksia täyttää ulkoisen rahoituksen tarve. Sen jälkeen rahoitusvajeet vähitellen supistuivat EKP:n elvyttävän rahapolitiikan tuella, ja odotukset pankkilainojen saatavuudesta kääntyivät optimistisemmiksi. Koronaviruspandemian puhjettua vuonna 2020 rahoitusolot heikkenivät äkillisesti mutta vakautuivat jälleen rahapolitiikan ja julkisen sektorin toimien tukemina. Heikkeneminen jäi siis tilapäiseksi. Viime aikoina talouskasvun hidastumisen, inflaation nopeutumisen ja rahapolitiikan normalisoitumisen myötä yritykset ovat ilmoittaneet rahoitusvajeiden olevan kasvamaan päin ja odottavansa pankkilainojen saatavuuden olevan entistä heikompaa lokakuun 2022 ja maaliskuun 2023 välisellä jaksolla.

⁵³ Pankkilainat ovat euroalueen yritysten laajimmin käyttämä ulkoisen rahoituksen lähde.

Kuvio A

Euroalueen yritysten ilmoittamat rahoitusvajeen muutokset, pankkilainojen saatavuutta koskevat odotukset ja rahoituksen esteet verrattuna BKT:n kasvuun euroalueella

(ulkoinen rahoitusvajeen painotetut nettomäärät, rahoituksen saatavuutta koskevien odotusten prosentuaaliset nettomuutokset, vuositasen prosenttimuutoksia)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely (Survey on the Access to Finance of Enterprises) sekä Eurostat.
Huom. Rahoitusvajeen indikaattorissa yhdistyvät sekä rahoitustarpeet että pankkilainojen saatavuus yksittäisen yrityksen tasolla. Kunkin viiden rahoitusinstrumentin kohdalla rahoitusvajeessa havaitun muutoksen indikaattori saa arvon 1, jos instrumentin tarve kasvaa ja sen saatavuus vähenee, tai arvon -1, jos instrumentin tarve vähenee ja saatavuus kasvaa. Jos yritykset näkevät rahoitusvajeen muuttuneen yksipuolisesti vain joko instrumentin tarpeen tai sen saatavuuden osalta, muuttuja saa arvon 0,5, jos vaje on kasvanut, tai -0,5, jos vaje on supistunut. Indikaattorin positiivinen arvo osoittaa rahoitusvajeen kasvaneen. Arvot kerrotaan sadalla, jotta saadaan painotetut nettomäärät prosentteina. Ensimmäinen harmaa pystyviiva osoittaa rahapolitiittisten suorien kauppajen (OMT) julkistamisen. Toinen osoittaa kohdennettujen pitempiäikaisten rahoitusoperaatioiden ensimmäisen sarjan (TLTRO I) ja negatiivisen korkopolitiikan alun. Kolmas osoittaa TLTRO II -operaation ja yrityssektorin velkapereiden osto-ohjelman alun. Neljäs osoittaa pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP) ja TLTRO III -operaation alun. Viimeinen harmaa pystyviiva osoittaa EKP:n kolmen ohjauksen noston 0,50 prosenttiyksiköllä ja TPI-ohjelman (Transmission Protection Instrument) hyväksymisen heinäkuussa 2022.

Vaikka lainanottokustannukset ovatkin viime aikoina nousseet, euroalueen yritykset eivät kuitenkaan olleet erityisen huolissaan rahoituksensaannista (kuvio A). Viimeisimmän kyselykierroksen tulosten perusteella niiden yritysten

prosentuaalinen osuus, jotka ilmoittivat esteistä pankkilainojen saatavuudessa, oli yleisesti ottaen sama kuin aiemmillä kyselykierroksilla. Tärkein taustatekijä oli pankkien luotonantohalukkuuden pysyminen ennallaan.⁵⁴

Rahapolitiikan tiukentuminen lisää yritysten rahoitusvajetta ja heikentää niiden odotuksia pankkilainojen tulevasta saatavuudesta (kuvio B). Ekonometrisillä menetelmillä voidaan määrällisesti arvioida rahapolitiikan välittymistä yritysten rahoitusoloihin. Tässä tutkimuksessa käytettiin lokaalien projektioiden menetelmää⁵⁵, jolla estimoidaan yritysten rahoitusvajeiden ja tulevaa rahoituksensaantia koskevien odotusten (mitattuna yritysten aggregoiduista nettotaseista) vastetta havaittuihin

⁵⁴ Rahoituksensaannin esteiden indikaattorina on seuraavista tilanteista ilmoittaneiden yritysten prosentiosuuksien summa: lainahakemus hylättiin, haettu lainasumma hyväksyttiin vain osaksi ja saatu lainatarjous hylättiin liian korkeiden lainanottokustannusten vuoksi, sekä lainan hakematta jättäminen, koska hakemuksen pelättiin tulevan hylätyksi. Ks. EKP:n raportti ”Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022”, kesäkuu 2022.

⁵⁵ Ks. O. Jorda, ”Estimation and inference of impulse responses by local projections”, *American Economic Review*, vol. 95, nro 1, maaliskuu 2005, s. 161–182.

rahopoliittisiin sokkeihin⁵⁶. Rahapoliittisia sokkeja mitataan tässä Altavillan ym. (2019) määrittämällä target-faktorilla (target factor), joka tuo esiin korkoja koskevat odottamattomat muutokset tuottokäyrän lyhyessä päässä EKP:n rahapoliittisten päätösten julkistamisen aikaan.⁵⁷ Kuviossa B esitetään, että rahapoliittisilla sokeilla on merkittävä vaikutus yritysten rahoitusvajeesiin ja pankkilainojen saatavuutta koskeviin odotuksiin kahden vuoden aikahorisontissa. Yhden keskihajonnan suuruisen rahapoliittisen sokin, joka vastaa 0,04 prosenttiyksikön suuruista sokkia yhden kuukauden OIS-korossa, estimoitii kasvattavan keskivertoyrityksen rahoitusvajetta noin 3 prosenttiyksiköllä kuuden kuukauden aikavälillä.⁵⁸ Vertailun vuoksi rahoitusvajeen muutoksen keskihajonta on ollut 7 % vuodesta 2009. Saman sokin vaikutuksesta niiden yritysten netto-osuus, jotka odottavat pankkilainojen saatavuuden paranevan, laski 5 prosenttiyksikköä. Vaikutukset ovat näkyvissä jopa kaksi vuotta sokin jälkeen, mikä osoittaa, kuinka rahapolitiikka vaikuttaa yritysten rahoitusoloihin luotonannon välityksellä. Nämä tulokset vahvistavat aiemmissä tutkimuksissa tehdyt havainnot siitä, että rahoitusta koskevilla odotuksilla on tärkeä osuus rahapolitiikan välittymisessä pankkilainauskanavan kautta.⁵⁹ Kun todelliset rahoitusolot muuttuvat, vaikutukset näkyvät myös pankkilainojen saatavuutta koskevien odotusten ja pankkilainojen kysynnän välisessä suhteessa.

⁵⁶ Lokaalien projektioiden menetelmässä suoritetaan regressiosarja yhtälön $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$ arvoilla $h = 0, \dots, 4$, missä muuttuja y_t on rahoitusvajeen muutos tai rahoitusta koskevat odotukset SAFE-kyselyn kierroksella t . Kertoimet $\{b^h\}$ kuvaavat rahoitusvajeen tai pankkilainan tulevaa saatavuutta koskevien odotusten impulssivastefunktiota suhteessa määritettyyn rahapoliittiseen sokkiin ε_t^{MP} .

⁵⁷ Tämä sokki sopii kontekstiin, sillä muut kuin rahoitusalan yritykset käyttävät yleensä pankkirahoitusta, jossa korko pysyy kiinteänä alle vuoden mittaisen jakson. Tämän tutkimuksen otoksessa target-faktorin vaihteluväli on $-0,086$ – $0,104$ prosenttiyksikköä. Ks. C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gurkaynak, R. Motto ja G. Ragusa, "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, joulukuu 2019, s. 162–179.

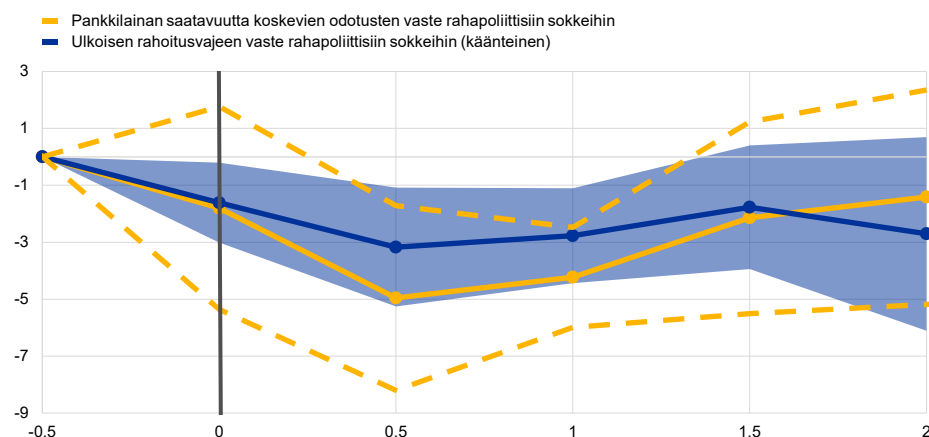
⁵⁸ Mittaluokan havainnollistamiseksi suurin yhden kuukauden OIS-korkoon kohdistuva rahapoliittinen sokki käyttämässämme otoksessa on noin 0,10 prosenttiyksikköä.

⁵⁹ Ks. A. Ferrando, A. Popov ja G. Udell, "Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions", *European Economic Review*, vol. 149, lokakuu 2022.

Kuvio B

Yritysten rahoitusvajeiden ja pankkilainan saatavuutta koskevien odotusten vaste määritettyyn rahapoliittiseen sokkiin

(vaaka-akseli: sokin jälkeiset vuodet, pystyakseli: muutos prosenttiyksikköinä suhteessa sokkia edeltäneeseen aikaan)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely (Survey on the Access to Finance of Enterprises), Altavilla ym., EKP:n laskelmat. Huom. Yritysten rahoitusvajeiden vaste ja nettoprosenttiosuus yrityksistä, jotka ilmoittivat odottavansa pankkilainojen saatavuuden paranevan, yhden keskihajonnan suuruisia rahapoliittista sokkia seuraavien kuuden kuukauden aikana. Sokki on määritelty Altavillan ym. (2019) target-faktoriksi, jolla voidaan todeta odottamattomat rahapoliittiset muutokset OIS-korkokäyrällä hyvin lyhyellä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten päätösten ilmoitusaikana ja lähellä sitä. Rahapoliittisten sokkien vaikutus SAFE-muuttujiin on arvioitu lokaalien projektoiden menetelmällä (Jorda, 2005). Varjostetut ja katkoviivoilla merkityt alueet osoittavat 95 prosentin luottamusvälit Newey-Westin mukaan.

Yritysten rahoitusvajeiden kasvaessa myös niiden huoli tulevasta rahoituksensaannista yleensä kasvaa, mikä viittaa siihen, että rahoitusvajeiden muutokset ovat merkittävä tekijä yritysten kasvunäkymien kannalta (kuvio C).

Kun halutaan arvioida, vaikuttaako rahoitusolojen muuttuminen reaalielämään, luonteva tapa on selvittää niiden vaikutus yritysten luottamukseen. SAFE-kyselyssä mitataan yritysten luottamusta kysymällä, missä määrin yritykset ovat huolissaan rahoituksen saatavuudesta.⁶⁰ Kyselyn perusteella rahoituksen saatavuus ei viime vuosina ole ollut yritysten tärkein huolenaihe, mikä todennäköisesti johtuu pitkään jatkuneesta elvyttävän rahapolitiikan kaudesta.⁶¹ Yritysten näkemykset saattavat tosin muuttua rahapolitiikan vähitellen normalisoituessa. Yritystason tietojen perusteella seuraavassa tarkastellaan, miten rahoitusvajeet ja yritysten huoli rahoituksen saatavuudesta suhteutuvat toisiinsa. Kuviossa C esitetään rahoitusvajeiden ja rahoituksen saatavuutta koskevan huolen välinen korrelaatio. Sitä varten yritysten vastaukset vuodesta 2009 lähtien ryhmiteltiin koreihin sen mukaan, missä määrin yritykset ilmoittivat olevansa huolissaan rahoituksen saatavuudesta. Ennen sitä luvuista puhdistettiin maiden ja ajanjaksojen sisäinen yhteisvaihtelu ja laskettiin rahoituksen saatavuutta koskevan huolen korikohtainen keskiarvotaso. Positiivinen korrelaatio merkitsee, että yritykset, joilla on suuri rahoitusvaje, pitävät rahoituksen saatavuutta suurempana huolenaiheena.

⁶⁰ Yritykset vastasivat taloutta ja muita ongelmia koskeviin kysymyksiin asteikolla 1 (ei lainkaan merkittävä) – 10 (erittäin merkittävä). Näin saadulla indikaattorilla arvioidaan tavallisesti rahoituksen merkitystä suhteessa muihin yritysaiheisiin ongelmiin, kuten tuotanto- tai työvoimakustannusten kasvuun tai asiakashankinnan vaikeuteen.

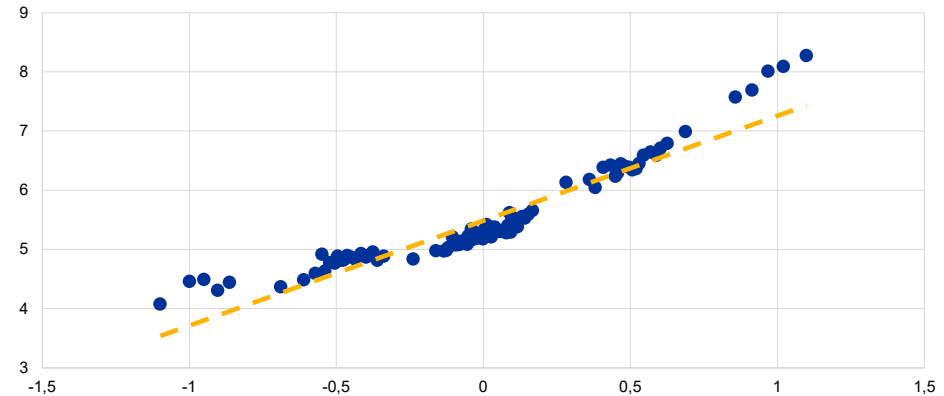
⁶¹ Ks. EKP:n raportti ”Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022”, kesäkuu 2022.

Rahoitusvajeet näyttäisivät siis olevan merkittävä tekijä yritysten yleisen luottamuksen kannalta ja saattavat hyvinkin vaikuttaa yritysten kasvunäkymiin.

Kuvio C

Rahoituksensaantia koskevien huolten ja rahoitusvajeiden suhde yritystasolla

(vaaka-akseli: ulkoisen rahoitusvajeen jäännösmuutos, pystyakseli: rahoituksen saatavuutta koskevan huolen jäännösaste)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely (Survey on the Access to Finance of Enterprises) sekä EKP:n laskelmat. Huom. Koreihin ryhmitelty sirontakuvio pankkilainojen rahoitusvajeesta suhteessa yrityksen huoleen rahoituksen saatavuudesta, kun maa- ja aikakohtaiset kiinteät vaikutukset on huomioitu.

Rahoitusvajeet ja pankkilainojen saatavuutta koskevat odotukset ovat yhteydessä BKT:n nykyiseen ja tulevaan kasvuun.

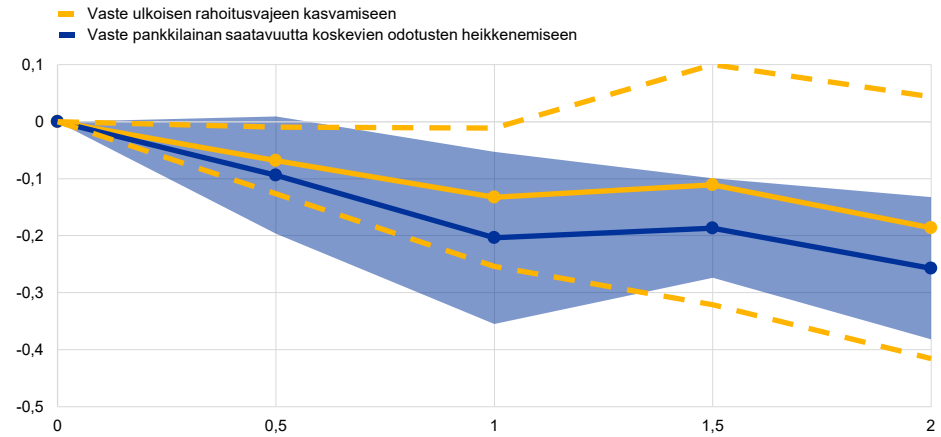
Vaikka ulkoisen rahoituksen saatavuus vaikuttaakin yritysten taloutta kohtaan tuntemaan luottamukseen, myös yhteyttä makrotalouden kehitykseen on tärkeää selvittää. Lokaalien projektioiden menetelmällä voidaan estimoida, millainen euroalueen BKT:n keskimääräinen kehitys on SAFE-kyselyssä ilmoitettujen rahoitusvajeiden nettomuutosten ja odotusten nettomuutosten jälkeen, jotka siis toimivat rahoitusolojen muutoksen mittareina.⁶² Vaikka estimaattien ei voikaan katsoa osoittavan syy-seuraussuhteita, ne antavat kuitenkin viitteitä keskimääräisistä tulevista kehityssuunnista SAFE-kyselyn mittarien tietynlaisten muutosten jälkeen. Kuviossa D esitetään, että sen jälkeen, kun rahoitusvajeen indikaattori kasvaa 1 prosenttiyksikön tai pankkilainojen saatavuutta koskevat odotukset heikkenevät, euroalueen BKT pienenee seuraavana vuonna keskimäärin noin 0,2 % enemmän kuin tilanteessa, jossa mainituissa indikaattoreissa ei tapahtunut muutosta, ja lievempää vaikutusta on nähtävissä vielä sitä seuraavana vuonna. Nämä vaikutukset on estimoitu mallilla, jossa selittävinä muuttujina ovat BKT:n nykyinen ja viivästetty kasvu, joten mallissa hyödynnetään tietoja, jotka eivät selity havaitulla suhdannekehityksellä. Arvioidut vaikutukset ovat pitkäkestoisia, etenkin kun kyseessä ovat yritysten rahoituksensaantia koskevien odotusten muutokset. Tämä viittaa siihen, että ennakoivat muuttujat, jotka ovat SAFE-kyselyn erityispiirre, tarjoavat hyödyllistä tietoa euroalueen talouden tulevan kehityksen ymmärtämiseksi.

⁶² Vastaava analyysi pankkien luotonantokyselyn suhteesta tuleviin lainavolyymeihin on tämän [Talouskatsauksen](#) kehikossa ”Mitä euroalueen pankkien luotonantokysely kertoo luotonannon tulevasta kehityksestä?”.

Kuvio D

Euroalueen BKT:n keskimääräinen kehitys rahoitusolojen tai pankkilainojen saatavuutta koskevien odotusten heikkenemisen jälkeen verrattuna muuttumattomaan tilanteeseen

(vaaka-akseli: sokin jälkeiset vuodet, pystyakseli: sokkia edeltäneeseen aikaan liittyvä kumuloituva prosentuaalinen kasvu)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely (Survey on the Access to Finance of Enterprises) sekä EKP:n laskelmat. Huom. Euroalueen BKT:n keskimääräinen kumuloituva kasvu yritysten rahoitusvajeiden muutosten jälkeen ja niiden yritysten prosentuaalinen netto-osuus, jotka ilmoittavat odottavansa pankkilainojen saatavuuden paranevan. Paikalliset ennusteet (Jorda, 2005) sisältävät kontrollimuuttujina nykyisen ja aiemman BKT:n kasvun. Varjostetut ja katkoviivoilla merkityt alueet osoittavat 95 prosentin luottamusväliä Newey-Westin mukaan.

6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 27.7.–1.11.2022

Juliane Kinsele ja Christian Lizarazo

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä vuoden 2022 viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 27.7.2022 ja päättyi 1.11.2022. EKP:n ohjauskorkojen korotukset tulivat voimaan tämän tarkastelujakson aikana.

Kun negatiivisten ohjauskorkojen kausi päättyi heinäkuussa 2022, useissa riippumattomissa tekijöissä ja etenkin valtioiden talletuksissa tapahtui muutoksia, jotka vaikuttivat ylimääräisen likviditeetin koostumukseen.

Riippumattomien tekijöiden nettovaikutus väheni, ja eurojärjestelmän taseen sisältö muuttui, kun EKP nosti viidennellä pitoajanjaksolla ohjauskorkoja 0,50 prosenttiyksiköllä, mikä merkitsi negatiivisten ohjauskorkojen kauden päättymistä, ja toteutti vielä kuudennella pitoajanjaksolla toisen, 0,75 prosenttiyksikön suuruisen korotuksen.

Ylimääräisen likviditeetin määrä pankkijärjestelmässä kasvoi tarkastelujakson aikana 46,5 miljardia euroa ja oli ennätyselliset 4 569,7 miljardia euroa.

Likviditeetin yleisen kasvun tärkeimpänä syynä oli likviditeettiä vähentävien tekijöiden vaikutuksen pieneneminen. Kasvu sijoittui pääosin viidennelle pitoajanjaksolle, mikä kuvastaa sitä, että markkinoilla ennakoitiin laajalti talletusmahdollisuuden koron nostamista positiiviseksi kuudennella pitoajanjaksolla. Lisäksi myös rahapoliittisissa operaatioissa jaetun likviditeetin määrä väheni tarkastelujakson aikana.

6.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni tarkastelujakson aikana 96,2 miljardia euroa ja oli 2 506,6 miljardia euroa. Likviditeettitarpeen väheneminen kahteen edelliseen tarkastelujaksoon nähden johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen pienenemisestä 100 miljardilla eurolla 2 343,7 miljardiin euroon. Sen taustalla puolestaan oli likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen pieneneminen (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Vähimmäisvarantovelvoitteet puolestaan kasvoivat vain hiukan eli 3,8 miljardia euroa 162,9 miljardiin euroon.

EKP:n toteuttama ohjauskorkojen nosto vaikutti tarkastelujakson aikana likviditeettiä vähentäviin riippumattomiin tekijöihin, ja ne vähenivät 105,3 miljardia euroa 3 280 miljardiin euroon pääasiassa valtioiden talletusten ja liikkeessä olevien setelien määrän pienenemisen vuoksi. Valtioiden talletukset (ks. taulukon A osa ”Velat”) vähenivät tarkastelujakson aikana keskimäärin 97,4 miljardia euroa 545,3 miljardiin euroon enimmäkseen viidennellä

pitoajanjaksolla. Kun negatiivisten ohjauskorkojen kausi päättyi heinäkuussa 2022 ja markkinaosapuolet odottivat EKP:n nostavan talletusmahdollisuuden koron positiiviseksi syyskuun rahapolitiikkakokouksessaan, valtioiden velanhoidosta vastaavat yksiköt ryhtyivät vähentämään eurojärjestelmän sekkiteleille talletettuja likviditeettipuskureita ja siirtämään varoja muihin kohteisiin. Syyskuussa toteutetun uuden koronoston jälkeen ja etenkin talletusmahdollisuuden koron nousua 0,75 prosenttiin EKP:n neuvosto päätti tilapäisesti poistaa valtioiden talletuksille määrätyn nollakoron ja maksaa niille joko talletusmahdollisuuden korkoa tai euromääräisten markkinoiden lyhyttä korkoa (€STR) sen mukaan, kumpi on alhaisempi. Tämän päätöksen on tarkoitus olla voimassa 30.4.2023 asti. Päätös vaikutti aiotulla tavalla eli hillitsi valtioiden talletusten äkillistä virtaamista markkinoille, mikä olisi saattanut haitata rahapolitiikan vaikutuksen välittymistä ja markkinoiden toimintaa. Päätöksen seurauksena valtioiden keskimääräisten talletusten väheneminen edelleen 17,2 miljardilla eurolla 536,7 miljardiin euroon jäi kuudennella pitoajanjaksolla vähäiseksi. Liikkeessä olevien setelien määrä väheni tarkastelujakson aikana 22,3 miljardia euroa 1 574,5 miljardiin euroon. Negatiivisten korkojen kauden päättyminen on erityisesti saanut pankit vähentämään hallussaan pitamiensä setelien määrää. Aiemmin negatiivisten ohjauskorkojen kaudella pankit olivat kartuttaneet käteiskassavarojaan. Kun talletusmahdollisuuden korko on nyt positiivinen, setelien hallussapidolle syntynyt vaihtoehtoiskustannus sai pankit optimoimaan kassanhallintaansa ja vähentämään kassavaroja nopeasti noin 40 miljardilla eurolla kesäkuun lopusta lokakuun loppuun. Likviditeetin kasvu valtioiden talletusten ja liikkeessä olevien setelien määrän vähenemisen vuoksi jäi vain hieman pienemmäksi kuin muiden riippumattomien tekijöiden vaikutus, joka kasvoi tarkastelujakson aikana 14,5 miljardilla eurolla 1 160,2 miljardiin euroon.

Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus väheni hieman eli 5,4 miljardia euroa 936,6 miljardiin euroon. Valuuttamääräisten nettosaamisten kasvu 14,6 miljardilla eurolla jäi euromääräisten nettosaamisten vähenemistä pienemmäksi.

Taulukossa A esitetään yhteenveto edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä⁶³ ja niiden muutoksista.

⁶³ Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin *EKP:n kuukausikatsauksen 5/2002* artikkelissa "EKP:n likviditeetinhallinta".

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 27.7.2022–1.11.2022						Edellinen tarkastelujakso: 20.4.2022–26.7.2022	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 27.7.2022– 13.9.2022		Kuudes pitoajanjakso: 14.9.2022– 1.11.2022		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	3 280,0	(-105,3)	3 329,7	(-106,7)	3 230,3	(-99,4)	3 385,3	(+63,4)
Liikkeessä olevat setelit	1 574,5	(-22,3)	1 585,3	(-18,6)	1 563,7	(-21,6)	1 596,9	(+33,6)
Valtioiden talletukset	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) ¹⁾	1 160,2	(+14,5)	1 190,5	(+25,6)	1 129,9	(-60,6)	1 145,7	(+42,3)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	1 971,2	(-1 871,8)	3 774,7	(-7,8)	167,6	(-3 607,1)	3 843,0	(+84,3)
Vähimmäisvarantovelvoitteet²⁾	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
Talletusmahdollisuus	2 598,5	(+1 918,3)	707,0	(+28,3)	4 490,0	(+3 783,0)	680,2	(-50,2)
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

Huom. Kaikki taulukon luvut on pyöristetty lähimpään 0,1 miljardiin euroon. Sulkeissa esitetyt luvut osoittavat muutoksen edelliseen tarkastelujaksoon tai pitoajanjaksoon nähden. Kaksiportaisen korkojärjestelmän päättymisen vuoksi taulukosta on poistettu negatiivisesta talletuskorosta vapautettua kiintiötä koskevat tiedot.

1) Arvonmuutostilien saldojen, muiden saamisten euroalueelta ja velkojen euroalueelle sekä varausten ja oman pääoman summa.

2) Vähimmäisvarantovelvoitteita ei ole eritelty eurojärjestelmän taseessa, joten niitä ei sisällytetä velkojen yhteismäärän laskentaan.

Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 27.7.2022–1.11.2022						Edellinen tarkastelujakso: 20.4.2022–26.7.2022	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 27.7.2022– 13.9.2022		Kuudes pitoajanjakso: 14.9.2022– 1.11.2022		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät	936,6	(-5,4)	891,7	(-58,0)	981,6	(+89,8)	942,0	(+42,0)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Euromääräiset nettosaamiset	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
Rahapoliittiset välineet	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Avomarkkinaoperaatiot	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Huutokauppaoperaatiot	2 124,7	(-53,7)	2 126,6	(-23,7)	2 122,7	(-3,9)	2 178,3	(-22,5)
Perusrahoitusoperaatiot	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	2 118,7	(-55,9)	2 121,7	(-24,7)	2 115,7	(-6,0)	2 174,6	(-22,6)
Pandemiaan liittyvät kohdentamattomat pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Suorat arvopaperisijoitukset ¹⁾	4 951,6	(+4,0)	4 954,8	(-4,0)	4 948,3	(-6,6)	4 947,6	(+82,0)

	Nykyinen tarkastelujakso: 27.7.2022–1.11.2022						Edellinen tarkastelujakso: 20.4.2022–26.7.2022	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 27.7.2022–13.9.2022		Kuudes pitoajanjakso: 14.9.2022–1.11.2022		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Maksuvalmiusluotto	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Lähde: EKP.

Huom. Kaikki taulukon luvut on pyöristetty lähimpään 0,1 miljardiin euroon. Sulkeissa esitetyt luvut osoittavat muutoksen edelliseen tarkastelujaksoon tai pitoajanjaksoon nähden.

1) Osto-ohjelmissa tehtävien ostojen päättymisen vuoksi taulukosta on poistettu suorien arvopaperisijoitusten erittely.

Muut likvideettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 27.7.2022–1.11.2022						Edellinen tarkastelujakso: 20.4.2022–26.7.2022	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 27.7.2022–13.9.2022		Kuudes pitoajanjakso: 14.9.2022–1.11.2022		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likvideettitarpeet yhteensä ¹⁾	2 506,6	(-96,2)	2 599,7	(-48,3)	2 413,4	(-186,4)	2 602,8	(+25,3)
Riippumattomat tekijät ²⁾	2 343,7	(-100,0)	2 438,3	(-48,8)	2 249,0	(-189,3)	2 443,7	(+21,6)
Ylimääräinen likvideetti ³⁾	4 569,7	(+46,5)	4 481,7	(+20,6)	4 657,6	(+175,9)	4 523,1	(+34,1)

Lähde: EKP.

Huom. Kaikki taulukon luvut on pyöristetty lähimpään 0,1 miljardiin euroon. Sulkeissa esitetyt luvut osoittavat muutoksen edelliseen tarkastelujaksoon tai pitoajanjaksoon nähden.

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

2) Vastattavaa-puolen riippumattomien tekijöiden ja vastaavaa-puolen riippumattomien tekijöiden erotus. Tässä taulukossa riippumattomien tekijöiden nettovaikutukseen on luettu mukaan myös "selvitettävänä olevat erät".

3) Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön summa miinus maksuvalmiusluoton käyttö.

Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

	Nykyinen tarkastelujakso: 27.7.2022–1.11.2022						Edellinen tarkastelujakso: 20.4.2022–26.7.2022	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 27.7.2022–13.9.2022		Kuudes pitoajanjakso: 14.9.2022–1.11.2022		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR-korko	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
RepoFunds Rate Euro Index -korko	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Lähde: EKP.

Huom. Sulkeissa esitetyt luvut osoittavat muutoksen prosenttiyksikköinä edelliseen tarkastelujaksoon tai pitoajanjaksoon nähden.

6.2 Likvideetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likvideetin keskimääräinen volyyymi väheni 49,6 miljardia euroa ja oli 7 076,3 miljardia euroa (ks. kuvio A). Väheneminen

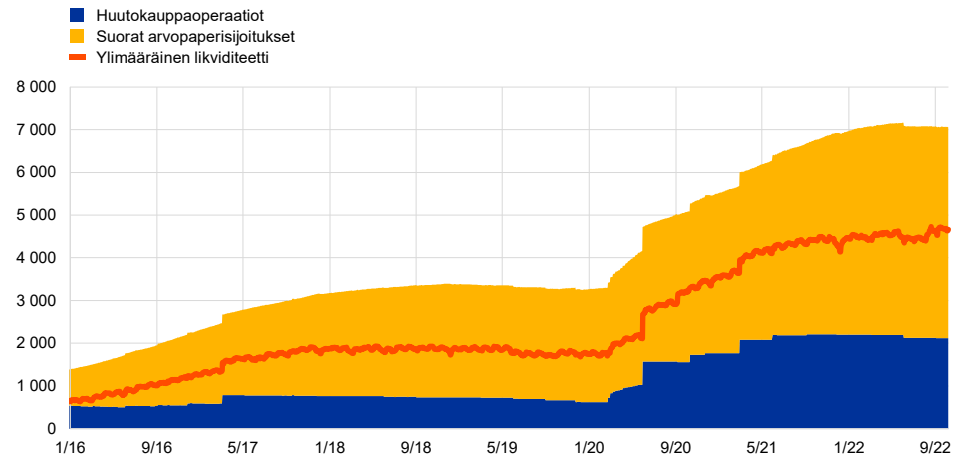
johtui pääasiassa huutokauppaoperaatioiden volyymin supistumisesta kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan

(TLTRO III) vapaaehtoisten takaisinmaksujen vuoksi. Netto-ostot pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) päättyivät maaliskuun lopussa ja omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) 1.7.2022, joten ylimääräistä likviditeettiä ei enää jaeta suorien arvopaperisijoitusten kautta.⁶⁴

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat tiedot 1.11.2022.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 53,7 miljardia euroa.

Vähennemisen johtui pääosin TLTRO III -operaatioissa tehdyistä vapaaehtoisista takaisinmaksuista (74,0 miljardia euroa heinäkuun lopussa ja 6,5 miljardia syyskuun lopussa) sekä yhden TLTRO III -operaation erääntymisestä (1,9 miljardia euroa syyskuussa). Vaikka TLTRO III -operaation 74,0 miljardin euron suuruinen selvitys tapahtui jo neljännellä pitoajanjaksolla, sen vaikutus jaksokeskiarvoihin näkyi täysimääräisenä vasta viidennellä pitoajanjaksolla. Pandemiaan liittyvissä kohdentamattomissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (PELTRO) erääntyneet määrät (0,5 miljardia euroa heinäkuun lopussa ja 1,3 miljardia euroa syyskuun lopussa) vaikuttivat likviditeetin vähenemiseen tarkastelujaksolla vain hieman. Perusrahoitusoperaatioiden (MRO) keskimääräinen kasvu oli 2,1 miljardia euroa ja kolmen kuukauden pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (LTRO) 0,9 miljardia euroa. Yhteensä niiden kasvu oli vain hieman suurempi kuin TLTRO III -operaatioissa tehtyjen ennen aikaisten takaisinmaksujen ja erääntyvien PELTRO-operaatioiden likviditeettiä vähentävä vaikutus.

⁶⁴ Vaikka netto-ostot päättyivätkin edellisellä tarkastelujaksolla, niiden täysimääräinen vaikutus jaksokeskiarvoihin näkyy edelleen nykyisellä tarkastelujaksolla. Lisäksi osto-ohjelmissa hankitut omaisuuserät kirjataan jaksotetun hankintamenon perusteella ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

6.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 46,5 miljardia euroa eli 4 569,7 miljardiin euroon, joka on mittaushistorian suurin lukema (ks. kuvio A). Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien likviditeettitarpeen välistä eroa.

Kun EKP alkoi nostaa ohjauskorkojaan, pankit ryhtyivät siirtämään vähimmäisvarantovelvoitteen ylittäviä varantojaan eurojärjestelmän sekkitileiltä talletusmahdollisuuden tileille. Ennen ohjauskoron nostoa EKP:n talletuskorko oli nolla ja pankkien varannoille maksettaviin korkoihin sovellettiin kaksiportaista järjestelmää, ja talletusmahdollisuuden tileille tehtyjen talletusten korko oli sama kuin vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten korko. Kun EKP nosti talletuskorkoaan 0,75 prosenttiyksiköllä 14.9.2022, vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten korko pysyi 0 prosentissa.⁶⁵ Hyötyäkseen talletusmahdollisuuden positiivisesta korosta pankkien oli siirrettävä vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset sekkitileiltä talletusmahdollisuuden tileille. Tämän vuoksi keskimääräiset sekkitilitalletukset vähenivät kuudennella pitoajanjaksolla 3 607,1 miljardia euroa, kun taas talletusmahdollisuuden käyttö kasvoi keskimäärin 3 783 miljardia euroa. Näiden kahden luvun ero selittyy sillä, että ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden määrän pienenemisen vuoksi. Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät keskimääräiset sekkitilitalletukset olivat kuudennella pitoajanjaksolla 167,6 miljardia euroa, joten vähimmäisvarantovelvoitteen (164,4 miljardia euroa) täyttämiseen ehdottomasti vaadittava likviditeetti ylittyi noin kaksinkertaisesti. Tämä saattoi johtua tilapäisistä operatiivisista hidasteista, johon puututtaneen ennen pitkää vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien nollakorkoisten talletusten minimoimiseksi.

EKP lopetti vähimmäisvarantovelvoitteen ylittäviin talletuksiin soveltamansa kaksiportaisen korkojärjestelmän. Kaksiportaisessa järjestelmässä vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävistä keskimääräisistä talletuksista kuusi kertaa laitoksen vähimmäisvarantovelvoitteita vastaava osuus oli vapautettu negatiivisesta talletuskorosta, ja järjestelmä tuli käytännössä tarpeettomaksi, kun negatiivisten talletuskorkojen kausi heinäkuussa päättyi. EKP:n nostettua syyskuussa talletusmahdollisuuden korkoa nolaa suuremmaksi kaksiportainen järjestelmä päätettiin lopettaa asettamalla kerroin nolaksi.

6.4 Korkokehitys

Keskimääräinen €STR-korko nousi tarkastelujakson aikana 0,87 prosenttiyksikköä ja oli jakson lopussa vuotuisena korkona 0,29 %. EKP:n

⁶⁵ Tarkastelujaksolla vähimmäisvarantovelvoitteen korko oli EKP:n perusrahoitusoperaatioiden korko. EKP ilmoitti 27.10.2022, että vähimmäisvarantovelvoitteen korko laskee samaksi kuin talletusmahdollisuuden korko, joka tulee voimaan nykyisen tarkastelujakson jälkeen 21.12.2022 alkavalla pitoajanjaksolla.

heinä- ja syyskuussa toteuttamien ohjauskorkojen noston vaikutus välittyi vakuudettomille rahamarkkinoille yleisesti ottaen täysimääräisesti ja välittömästi. €STR-korko oli viidennellä pitoajanjaksolla 0,085 prosenttiyksikköä alempi ja kuudennella pitoajanjaksolla 0,093 prosenttiyksikköä alempi kuin vastaava talletusmahdollisuuden korko.

Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko (RepoFunds Rate Euro Index) nousi tarkastelujaksolla lähes

0,794 prosenttiyksikköä ja oli 0,148 %. Välittyminen vakuudellisille rahamarkkinoille ei tapahtunut yhtä sujuvasti kuin vakuudettomille. Tämä pätee erityisesti syyskuuseen ohjauskorkojen nostoon. Suuri epävarmuus korkoympäristön normalisoitumisen yhteydessä mahdollisesti tapahtuvasta markkinaosapuolten käyttäytymisen muutoksesta ja siihen liittyvistä investointivirtojen muutoksista aiheutti repokorkojen laskupaineita sijoituksille, joiden tarkoituksena oli käteisvarojen lyhytaikainen tallettaminen turvallisesti. Repomarkkinoiden jännitteet osoittautuivat kuitenkin väliaikaisiksi, ja ne liittyivät enimmäkseen Saksan ja Ranskan valtion joukkolainojen vakuuksiin. Noin viikko EKP:n syyskuisen koronnoston voimaantumisen jälkeen eli 21.9. vakuudelliset rahamarkkinat olivat suurelta osin normalisoituneet ja mukautuneet uuteen ohjauskorkojen tasoon, joskin €STR-koron ja talletuskoron välinen ero oli hieman suurempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla.

Mitä euroalueen pankkien luotonantokysely kertoo luotonannon tulevasta kehityksestä?

Franziska Huennekes ja Petra Köhler-Ulbrich

Euroalueen pankkien luotonantokysely antaa arvokasta tietoa pankkien luotonantokriteereistä ja -tilanteesta sekä luottokysynnästä euroalueella.

Kyselyssä kerättävät tiedot valottavat rahapolitiikan välittymistä euroalueella pankkilainakanavan kautta. Kyselyssä käytetään edustavaa otosta, joka koostuu noin 150:stä euroalueen pankista. Kyselyn tuottama tieto on laadullista, mutta pankkien vastaukset ovat läheisessä yhteydessä toteutuneeseen luotonannon kasvuun ja antolainauskorkojen kehitykseen. Pankkien luotonantokysely on erityisen hyödyllinen rahapolitiikan apuväline siksi, että se antaa viitteitä pankkien luotonantokriteerien ja luottokysynnän muutoksista jo hyvissä ajoin ennen kuin ne alkavat näkyä luotonannon toteutuneessa kehityksessä.⁶⁶ Tässä kehikossa tarkastellaan, miten luotonantokysely voi antaa ennakkoviitteitä yrityslainojen ja kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen kehityksestä euroalueella.

Pankkien luotonantokyselyn tilastot antavat varhaisessa vaiheessa tietoa pankkien luotonantotilanteesta ja luottokysynnästä. Euroalueen pankit vastaavat luotonantokyselyyn kunkin vuosineljänneksen loppupuolella. EKP julkaisee kyselyn kokonaistilastot kolme viikkoa sen jälkeen, kun kyselyyn osallistuvien pankkien vastaukset on saatu. Koska raportointiviive on muihin tilastotietoihin verrattuna lyhyt, luotonantokyselyn tilastot antavat jo varhaisessa vaiheessa tietoa euroalueen luotonannon keskeisistä kehityssuunnista. Tämä tieto on ollut erityisen arvokasta pyrittäessä tunnistamaan luotonantotilanteen käännekohtia ja arvioimaan luotonannon kehitystä poikkeuksellisina aikoina. Esimerkiksi koronaviruspandemian alussa vuonna 2020 pankkien luotonantokysely osoitti jo varhain, että luottokysyntä oli kasvanut jyrkästi yritysten lyhytaikaisten rahoitustarpeiden lisääntyessä (kuvio A), kun taas kotitalouksien asuntolainakysyntä oli vähentynyt huomattavasti, mikä johtui ennen kaikkea kuluttajien luottamuksen heikentymisestä.⁶⁷ Myös vuonna 2022 luotonantokysely antoi varhaisessa vaiheessa tietoa Venäjän Ukrainassa aloittaman sodan ja energiakustannusten rajun kasvun vaikutuksista pankkien luotonantotilanteeseen. Se osoitti luotonantokriteerien tiukentuneen nettomääräisesti, minkä taustalla oli pääosin pankkien riskiodotusten voimistuminen tilanteessa, jossa talousnäkyviä hallitsi suuri epävarmuus ja lainansaajien luottokelpoisuus herätti huolta. Vaikka useimmat luotonantokyselyn kysymykset koskevat viimeksi kulunutta vuosineljänneistä, siinä kysytään myös pankkien odotuksia luotonantokriteereistä ja luottokysynnästä seuraavien kolmen kuukauden aikana. Näiden kysymysten avulla voidaan jossakin määrin arvioida tulevaa luotonantotilannetta suoraan pankkien odotusten perusteella.

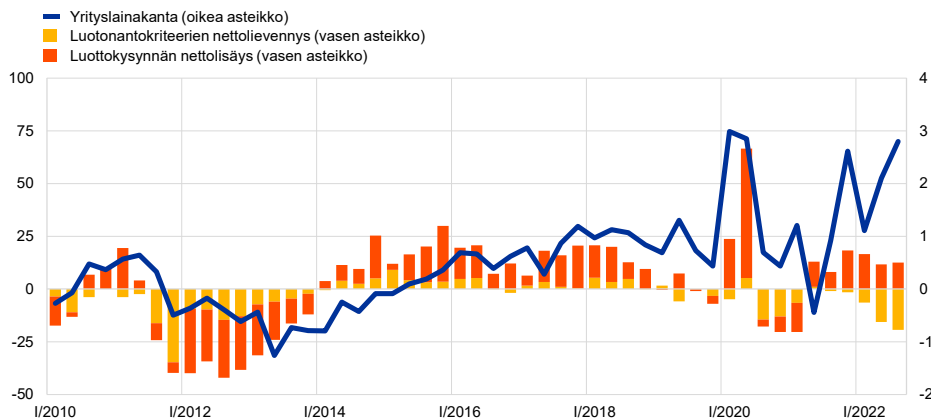
⁶⁶ Ks. *Talouksatsoituksen* 8/2019 artikkeli "What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?". Ks. myös G. De Bondt, A. Maddaloni, J.-L. Peydró ja S. Scopel, "The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarja, nro 1160, helmikuu 2010.

⁶⁷ Ks. *Talouksatsoituksen* 5/2020 kehikko "Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?".

Kuvio A

Euroalueen yrityslainakannan kasvu ja luotonantokyselyn sitä koskevat indikaattorit

(vasen asteikko: nettomääräiset prosenttiosuudet pankeista kolmen viime kuukauden aikana; oikea asteikko: neljännesvuositainen kasvuvauhti prosentteina)



Lähde: EKP (pankkien luotonantokysely ja taseilastot).

Huom. "Yrityslainoilla" tarkoitetaan yrityksille suunnatun luotonannon nettomääräistä neljännesvuosittaista kasvua.

Luotonantokriteerien osalta nettomääräiset prosenttiosuudet määritellään kriteerien lieventymisestä ilmoittaneiden ja niiden tiukentumisesta ilmoittaneiden pankkien prosenttiosuuksien välisenä erotuksena. Luottokysynnän osalta nettomääräiset prosenttiosuudet määritellään kysynnän kasvusta ilmoittaneiden ja sen vähenemisestä ilmoittaneiden pankkien prosenttiosuuksien välisenä erotuksena.

Pankkien luotonantokysely auttaa myös analysoimaan luotonantoa erillään luottokysynnästä luotonantotilanteen kehityksessä.

Luotonannon ja luottokysynnän sekä mahdollisten luotonsaannin rajoitusten analysointi on ollut erityisen tärkeää tutkittaessa luotonantotilanteen kehitystä maailmanlaajuisen finanssikriisin ja valtionvelkakriisin aikana.⁶⁸ Luotonantokysely on myös ollut tärkeä väline arvioitaessa EKP:n rahapoliittisten toimien, kuten omaisuserien ostojen ja kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden, vaikutuksia pankkilainojen tarjontaan ja kysyntään.⁶⁹ Kaiken kaikkiaan pankkien luotonantokysely on osoittautunut hyvin hyödylliseksi välineeksi euroalueen pankkien luotonantotilanteen seurannassa ja analysoinnissa. Tässä kehikossa keskitytään yhteen luotonantokyselyn erityispiirteeseen eli sen kykyyn toimia ennakoivana luotonannon kasvun indikaattorina.

Pankkien luotonantokyselystä ilmenevät luotonantokriteerien ja luottokysynnän muutokset toimivat ennakoivana indikaattorina yrityksille suunnatun luotonannon tulevalle kasvulle. Ensimmäinen tapa tarkastella, mitä tietoa luotonantokyselyn indikaattorit antavat luotonannon tulevasta kasvusta, on tutkia, miten luotonantokyselyn indikaattorit korreloivat toteutunutta luotonannon

⁶⁸ Ks. esim. C. Altavilla, M. Darracq Pariès ja G. Nicoletti, "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking and Finance*, vol. 109, 2019, jossa kirjoittajat konstruoivat pankkien luotonantokyselyyn perustuvan luotonannon indikaattorin ja määrittävät sen avulla luottotarjontasokkien vaikutuksen euroalueen reaalitalouden kasvuun. Muita esimerkkejä luottotarjonnan analysoinnista pankkien luotonantokyselyn perusteella ovat H. Hempell ja C. Kok Sorensen, "The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarja, nro 1262, marraskuu 2010, sekä A. Maddaloni ja J.-L. Peydró, "Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards", *The Review of Financial Studies*, vol. 24, nro 6, 2011, s. 2121-2165.

⁶⁹ Ks. esim. C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton ja S. Ongena, "Credit Supply and Demand in Unconventional Times", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, nro 8, 2021, ja D. C. Andreeva ja M. García-Posada, "The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition", *Journal of Banking and Finance*, vol. 122, 2021.

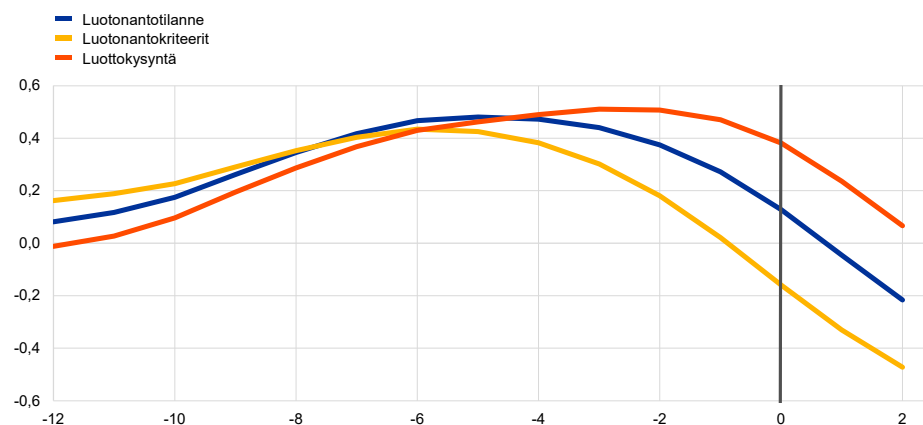
kasvua koskevan datan kanssa eri etumatkoilla. Yrityslainojen osalta luotonantokriteerien ja luotonannon vuosikasvun välinen korrelaatio on suurimmillaan, kun luotonantokyselyn etumatka toteutuneeseen luotonannon kasvuun on viisi–kuusi vuosineljännestä (kuvion B kohta a). Toisin sanoen luotonantokriteerien tiukentuminen johtaa yleensä luotonannon kasvun heikkenemiseen noin viisi–kuusi vuosineljännestä myöhemmin. Luottokysynnässä taas korrelaatio on vahvimmillaan suurempi ja sen etumatka on lyhyempi, noin kolme vuosineljännestä. Se, että luotonantokriteerien ja toteutuneen luotonannon kehityksen välinen etumatka on pitempi, on loogista siihen nähden, että pankit määrittelevät luotonantokriteerit ennen lainaneuvotteluja. Luottokysynnän osoittamat yritysten rahoitustarpeet sen sijaan näkyvät toteutuneessa luotonannon kasvussa nopeammin.

Kuvio B

Euroalueen yrityksille ja kotitalouksille suunnatun luotonannon kasvun ja pankkien luotonantokyselyn indikaattorien väliset korrelaatiot

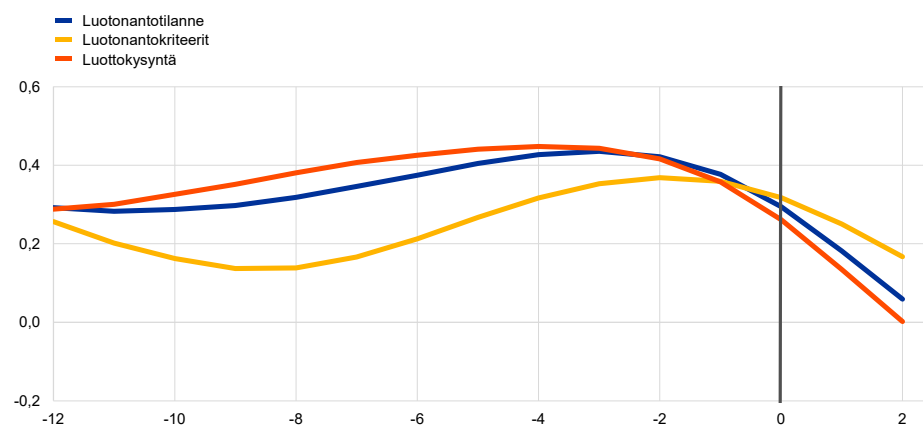
a) Yrityslainat

(y-akseli: korrelaatiokerroin; x-akseli: luotonannon kasvua koskevien pankkien luotonantokyselyn indikaattorien viive vuosineljänneksinä)



b) Kotitalouksien asuntolainat

(y-akseli: korrelaatiokerroin; x-akseli: luotonannon kasvua koskevien pankkien luotonantokyselyn indikaattorien viive vuosineljänneksinä)



Lähde: EKP (pankkien luotonantokysely ja tasetilastot).

Huom. Kuvio esittää pankkien luotonantokyselyn kokonaisindikaattorien (luotonantokyselyn noin 150 pankin otoksen perusteella) sekä yrityslainakannan (kohta a) ja kotitalouksien asuntolainakannan (kohta b) vuotuisen kasvuvauhdin (luotonannon nettokasvun) välisen korrelaation. Luotonantokyselyn indikaattoreilla on joko etumatkaa (negatiivinen arvo y-akselilla) tai viivettä (positiivinen arvo) luotonannon kasvuun nähden. Luotonantotilanteella tarkoitetaan luottokysynnän nettokasvua, josta on vähennetty luotonantokriteerien nettomääräinen tiukentuminen. Luotonantokriteerit esitetään käännteisinä siten, että nettomääräiset prosenttiosuudet määritellään niiden pankkien osuutena, jotka ilmoittavat kriteerien lieventyneen, vähennettynä niiden pankkien osuudella, jotka ilmoittavat kriteerien tiukentuneen. Luotonannon vuotuinen kasvuvauhti lasketaan kuluneiden 12 kuukauden lainavirtojen summana, joka jaetaan 12 kuukauden takaisella lainakannan määrällä. Pankkien luotonantokyselyn indikaattorit ilmoitetaan neljän vuosineljänneksen liukuvina keskiarvoina. Yrityslainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla.

Yllä mainittujen yksinkertaisten korrelaatioiden lisäksi pankkien luotonantokyselyn indikaattorien antamaa tietoa tulevasta luotonannon kasvusta voidaan arvioida analysoimalla niiden arvoa toteutuneen luotonannon kasvun ennustajina. Verrattuna autoregressiomalliin, jossa luotonannon kasvua ennustaa sen oma viive, luotonantokyselyn indikaattorit sisältävä malli tarkentaa euroalueen yrityslainakannan kasvuennustetta (kuvion C kohta a). Vaikka sekä luotonantokriteerien että luottokysynnän mukaan ottaminen tarkentavat kumpikin erikseen luotonannon kehityksen ennusteita, niiden yhdistäminen luotonantotilanteen indikaattoriksi parantaa entisestään ennusteiden

osuvuutta pitemmällä aikavälillä, eli ennustevirhe pienenee keskimäärin enemmän. Myös yksittäisten euroalueen maiden osalta aineisto osoittaa, että pankkien luotonantokysely antaa kutakuinkin vastaavassa määrin tietoa luotonannon tulevasta kasvusta.⁷⁰

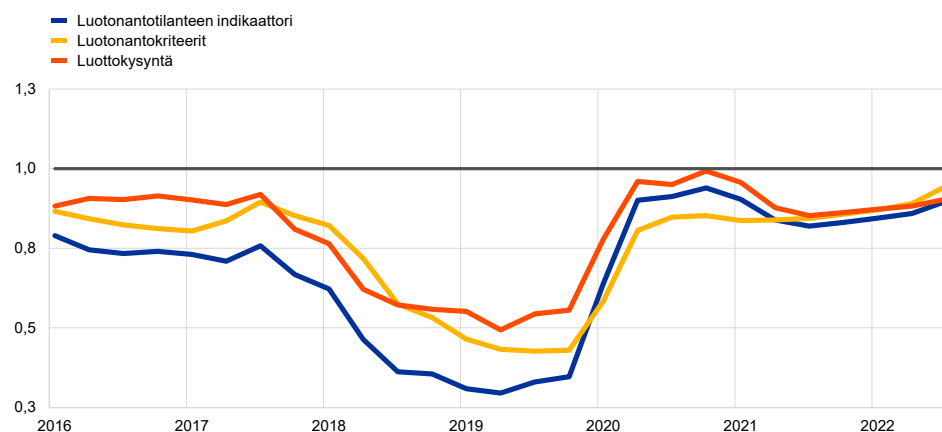
⁷⁰ Ks. "Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, syyskuu 2022, ja G. Levieuge, "On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators", *Working Paper* -julkaisusarja, Banque de France, nro 567, elokuu 2015.

Kuvio C

Pankkien luotonantokyselyn kyky ennakoida euroalueen yrityslainakannan tulevaa kasvua

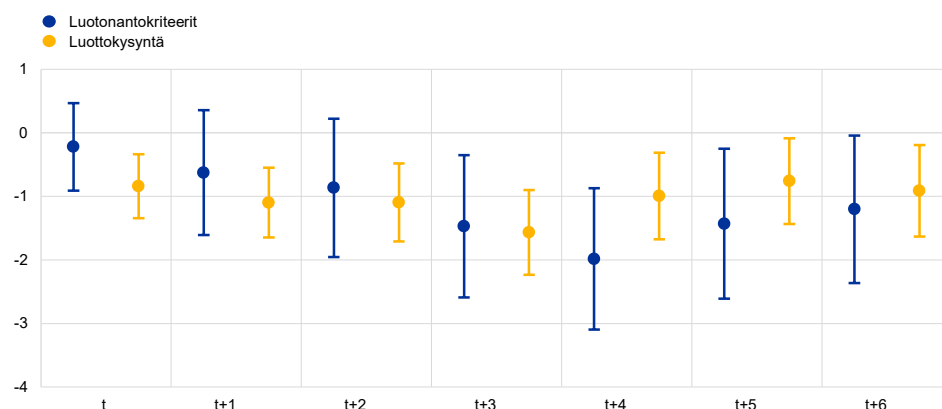
a) Pankkien luotonantokyselyn indikaattorien onnistuminen kokonaisluotonannon kasvun ennustamisessa

(luotonannon kasvua koskevan, otoksen ulkopuolisen ennusteen keskineliövirheen neliöjuuren suhde malleissa, joissa huomioidaan luotonantokyselyn indikaattorit, ja malleissa, joissa niitä ei huomioida)



b) Luotonantokriteerien ja luottokysynnän muutosten vaikutus yksittäisten pankkien luotonannon kasvuun

(vaikutus luotonannon vuosikasvuun prosenttiyksikköinä)



Lähde: EKP (kohdan a osalta pankkien luotonantokysely ja tasetilastot; kohdan b osalta yksittäisten pankkien luotonantokyselytulokset ja yksittäiset tasetilastot) sekä EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdassa a esitetään pankkien luotonantokyselyn indikaattorien onnistuminen luotonannon vuosikasvun ennustamisessa kahta vuosineljännestä vastaavalla aikavälillä. Alle 1:n oleva arvo merkitsee, että puhtaan autoregressiomallin täydentäminen pankkien luotonantokyselyllä parantaa ennusteen tarkkuutta. Luotonannon vuosikasvu määritellään viimeksi kuluneiden 12 kuukauden nettolainavirtoina, jotka on jaettu 12 kuukauden takaisella lainakannalla ja korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Mallit on estimoitu kymmenen vuoden liukuvilla jaksolla. Keskineliövirheen neliöjuuret (root mean squared error, RMSE) on laskettu neljän vuoden liukuvilla jaksolla. Kohdassa b esitetään vaikutus luotonannon vuosikasvuun ajanjaksoilla t+i, kun pankkien luotonantokyselyn indikaattorit on mitattu ajanhetkellä t. Vaikutukset ovat suhteessa pankkeihin, jotka ovat ilmoittaneet luotonantokriteerien lieventymisestä tai pysymisestä ennallaan/luottokysynnän kasvusta tai pysymisestä ennallaan. Kertoimet perustuvat regressioon, jossa selitettävänä muuttujana on yrityksille suunnatun nettoluotonannon vuosikasvu ja selittävinä muuttujina pankkien ilmoittamien luotonantokriteerien ja luottokysynnän viipeet, kolme selitettävän muuttujan viivettä sekä pankkikohtaiset ja maa-aikakohtaiset kiinteät vaikutukset. Otos sisältää 149 pankkia ja kattaa ajanjakson vuoden 2009 kolmannelle neljännekselle vuodelle 2022 toiseen neljännekselle.

Pankkien luotonantokysely sisältää tietoa luotonannon tulevasta kasvusta paitsi kokonaistasolla myös yksittäisten pankkien tasolla.

Pankkitason estimoinnit osoittavat, että luotonantokriteerien tiukentumisesta ilmoittaneiden pankkien kohdalla toteutunut yrityslainakannan kasvu hidastuu merkittävästi kolme-kuusi vuosineljännestä tiukentumisen jälkeen verrattuna pankkeihin, jotka ovat ilmoittaneet luotonantokriteerien lieventymisestä tai pysymisestä ennallaan (kuvion C kohta b). Samaan aikaan pankeilla, jotka ovat luotonantokyselyssä ilmoittaneet

luottokysynnän supistuneen, toteutunut yrityslainakannan kasvu jää samalla vuosineljänneksellä ja seuraavilla neljänneksillä vähäisemmäksi kuin pankeilla, jotka ovat ilmoittaneet luottokysynnän pysyneen entisellään tai kasvaneen.⁷¹ Tämä osoittaa, että luottokysynnän reaaliaikaisempi yhteys toteutuneeseen luotonannon kasvuun aggregoidun sarjan korrelaatioissa pätee myös yksittäisten pankkien tasolla.

Myös asuntolainojen osalta pankkien luotonantokyselyn indikaattorit antavat arvokasta tietoa luotonannon tulevasta kasvusta, joskin lyhyemmällä viipeellä ja hieman heikommalla korrelaatiolla kuin yrityslainakannan kohdalla.

Erityisesti luotonantokriteerien ja asuntolainakannan kasvun välinen korrelaatio osoittaa, että tällä luotonantokyselyn indikaattorilla on vain pieni etumatka asuntolainakannan kasvuun nähden (enimmillään noin kaksi vuosineljänneestä; ks. kuvion B kohta b). Asuntolainakysyntä korreloi asuntolainakannan kasvun kanssa yleisesti ottaen vahvemmin ja hieman pitemmällä etumatalla kuin luotonantokriteerit, sillä sen korrelaatio on huipussaan kolmen–neljän vuosineljänneksen etumatalla. Lisäksi pankkien luotonantokyselyn indikaattorien yhteys luotonannon nettokasvuun on kaiken kaikkiaan heikompi asuntolainoissa kuin yrityslainoissa. Tämä ero liittyy kuitenkin luultavasti siihen, että ajankohtana, jolloin maailmanlaajuisia finanssikriisiä edeltäneestä asuntomarkkinabuumista oli kulunut noin kymmenen vuotta, asuntolainoja lyhennettiin runsaasti, mikä hidasti asuntolainakannan nettokasvua.⁷² Sekä luotonantokriteerien että asuntolainakysynnän korrelaatio on näet voimakkaampi uusien asuntolainojen kohdalla (kummassakin korrelaatio on suurimmillaan noin 0,6, kun etumatka on neljä vuosineljänneestä), mikä sopii myös yhteen luotonantokyselyssä pankkien bruttomääräisestä luotonannosta saatujen tietojen kanssa.

Pankkien luotonantokyselyssä ilmoitetut tiedot auttavat myös parantamaan asuntolainakannan kasvuennusteita. Yrityslainakannan kasvuennusteista poiketen asuntolainakannan kasvuennusteita voidaan tarkentaa enemmän luottokysynnän kuin luotonantokriteerien kehityksen huomioonilla (kuvion D kohta a). Tämä on linjassa sen kanssa, että asuntolainakannan nettokasvu korreloi vähemmän luotonantokriteerien kuin luottokysynnän kanssa, kuten edellä on todettu. Luottokysyntä auttaa myös ennustamaan asuntolainakannan tulevaa kasvua pankkikohtaisella tasolla: pankeilla, jotka ilmoittavat kysynnän supistuneen, luotonanto kasvaa seuraavilla vuosineljänneksillä vähemmän kuin pankeilla, jotka ilmoittavat luottokysynnän kasvaneen tai pysyneen ennallaan (kuvion D kohta b). Sen sijaan luotonantokriteereillä on pienempi merkitys asuntolainakannan kasvun ennustamisessa paitsi kokonaistasolla myös yksittäisten pankkien tasolla.

⁷¹ Nämä tulokset osoittavat, että sen lisäksi, että pankkien vastaukset yrityslainojen luotonantokriteereistä ja luottokysynnästä auttavat tarkentamaan luotonannon kasvuennusteita kokonaistasolla, ne sisältävät myös arvokasta tietoa yksittäisten pankkien luotonantovolyymien muutoksista. Erityisen merkittävää on, että sama pätee myös, kun huomioon otetaan aikaisempi kehitys, pankkikohtaiset tekijät ja kansalliset makrotalouden kehityssuunnat, jotka voivat vaikuttaa niihin antolainausmarkkinoihin, joilla pankit toimivat.

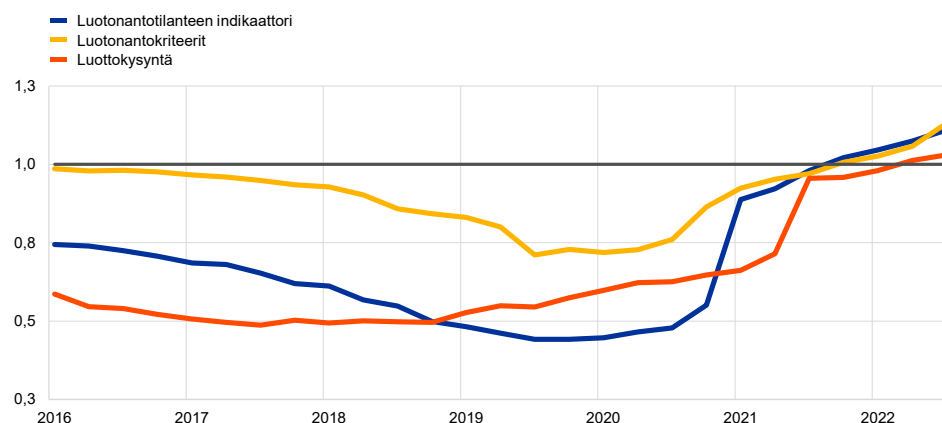
⁷² Ks. *Talouskatsauksen* 5/2018 kehikko "Developments in mortgage loan origination in the euro area".

Kuvio D

Pankkien luotonantokyselyn kyky ennakoida tulevaa euroalueen asuntolainakannan kasvua

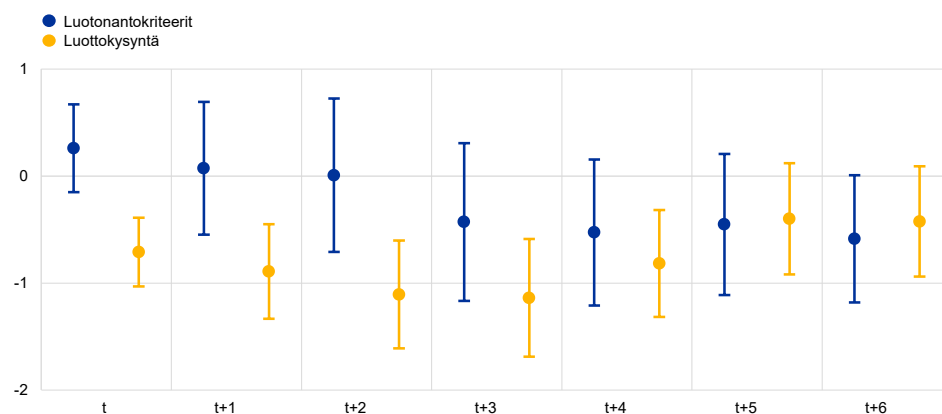
a) Pankkien luotonantokyselyn indikaattorien onnistuminen kokonaisasuntolainakannan kasvun ennustamisessa

(lainakannan kasvua koskevan, otoksen ulkopuolisen ennusteen keskineliövirheen neliöjuuren suhde malleissa, joissa huomioidaan luotonantokyselyn indikaattorit, ja malleissa, joissa niitä ei huomioida)



b) Luotonantokriteerien ja luottokysynnän muutosten vaikutus asuntolainakannan kasvuun yksittäisten pankkien tasolla

(vaikutus asuntolainakannan vuosikasvuun prosenttiyksikkönä)



Lähteet: EKP (kohdan a osalta pankkien luotonantokysely ja tasetilastot; kohdan b osalta yksittäisten pankkien luotonantokyselytulokset ja yksittäiset tasetilastot) sekä EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdassa a esitetään pankkien luotonantokyselyn indikaattorien onnistuminen lainakannan vuosikasvun ennustamisessa aikavälillä, jolla keskimääräinen RMSE on alimmillaan (luotonantokriteereillä kaksi vuosineljännestä, luottokysynnällä viisi vuosineljännestä ja luotonantotilanteella kolme vuosineljännestä). Alle 1:n oleva arvo merkitsee, että puhtaan autoregressiomallin täydentäminen pankkien luotonantokyselyllä parantaa ennusteen tarkkuutta. Lainakannan vuosikasvu määritellään viimeksi kuluneiden 12 kuukauden nettolainavirtoina, jotka on jaettu 12 kuukauden takaisella lainakannalla. Mallit on arvioitu kymmenen vuoden liukuilla jaksoilla. RMSE:t on laskettu neljän vuoden liukuilla jaksoilla. Kohdassa b esitetään vaikutus lainakannan vuosikasvuun ajanjaksoilla t+i, kun pankkien luotonantokyselyn indikaattorit on mitattu ajanhetkellä t. Vaikutukset ovat suhteessa pankkeihin, jotka ovat ilmoittaneet luotonantokriteerien lieventymisestä tai pysymisestä ennallaan/luottokysynnän kasvusta tai pysymisestä ennallaan. Kertoimet perustuvat regressioon, jossa selitettävänä muuttujana on nettomääräisen asuntolainakannan vuosikasvu ja selittävinä muuttujina pankkien ilmoittamien luotonantokriteerien ja luottokysynnän viipeet, kolme selitettävän muuttujan viivettä sekä pankkikohtaiset ja maa-aikakohtaiset kiinteät vaikutukset. Otos sisältää 140 pankkia ja kattaa ajanjakson vuoden 2009 kolmannelta neljänneksestä vuoden 2022 toiseen neljännekseen.

Näiden havaintojen valossa pankkien luotonantokysely ennustaa tällä hetkellä euroalueen yrityslainakannan ja asuntolainakannan kasvun hidastuvan tulevilla vuosineljänneksillä. Vuoden 2022 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä pankit ilmoittivat yrityksille suunnatun luotonantonsa kriteerien nettomääräisesti

tiukentuneen.⁷³ Erityisesti toisella ja kolmannella vuosineljänneksellä luotonantokriteerien nettomääräinen tiukentuminen ylitti koronaviruspandemian aikaisen tiukentumisen (jota lievensivät julkisen sektorin toimenpiteet, kuten lainatakaustajärjestelyt ja muut finanssipoliittiset tukitoimet sekä rahapoliittisten viranomaisten ja valvontaviranomaisten toimet), mutta jäi vähäisemmäksi kuin maailmanlaajuisen finanssikriisin ja valtionvelkakriisin aikainen nettomääräinen tiukentuminen.⁷⁴ Tämänvuotisen tiukentumisen taustalla olivat ennen kaikkea pankkien vahvistuneet riskiodotukset ja alhaisempi riskitoleranssi, jotka johtuivat yleisiin talousnäkyymiin ja lainanottajien luottokelpoisuuteen liittyvistä huolista. Myös pankkien varainhankinnan kustannukset ja tasetilanteet vaikuttivat luotonantokriteereitä tiukentavasti euroalueen yrityslainoissa ja asuntolainoissa. Tämä vaikutus vahvistui vuoden 2022 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä, kun rahapolitiikkaa samaan aikaan normalisoitiin. Tämä osoittaa luotonantokyselyn hyödyllisyyden arvioitaessa EKP:n rahapolitiikan välittymistä euroalueen yrityksiin ja kotitalouksiin pankkilainauskanavan kautta. Samaa aikaan yritysten luottokysyntä kasvoi pankkien mukaan kokonaisuudessaan edelleen vuoden 2022 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä. Kasvun takana olivat pääosin yritysten käyttöpääoman ja varastojen rahoitustarpeet. Lokakuun 2022 luotonantokyselyssä pankit ilmoittivat, että ne odottivat nettomääräisesti luotonantokriteerien tiukentuvan edelleen voimakkaasti mutta yritysten luottokysynnän supistuvan vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä. Kaiken kaikkiaan nämä tulokset ennustavat yrityksille suunnatun luotonannon kasvun hidastuvan vuonna 2023.⁷⁵ Asuntolainojen kysyntä puolestaan supistui pankkien mukaan nettomääräisesti merkittävästi vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, kun se oli toisella vuosineljänneksellä supistunut lievemmin. Yhdessä asuntolainojen luotonantokriteerien voimakkaan nettomääräisen tiukentumisen kanssa vuoden 2022 toisella ja kolmannella neljänneksellä tämä viittaa siihen, että toteutunut asuntolainakannan kasvu hidastuu huomattavasti seuraavilla vuosineljänneksillä. Toteutuneen asuntolainakannan kasvun käännekohdasta onkin jo merkkejä nähtävissä.

Pankkien luotonantokyselyn tiedot myötäilevät tuoreimpia yritysten rahoituksensaantia koskevassa kyselyssä (SAFE) saatuja tietoja. SAFE-kyselyssä yritykset ilmoittivat rahoitusvajaidensa kasvaneen huhtikuusta syyskuuhun 2022 ja odottivat pankkilainojen saatavuuden supistuvan lokakuusta 2022 maaliskuuhun 2023. Ks. tämän *Talouksatsauksen* numeron kehikko ”Yritysten rahoituksensaanti ja taloussuhdanne: SAFE-kyselyn tuloksia”.

⁷⁴ Ks. pankkien luotonantokyselyn tulokset näiltä vuosineljänneksiltä [EKP:n verkkosivustolla](#).

⁷⁵ Siitä riippumatta, mitä tietoa pankkien luotonantokyselyn indikaattorit antavat yrityslainakannan ja asuntolainakannan toteutuneesta kasvusta, on pidettävä mielessä, että nämä kehityssuunnat ovat ei-ehdollisia ennusteita, jotka perustuvat yksinomaan luotonantokyselyyn ja voivat muuttua, jos taloustilanteessa ja talouden näkymissä tapahtuu uusia muutoksia.

Euroalueen maiden alustavien vuoden 2023 talousarviosuunnitelmien finanssipoliittiset linjaukset

Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier ja Steffen Osterloh

Euroopan komissio julkisti 22.11.2022 lausuntonsa euroalueen maiden alustavista vuoden 2023 talousarviosuunnitelmista.⁷⁶ Koska vakaus- ja kasvusopimuksen yleistä poikkeuslauseketta sovelletaan edelleen vuonna 2023, komissio keskittyi arvioissaan kahden edellisen vuoden tavoin siihen, miten alustavissa talousarviosuunnitelmissa noudatetaan finanssipoliittisia suosituksia, jotka ovat luonteeltaan enemmän laadullisia kuin määrällisiä.⁷⁷ Neuvosto hyväksyi nämä suositukset 12.7.2022. Tuolloin neuvosto myös suosittelee, että euroalueen maat harjoittaisivat eriytettyä finanssipoliittikkaa vuonna 2023, ja erityisesti, että maat, joiden julkinen velka on suuri, varmistaisivat finanssipoliittikkansa pysymisen maltillisena. Operatiivisella tasolla tämä merkitsee, että kansallisesti rahoitettujen juoksevien perusmenojen kasvu, josta on puhdistettu harkinnanvaraiset tulopuolen toimet, pidetään keskipitkällä aikavälillä potentiaalisen tuotannon kasvua pienempänä. Niille euroalueen maille, joiden julkinen velka on pieni tai keskisuuri, suositeltiin sen varmistamista, että kansallisesti rahoitettujen juoksevien menojen kasvu noudattaa kokonaisuudessaan neutraalia finanssipoliittikan mitoitusta. Molemmissa tapauksissa todettiin, että julkisen talouden menosuunnitelmissa olisi otettava huomioon meneillään olevat väliaikaiset ja kohdennetut tuet kotitalouksien ja yritysten energiakustannusten kompensoimiseksi sekä tuet Venäjän Ukrainassa käymän hyökkäyssodan pakolaisille. Euroalueen maita kannustettiin myös lisäämään julkisia investointeja vihreään siirtymään ja digitaaliseen muutokseen sekä energiavarmuuteen.⁷⁸

Arviossaan siitä, noudattavatko vuoden 2023 talousarviosuunnitelmat neuvoston suosituksia, komissio keskittyi tarkastelemaan, miten maat noudattavat koronaviruskriisin aikana laadittua indikaattoria, jolla mukautetaan vakaus- ja kasvusopimuksen sisältämää menojen kasvun

⁷⁶ Ks. ”Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle ja Euroopan keskuspankille: Vuoden 2023 alustavien talousarviosuunnitelmien kokonaisarviointi”, Euroopan komissio, 22.11.2022, ja ”Suositus: Neuvoston suositus euroalueen talouspolitiikasta”, Euroopan komissio, 22.11.2022. Italian ja Latvian väistyvät hallitukset lähtivät alustavissa talousarviosuunnitelmissaan siitä, että kyseisten maiden politiikka jatkuu muuttumattomana, joten komissio ei arvioinut näitä suunnitelmia syyspakettinsa yhteydessä. Italia toimitti päivityksen alustavaan talousarviosuunnitelmaansa 21.11.2022, ja komissio julkaisi lausuntonsa Italian suunnitelmasta 14.12.2022.

⁷⁷ Yleinen poikkeuslauseke lisättiin vakaus- ja kasvusopimukseen osana ns. six pack -uudistusta vuonna 2011. Lauseke voidaan ottaa käyttöön, mikäli esiintyy epätavallinen tapahtuma, johon asianomainen jäsenvaltio ei itse voi vaikuttaa ja jolla on huomattava vaikutus maan julkisen talouden rahoitusasemaan, tai mikäli euroalueen tai koko unionin talous heikkenee vakavasti. Kun lauseke otetaan käyttöön, jäsenvaltiot voivat poiketa väliaikaisesti sekä vakaus- ja kasvusopimuksen ennalta ehkäisevän osan että sen korjaavan osan sisältämistä julkisen talouden sopeutusvaatimuksista, kunhan se ei vaaranna julkisen talouden kestävyttä keskipitkällä aikavälillä.

⁷⁸ Neuvoston suositusten lisäksi euroryhmä katsoi 11.7.2022 antamassaan lausunnossa finanssipoliittikan suuntaviivoista vuodelle 2023, että euroalueen kokonaiskysynnän tukeminen finanssipoliittikalla vuonna 2023 ei ollut perusteltua vallitsevan taloustilanteen ja erityisesti inflaatiokasvun valossa.

vertailuarvoa.⁷⁹ Ensinnäkin tässä indikaattorissa otetaan huomioon menot, jotka rahoitetaan EU:n elpymis- ja palautumistukivälineen (RRF) avustuksilla tai muilla EU:n varoilla. Näillä rahoituslähteillä annetaan taloudelle kasvusysäys, mutta ne eivät näy euroalueen maiden rahoitusjäämissä, koska ne kirjataan sekä tuloihin että menoihin. Toiseksi indikaattorista on jätetty pois koronaviruspandemian johdosta toteutetut väliaikaiset hätätoimenpiteet. On tärkeää huomata, että indikaattorin taustalla oleva menojen kokonaismäärä sisältää sekä energiakriisin johdosta toteutetut menotoimenpiteet että kansallisesti rahoitetut julkiset investoinnit. Komissio käytti näiden menojen kehityksestä tekemäänsä arviota perustana arvioidessaan, missä määrin talousarviosuunnitelmat noudattavat neuvoston 12.7.2022 antamia suosituksia.

Komission arvion mukaan euroalueen maiden alustavat talousarviosuunnitelmat vuodelle 2023 noudattavat pääpiirteissään neuvoston finanssipoliittisia suosituksia muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta. Niistä maista, joiden julkinen velka on suuri, komissio arvioi, että Belgian alustava talousarviosuunnitelma noudattaa suositusta vain osittain, sillä kansallisesti rahoitettujen juoksevien menojen kasvu ylittää potentiaalisen tuotannon kasvun. Portugalin suunnitelmasta komissio esitti kokonaisuudessaan myönteisen arvion, jossa se kuitenkin totesi myös riskejä, että suositusten noudattaminen jäisi vaillinaiseksi, mikäli energiakustannusten kompensointitoimia ei lopeteta suunnitelman mukaisesti.⁸⁰ Niistä maista, joiden julkinen velka on pieni tai keskiuuri, Saksan, Viron, Liettuan, Luxemburgin, Alankomaiden, Itävallan, Slovenian ja Slovakian alustavat talousarviosuunnitelmat arvioitiin osittain suositusten mukaisiksi, koska niiden kansallisesti rahoitettujen juoksevien nettomenojen vaikutukset finanssipoliittikan kokonaislinjaukseen vuonna 2023 ovat enemmän kasvua tukevat kuin neutraalit.⁸¹ Kaikki euroalueen maat aikovat rahoittaa julkisia investointeja vihreään siirtymään ja digitaaliseen muutokseen sekä energiavarmuuteen, mukaan lukien RRF:n ja muiden EU:n varojen hyödyntäminen neuvoston suosituksen mukaisesti.

Komission arvioissa korostettiin koko euroalueen laajuista julkisten investointien kasvua, joka alkoi vuonna 2018 ja on jatkunut vuosina 2020–2022 koronaviruspandemian ja Venäjän Ukrainassa käymän sodan aiheuttamista sokeista huolimatta. Vaikka julkisten investointien kasvu on pandemian alusta asti ollut maltillista, kun sitä tarkastellaan prosenttiosuutena BKT:stä, se poikkeaa

⁷⁹ Komissio laskee tämän finanssipoliittikan suuntausta kuvaavan indikaattorin mittaamalla nettomenojen vuosikasvun suhteessa 10 vuoden potentiaaliseen kasvuun ja BKT:n deflaattorin kasvuvauhtiin. Vuoden 2021 vakausohjelmia koskevien neuvoston suositusten johdosta indikaattorin laskennassa käytettävää nettomenojen kokonaismäärää mukautettiin siten, että siihen sisällytettiin RRF:n avustuksilla ja muilla EU:n varoilla rahoitetut menot ja siitä jätettiin pois koronaviruskriisiin liittyvät väliaikaiset hätätoimenpiteet. EU:sta rahoitettujen menojen vaikutuksen ohella komission arvioinnissa huomioidaan erilaisten kansallisesti rahoitettujen menoerien vaikutukset finanssipoliittikan kokonaismitoitukseen. Näitä ovat a) investoinnit, b) muut pääomamenot ja c) juoksevat perusmenot (joista on puhdistettu harkinnanvaraiset tulopuolen toimet). Tämä indikaattori eroaa mittarista, jota Euroopan keskuspankkijärjestelmässä on perinteisesti käytetty finanssipoliittikan mitoituksen arviointiin ja joka perustuu suhdannekorjatun perusjäämän käsitteeseen (ks. tämän *Talouksatsauksen* osa 6).

⁸⁰ Komission Portugalin alustavasta talousarviosuunnitelmasta tekemän kokonaisarvion perusteella euroryhmä korosti 5.12.2022 julkaistussa lausunnossaan alustavista vuoden 2023 talousarviosuunnitelmista edistystä, jota Portugalin on saavuttanut alijäämän ja velan pienentämisessä.

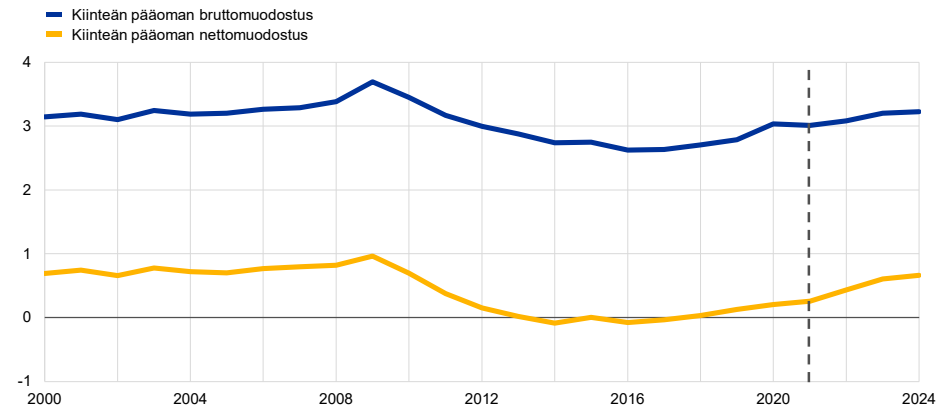
⁸¹ Komission analyysin mukaan Alankomaiden kansallisesti rahoitettujen juoksevien perusmenojen vaikutus finanssipoliittikan mitoitukseen on kutakuinkin neutraali, mutta finanssipoliittikan kokonaislinjaus on kasvua tukeva.

maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisestä kehityksestä, jossa vuosina 2014–2017 julkiset bruttoinvestoinnit pienenivät yli yhdellä prosenttiyksiköllä BKT:stä ja nettoinvestoinnit, joissa otetaan huomioon pääomakannan arvon aleneminen, muuttuivat negatiivisiksi (kuvio A).

Kuvio A

Euroalueen julkiset investoinnit 2000–2024

(prosentteina BKT:stä)



Lähde: Euroopan komissio (AMECO-tietokanta).

Huom. Vuosien 2022–2024 tiedot ovat Euroopan komission syksyn 2022 ennusteesta. Ennustejakson alku on merkitty pystysuoralla katkoviivalla.

Komission mukaan euroalueen maiden finanssipolitiikka saattaa vuonna 2023 muuttua kasvua suosivaksi inflaation pysytellessä edelleen nopeana.

Komission syksyn 2022 ennusteessa, jossa otetaan huomioon alustavat vuoden 2023 talousarviosuunnitelmat, arvioidaan edellä kuvailun mukautetun indikaattorin perusteella, että finanssipolitiikan kasvua tukeva linjaus on vuonna 2022 suuruudeltaan noin 2,2 % BKT:stä, kun taas vuodelle 2023 ennakoidaan kutakuinkin neutraalia finanssipolitiikkaa.⁸² Komission arvioissa niiden toimenpiteiden nettomääräinen budjettivaikutus, joilla pyritään lieventämään energian hinnannousun vaikutuksia euroalueen kotitalouksiin ja yrityksiin vuonna 2023, on 0,9 % BKT:stä, kun se vuonna 2022 oli 1,3 % BKT:stä. Komissio arvioi myös, että jos nykyisiä toimenpiteitä jatkettaisiin koko vuoden 2023 ajan, niiden kustannukset saattaisivat kasvaa yhdellä prosenttiyksiköllä BKT:stä, jolloin ne ylittäisivät vuonna 2023 lähes 2 prosenttiin BKT:stä ja finanssipolitiikasta tulisi siten enemmän kasvua tukevaa.

Tuoreimmissa eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa energiatukitoimien määrä on merkittävästi suurempi kuin komission perusskenaariossa, mikä viittaa siihen, että finanssipolitiikan mitoitus on kasvua tukeva vuonna 2023.

Euroalueen talousnäkyimiä koskeissa joulukuun 2022 arvioissa ennakoidaan makrotalouden näkyymiin sisältyvien koko euroalueen energiatukien olevan suuruudeltaan noin 2 % BKT:stä.⁸³ Tämä ylittää merkittävästi komission syksyn 2022 ennusteessa esitetyn arvion. Eron taustalla on muun muassa arvioiden valmistumisajankohdan myöhentäminen, jonka myötä entistä useammista

⁸² Ks. ”Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle ja Euroopan keskuspankille: Vuoden 2023 alustavien talousarviosuunnitelmien kokonaisarviointi”, mt.

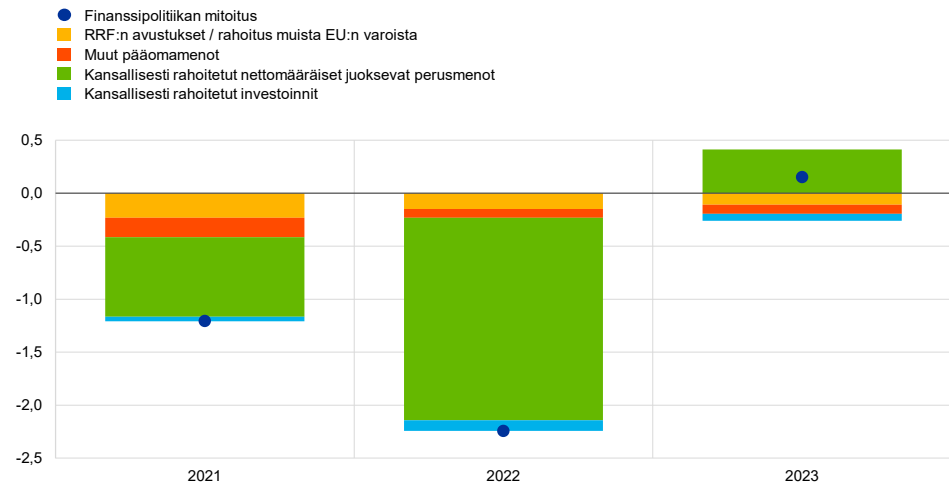
⁸³ Ks. ”Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2022”, julkisen talouden näkyimiä koskeva osa 2.

tukitoimenpiteistä on saatu riittävän yksityiskohtaiset tiedot, jotta ne voidaan ottaa huomioon euroalueen talousnäkyimiä koskevien joulukuun arvioiden finanssipoliittisissa oletuksissa.⁸⁴

Kuvio B

Komission arviointi finanssipolitiikan linjauksista vuosille 2021–2023

(prosentteina BKT:stä)



Lähde: Euroopan komissio (AMECO-tietokanta).

Huom. Komissio käytti euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioinnissaan tekstissä selostettua mukautettua menojen kasvun vertailuarvoa. Negatiivinen luku viittaa kasvua tukevaan mitoitukseen ja positiivinen luku supistavaan mitoitukseen.

Politiikkatoimien on oltava kohdennettuja, räätälöityjä ja väliaikaisia sen varmistamiseksi, että finanssipolitiikalla ei lisätä inflaatiopaineita ja että velan kestävyys turvataan ja julkisen talouden kasvua edistävää suuntausta tuetaan.

Rahapolitiikan näkökulmasta energiatukitoimia on edelleen mukautettava kolmessa suhteessa: Ne on ensiksikin *kohdennettava* haavoittuvimmille tahoille, jotta kasvusysäys voidaan pitää suuruudeltaan rajallisena ja se hyödyttää eniten tarvitsevia. Ne on myös *räätälöitävä* siten, että ne eivät heikennä kannustimia energian kysynnän vähentämiseen. Lisäksi ne on pidettävä *väliaikaisina*, jotta kasvusysäystä jatketaan vain niin kauan kuin on ehdottoman välttämätöntä. Koska vakaus- ja kasvusopimuksen yleisen poikkeuslausekkeen soveltamisen odotetaan päättyvän vuonna 2024, oikea-aikainen sopiminen EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistuksesta on olennaisen tärkeää, koska se helpottaa finanssipolitiikan linjaamista jatkossa.⁸⁵ Kaiken kaikkiaan julkista velkaa olisi tarvittavilta osin asteittain pienennettävä realistisesti ja kestävästi, ja samalla

⁸⁴ Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa asiantuntija-arvioissa esitetyt finanssipoliittisten muuttujien ennusteet laatii julkista taloutta käsittelevä työryhmä (Working Group on Public Finance). Finanssipolitiikkaa koskevat arviot ovat täysin linjassa makrotalouden arvioiden kanssa, ja niissä otetaan huomioon tuoreimmat tiedot, esimerkiksi uusimmat datajulkistukset, talousarviolait, lisätalousarviot sekä vakaus- ja lähentymisohjelmat. Finanssipolitiikkaa koskevissa arvioissa on otettu huomioon ainoastaan sellaiset toimenpiteet, jotka on joko jo hyväksytty kansallisessa parlamentissa tai hallitustasolla taikka määritely yksityiskohtaisesti niin, että ne todennäköisesti läpäisevät lainsäädäntöprosessin. Tarkempia tietoja on EKP:n julkaisussa "A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises" heinäkuulta 2016.

⁸⁵ Ks. "Tiedonanto linjauksista EU:n talouden ohjausjärjestelmän uudistamiseksi", Euroopan komissio, 9.11.2022.

tarvitaan julkisen talouden laadun parantamista ja kestäviä julkisia investointeja, joilla tuetaan potentiaalista kasvua sekä vihreää siirtymää ja digitaalista muutosta.

Statistics

Contents

1 External environment	S 2
2 Economic activity	S 3
3 Prices and costs	S 9
4 Financial market developments	S 13
5 Financing conditions and credit developments	S 18
6 Fiscal developments	S 23

Further information

ECB statistics can be accessed from the Statistical Data Warehouse (SDW):	http://sdw.ecb.europa.eu/
Data from the statistics section of the Economic Bulletin are available from the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813
A comprehensive Statistics Bulletin can be found in the SDW:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Conventions used in the tables

-	data do not exist/data are not applicable
.	data are not yet available
...	nil or negligible
(p)	provisional
s.a.	seasonally adjusted
n.s.a.	non-seasonally adjusted

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2.8	2.3	1.6	-0.4	6.0	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.1	-2.8	-11.0	-4.3	2.2	-6.1	1.4	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2021	6.1	5.9	7.5	2.1	8.1	5.3	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2021 Q4	1.7	1.7	1.6	1.2	1.4	0.5	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6
2022 Q1	0.5	-0.4	0.7	-0.5	1.4	0.6	7.9	5.5	8.0	6.2	0.9	1.1	6.1
Q2	-0.4	-0.1	0.2	1.1	-2.6	0.8	9.7	6.4	8.6	9.2	2.5	2.2	8.0
Q3	.	0.7	-0.2	-0.2	.	0.3	10.3	7.2	8.3	10.0	2.9	.	9.3
2022 June	.	.	.	.	.	.	10.3	6.5	9.1	9.4	2.4	2.5	8.6
July	.	.	.	.	.	.	10.2	6.8	8.5	10.1	2.6	2.7	8.9
Aug.	.	.	.	.	.	.	10.3	7.2	8.3	9.9	3.0	2.5	9.1
Sep.	.	.	.	.	.	.	10.5	7.6	8.2	10.1	3.0	.	9.9
Oct.	.	.	.	.	.	.	10.7	7.6	7.7	11.1	3.7	.	10.6
Nov. ³⁾	7.1	10.7	.	.	10.0

Sources: Eurostat (col. 6, 13); BIS (col. 9, 10, 11, 12); OECD (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) The figure for the euro area is an estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

1.2 Main trading partners, Purchasing Managers' Index and world trade

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)							Merchandise imports ¹⁾				
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.4	-0.6
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.1	-4.2	-3.9
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.0	9.4	12.7
2021 Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.1	2.3	1.9
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.7	3.4	0.0
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	0.2	-0.2	0.6
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.5	0.8	-0.1	1.8
2022 June	53.8	52.3	53.7	53.0	55.3	52.0	52.9	54.0	50.1	0.2	-0.2	0.6
July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.7	0.9	2.5
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	1.2	-0.3	2.9
Sep.	49.9	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.2	46.5	0.8	-0.1	1.8
Oct.	49.3	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	.	.	.
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	.	.	.

Sources: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12).

1) Global and advanced economies exclude the euro area. Annual and quarterly data are period-on-period percentages; monthly data are 3-month-on-3-month percentages. All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2019	11,986.3	11,579.0	6,381.8	2,456.1	2,657.1	1,252.0	770.7	627.6	83.9	407.3	5,772.1	5,364.9
2020	11,456.5	11,046.3	5,924.4	2,565.7	2,515.9	1,221.6	685.3	602.2	40.3	410.2	5,187.8	4,777.7
2021	12,313.5	11,834.4	6,289.0	2,717.8	2,701.7	1,369.4	761.1	563.8	126.0	479.1	6,070.2	5,591.1
2021 Q4	3,176.2	3,093.5	1,642.2	692.6	707.0	355.7	193.4	156.0	51.7	82.7	1,634.7	1,552.1
2022 Q1	3,231.7	3,147.2	1,677.8	700.4	718.7	372.8	199.5	144.5	50.2	84.5	1,713.5	1,629.0
Q2	3,292.0	3,226.7	1,725.1	707.8	741.6	383.9	207.1	148.6	52.1	65.4	1,826.7	1,761.3
Q3	3,339.0	3,327.0	1,769.0	715.7	777.8	388.0	213.9	174.0	64.4	12.0	1,890.4	1,878.4
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100.0	96.1	51.1	22.1	21.9	11.1	6.2	4.6	1.0	3.9	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q4	0.5	1.4	-0.1	0.4	3.4	0.2	1.6	13.5	-	-	2.6	4.7
2022 Q1	0.6	-0.4	0.0	0.0	-0.7	2.1	1.5	-9.4	-	-	1.4	-0.7
Q2	0.8	1.0	1.0	-0.1	0.9	-0.4	2.2	2.4	-	-	1.7	2.2
Q3	0.3	1.5	0.9	0.1	3.6	-0.9	2.0	16.8	-	-	1.7	4.3
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	2.4	1.4	1.7	6.9	3.3	1.8	23.0	-	-	2.8	4.8
2020	-6.1	-5.8	-7.7	1.0	-6.2	-4.1	-11.6	-3.9	-	-	-8.9	-8.5
2021	5.3	4.2	3.8	4.3	3.6	6.0	9.1	-7.5	-	-	10.5	8.3
2021 Q4	4.8	5.0	5.9	2.6	2.0	1.7	1.5	3.0	-	-	8.3	9.2
2022 Q1	5.5	5.6	7.9	3.0	3.6	4.3	1.9	4.5	-	-	8.7	9.3
Q2	4.2	4.4	5.4	0.7	2.7	1.3	2.9	5.9	-	-	7.9	8.4
Q3	2.3	3.5	1.7	0.4	7.4	1.0	7.5	23.0	-	-	7.7	10.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q4	0.5	1.3	-0.1	0.1	0.7	0.0	0.1	0.6	0.6	-0.8	-	-
2022 Q1	0.6	-0.4	0.0	0.0	-0.2	0.2	0.1	-0.5	-0.3	1.1	-	-
Q2	0.8	0.9	0.5	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	-	-
Q3	0.3	1.4	0.4	0.0	0.8	-0.1	0.1	0.8	0.2	-1.1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1.6	2.3	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.2	-0.7	-	-
2020	-6.1	-5.6	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-
2021	5.3	4.2	2.0	1.0	0.9	0.7	0.6	-0.4	0.3	1.3	-	-
2021 Q4	4.8	4.8	3.0	0.6	0.4	0.2	0.1	0.2	0.8	0.0	-	-
2022 Q1	5.5	5.4	3.9	0.7	0.8	0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	-	-
Q2	4.2	4.2	2.7	0.2	0.6	0.2	0.2	0.3	0.7	0.1	-	-
Q3	2.3	3.3	0.9	0.1	1.6	0.1	0.4	1.0	0.8	-1.1	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Exports and imports cover goods and services and include cross-border intra-euro area trade.

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2019	10,743.8	176.7	2,103.8	555.5	2,041.8	531.6	481.7	1,203.9	1,251.7	2,027.1	369.9	1,242.4
2020	10,326.3	175.3	1,994.3	543.8	1,794.2	544.5	483.1	1,207.7	1,200.5	2,060.3	322.7	1,130.2
2021	11,042.0	188.1	2,166.2	594.8	1,996.5	586.1	497.1	1,242.7	1,285.8	2,151.6	333.1	1,271.5
2021 Q4	2,836.8	50.0	555.3	152.0	536.6	149.6	124.8	312.9	330.8	540.3	84.4	339.4
2022 Q1	2,891.2	51.6	576.4	158.0	545.4	150.5	124.9	315.6	335.5	546.8	86.3	340.5
Q2	2,951.4	54.3	591.8	161.4	570.5	153.9	126.8	317.8	341.0	544.2	89.8	340.6
Q3	3,006.8	55.8	597.5	162.3	588.9	154.3	128.9	323.7	346.0	557.0	92.5	332.3
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100.0	1.7	19.6	5.4	18.1	5.3	4.5	11.3	11.6	19.5	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q4	0.2	0.0	0.5	0.3	0.6	2.2	-0.2	0.5	0.9	-0.8	-2.5	3.1
2022 Q1	0.9	-0.9	0.5	2.4	0.9	0.7	0.0	0.9	1.0	0.9	2.0	-1.7
Q2	0.7	-0.7	0.6	-0.7	1.7	2.1	0.2	0.2	1.0	-0.6	4.3	1.9
Q3	0.7	0.3	0.7	-1.7	1.3	0.0	-0.3	-0.1	0.3	1.4	3.0	-2.7
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.5	0.9	0.5	0.8	2.5	5.6	0.6	1.3	1.9	1.1	1.7	1.9
2020	-6.0	0.2	-6.4	-5.7	-14.1	1.9	0.5	-0.9	-5.6	-2.8	-17.7	-6.9
2021	5.2	0.0	7.0	5.3	7.9	7.0	3.0	1.7	6.0	3.5	3.1	6.3
2021 Q4	4.7	-0.9	1.9	0.8	11.8	8.7	2.2	1.8	5.7	2.0	14.2	5.8
2022 Q1	5.3	-0.5	1.8	4.6	14.1	6.5	0.4	3.2	6.3	1.9	17.2	6.7
Q2	4.3	-1.7	2.1	1.6	11.0	6.9	0.4	2.4	5.1	0.8	16.2	3.8
Q3	2.5	-1.3	2.3	0.2	4.5	5.1	-0.4	1.6	3.3	0.8	6.8	0.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q4	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-
2022 Q1	0.9	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
Q2	0.7	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	-
Q3	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1.5	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.0	0.0	-1.3	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.2	0.0	1.4	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2021 Q4	4.7	0.0	0.4	0.0	2.0	0.5	0.1	0.2	0.7	0.4	0.4	-
2022 Q1	5.3	0.0	0.4	0.3	2.4	0.3	0.0	0.4	0.7	0.4	0.5	-
Q2	4.3	0.0	0.4	0.1	2.0	0.4	0.0	0.3	0.6	0.2	0.5	-
Q3	2.5	0.0	0.5	0.0	0.8	0.3	0.0	0.2	0.4	0.2	0.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
	1	Employees 2	Self-employed 3	Agriculture, forestry and fishing 4	Manufacturing, energy and utilities 5	Construction 6	Trade, transport, accommodation and food services 7	Information and communication 8	Finance and insurance 9	Real estate 10	Professional, business and support services 11	Public administration, education, health and social work 12	Arts, entertainment and other services 13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	85.9	14.1	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.0	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.3	1.5	0.3	-2.3	1.2	2.8	1.7	3.3	-0.3	1.9	1.2	1.3	0.5
2020	-1.5	-1.6	-1.2	-2.4	-2.0	0.5	-3.9	1.8	0.0	-0.2	-2.2	1.0	-3.0
2021	1.4	1.6	0.1	-0.2	-0.3	3.2	0.5	4.8	0.8	1.0	2.8	2.1	0.5
2021 Q4	2.4	2.7	0.3	-1.0	1.2	3.1	3.3	6.5	0.8	0.5	3.6	1.7	1.7
2022 Q1	3.0	3.3	1.1	-1.3	1.5	3.5	5.0	6.1	-0.2	2.4	4.3	1.7	3.0
Q2	2.6	2.9	0.6	-0.7	1.3	3.2	4.5	6.0	0.1	2.5	3.3	1.4	2.2
Q3	1.7	1.9	0.8	-1.7	1.4	3.0	1.6	6.0	-0.4	4.2	2.4	1.4	1.2
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100.0	81.2	18.8	4.1	14.9	6.9	25.9	3.1	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	15.0	7.0	24.0	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.9	7.2	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.7	5.8
<i>annual percentage changes</i>													
2019	0.9	1.1	0.1	-3.2	0.6	2.8	1.2	2.9	0.6	2.0	1.0	1.0	-0.2
2020	-8.1	-7.4	-11.1	-3.2	-7.5	-6.5	-14.8	-1.7	-2.4	-6.0	-8.3	-2.2	-12.0
2021	5.5	5.3	6.6	0.6	4.5	8.9	6.7	7.5	2.9	6.4	7.3	3.7	5.2
2021 Q4	4.8	4.7	5.3	-1.6	2.1	3.6	11.0	6.8	0.6	2.8	5.6	0.8	8.1
2022 Q1	6.6	6.6	6.4	-2.0	2.5	4.7	16.1	6.2	-0.6	6.9	6.6	1.1	13.6
Q2	3.7	4.0	2.6	-2.0	1.0	2.5	9.9	5.1	-1.5	4.5	4.0	-0.3	7.3
Q3	2.5	2.8	1.0	-1.5	2.4	2.7	3.2	6.8	-0.3	6.2	3.5	1.2	3.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0.4	-0.4	-0.3	-0.9	-0.6	-0.1	-0.5	-0.3	0.9	0.1	-0.3	-0.3	-0.7
2020	-6.6	-5.8	-10.1	-0.8	-5.6	-7.0	-11.3	-3.5	-2.3	-5.9	-6.2	-3.1	-9.2
2021	4.0	3.6	6.4	0.8	4.8	5.5	6.2	2.5	2.1	5.4	4.4	1.6	4.7
2021 Q4	2.3	1.9	5.0	-0.5	0.9	0.5	7.4	0.2	-0.2	2.3	1.9	-0.9	6.3
2022 Q1	3.4	3.2	5.2	-0.7	1.0	1.2	10.6	0.2	-0.4	4.4	2.2	-0.5	10.3
Q2	1.1	1.0	1.9	-1.3	-0.4	-0.7	5.2	-0.9	-1.7	2.0	0.7	-1.6	5.1
Q3	0.8	1.0	0.2	0.2	0.9	-0.3	1.6	0.8	0.1	1.9	1.1	-0.3	1.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data for employment are based on the ESA 2010.

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7			
2019	163.509	3.5	12.428	7.6	3.3	10.059	6.8	2.368	16.3	6.347	7.3	6.080	8.0	2.2
2020	160.959	3.5	12.833	8.0	3.0	10.281	7.0	2.552	18.1	6.581	7.7	6.252	8.3	1.8
2021	163.320	3.4	12.633	7.7	3.2	10.181	6.8	2.452	16.8	6.432	7.4	6.202	8.1	2.4
2021 Q4	164.577	3.3	11.743	7.1	3.0	9.564	6.4	2.179	14.7	6.038	6.9	5.705	7.4	2.8
2022 Q1	165.440	3.3	11.339	6.9	2.9	9.213	6.1	2.126	14.2	5.736	6.5	5.603	7.2	3.1
Q2	166.103	3.1	11.026	6.6	2.7	8.814	5.8	2.213	14.4	5.538	6.3	5.488	7.1	3.2
Q3	.	.	11.033	6.6	.	8.727	5.8	2.306	15.0	5.518	6.2	5.515	7.1	3.2
2022 May	-	-	11.130	6.7	-	8.959	5.9	2.172	14.1	5.589	6.3	5.541	7.1	-
June	-	-	11.113	6.7	-	8.846	5.9	2.267	14.7	5.584	6.3	5.529	7.1	-
July	-	-	11.036	6.6	-	8.781	5.8	2.255	14.7	5.542	6.3	5.493	7.1	-
Aug.	-	-	11.050	6.7	-	8.737	5.8	2.312	15.0	5.516	6.2	5.534	7.1	-
Sep.	-	-	11.014	6.6	-	8.662	5.7	2.351	15.2	5.496	6.2	5.518	7.1	-
Oct.	-	-	10.872	6.5	-	8.546	5.7	2.326	15.0	5.394	6.1	5.478	7.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

2) Not seasonally adjusted.

3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	1	2	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods								Energy
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
2019	-0.7	-0.6	-2.6	0.0	1.4	-1.8	2.2	2.4	0.9	3.7	0.8	2.9	1.8
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.3	-4.2	-4.4	-5.7	-0.8	3.8	-2.3	-14.4	-8.8	-25.1
2021	8.0	8.8	9.6	9.1	7.8	1.6	4.7	5.1	0.8	7.9	9.4	13.3	-3.1
2021 Q4	0.2	0.1	2.2	-3.9	4.0	2.1	0.3	4.3	-0.7	6.8	14.2	16.9	-25.0
2022 Q1	-0.3	-0.1	1.2	-5.0	5.7	-0.7	5.9	5.9	-1.6	11.3	12.6	.	-13.0
Q2	0.4	0.7	-0.1	-0.2	2.4	-0.5	2.3	1.0	-2.8	2.8	7.9	.	-16.3
Q3	1.7	2.1	-1.5	5.5	2.1	-1.4	1.9	-0.7	-1.6	-0.9	3.6	.	2.2
2022 May	1.6	2.0	0.2	1.0	6.2	-1.9	2.9	1.1	-3.3	3.3	6.6	-	-17.4
June	2.2	2.4	-0.3	8.0	-2.2	0.4	1.3	-2.9	-2.1	-4.0	1.9	-	-13.5
July	-2.5	-2.6	-2.0	-5.0	-0.9	0.3	2.3	-0.8	-1.7	-0.9	2.2	-	-6.4
Aug.	2.6	3.2	-0.5	7.9	2.0	-0.6	2.0	-1.4	-1.3	-2.3	4.8	-	4.4
Sep.	5.1	6.1	-1.9	14.2	5.3	-4.0	1.0	0.0	-2.0	0.6	3.7	-	10.3
Oct.	3.4	4.7	-2.9	9.2	9.2	-8.7	.	-2.7	-3.9	-2.6	2.5	-	14.9
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 May	1.3	1.9	0.2	2.9	3.0	-3.5	0.3	0.0	-1.0	0.6	0.0	-	0.5
June	0.9	0.7	-0.1	3.2	-4.2	1.0	-1.2	-1.0	0.0	-1.6	-0.9	-	0.5
July	-2.0	-2.0	-1.0	-4.1	2.2	-0.5	0.3	-0.2	0.1	-0.2	0.9	-	1.3
Aug.	1.6	1.7	-0.6	2.8	1.8	0.0	-1.0	0.0	-0.7	0.3	2.1	-	11.9
Sep.	0.8	1.5	-0.7	2.0	2.5	-1.9	0.1	0.8	0.6	1.2	-0.7	-	7.4
Oct.	-2.0	-2.2	-1.3	-0.6	-0.2	-3.9	.	-1.8	-1.5	-2.1	0.3	-	1.7

Sources: Eurostat, ECB calculations and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

1) Including wholesale trade.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98.7	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.6	-4.8	81.9	-6.8	6.8	-0.2	10.9	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.3	-13.3	74.4	-14.2	-6.8	-12.6	-15.9	86.4	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.8	9.3	81.8	-7.4	4.3	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q4	116.0	13.8	82.5	-7.6	9.9	3.0	16.8	88.8	58.2	53.6	54.5	54.3
2022 Q1	111.1	11.8	82.5	-13.7	9.5	1.8	12.5	88.9	57.8	54.7	54.1	54.2
Q2	104.0	6.9	82.4	-22.4	5.5	-4.5	13.1	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
Q3	96.6	1.4	81.9	-26.9	2.8	-7.2	7.4	90.8	49.3	46.3	49.9	49.0
2022 June	103.2	6.9	-	-23.7	3.6	-5.2	13.4	-	52.1	49.3	53.0	52.0
July	98.6	3.3	82.3	-27.0	3.0	-7.1	9.7	91.0	49.8	46.3	51.2	49.9
Aug.	97.4	1.2	-	-24.9	3.5	-6.3	7.9	-	49.6	46.5	49.8	49.0
Sep.	93.7	-0.3	-	-28.7	1.8	-8.2	4.6	-	48.4	46.3	48.8	48.1
Oct.	92.7	-1.2	81.4	-27.5	2.6	-6.7	2.1	90.7	46.4	43.8	48.6	47.3
Nov.	93.7	-2.0	-	-23.9	2.3	-6.7	2.3	-	47.1	46.0	48.5	47.8

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and Markit (col. 9-12).

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13.2	93.1	2.0	2.5	3.9	6.0	3.6	47.8	24.2	75.2	2.1	7.8	2.0
2020	19.7	95.6	-0.1	4.1	-2.7	4.7	3.8	46.1	24.7	81.7	3.4	-12.2	2.3
2021	17.7	95.8	1.4	3.4	16.9	7.4	7.9	48.9	26.3	79.5	4.9	7.9	3.0
2021 Q3	18.9	96.1	0.7	3.9	14.6	7.7	7.2	48.9	26.8	79.4	4.2	12.9	2.3
Q4	17.7	95.8	0.7	3.4	15.8	7.4	7.9	48.9	26.3	79.5	4.9	14.3	3.0
2022 Q1	16.1	95.5	0.2	3.0	16.8	5.6	8.3	48.6	25.8	78.8	4.8	16.2	3.0
Q2	14.8	95.3	-0.4	2.7	16.1	2.9	8.1	48.3	24.2	77.3	4.7	-3.5	3.2

Sources: ECB and Eurostat.

1) Based on four-quarter cumulated sums of saving, debt and gross disposable income (adjusted for the change in pension entitlements).

2) Financial assets (net of financial liabilities) and non-financial assets. Non-financial assets consist mainly of housing wealth (residential structures and land). They also include non-financial assets of unincorporated enterprises classified within the household sector.

3) The profit rate is gross entrepreneurial income (broadly equivalent to cash flow) divided by gross value added.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

(EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q4	1,185.9	1,152.7	33.2	650.3	619.1	279.4	246.4	216.4	205.5	39.7	81.7	60.3	46.9
2022 Q1	1,224.5	1,212.2	12.3	684.6	676.2	294.3	255.8	209.5	208.4	36.1	71.8	27.8	20.6
Q2	1,278.0	1,317.5	-39.6	717.8	746.9	305.2	267.3	214.4	219.5	40.6	83.9	110.3	11.8
Q3	1,320.5	1,376.3	-55.8	755.3	806.7	308.9	284.1	217.2	204.6	39.3	80.8	17.6	10.3
2022 Apr.	417.8	431.3	-13.5	233.0	242.8	100.5	88.3	70.5	72.8	13.8	27.5	6.7	4.5
May	427.4	443.5	-16.1	240.6	248.5	101.9	89.1	71.3	78.2	13.6	27.7	95.4	3.5
June	432.8	442.8	-10.0	244.3	255.6	102.8	89.9	72.6	68.6	13.1	28.7	8.1	3.7
July	432.9	453.7	-20.8	245.2	264.1	103.7	92.3	71.7	70.4	12.4	26.9	5.7	3.4
Aug.	442.3	469.2	-26.9	253.8	275.9	102.7	95.6	72.8	70.1	12.8	27.6	4.9	3.1
Sep.	445.4	453.4	-8.1	256.2	266.8	102.5	96.3	72.7	64.1	14.0	26.3	7.0	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 Sep.	5,008.9	5,058.8	-49.9	2,808.0	2,848.9	1,187.7	1,053.7	857.5	838.0	155.7	318.1	216.0	89.6
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 Sep.	38.4	38.8	-0.4	21.5	21.8	9.1	8.1	6.6	6.4	1.2	2.4	1.7	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items: Manu- facturing	Oil		
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q4	12.1	32.9	637.0	323.3	116.1	186.6	524.3	656.2	403.5	97.8	148.3	450.8	72.0
2022 Q1	17.1	40.7	676.5	343.3	124.3	196.7	554.2	718.8	454.3	104.3	151.6	478.7	85.6
Q2	20.2	45.7	714.9	361.0	126.2	216.5	574.7	810.8	524.7	111.6	163.7	516.6	107.9
Q3	20.1	47.2	733.6	.	.	.	590.6	859.3	.	.	.	533.1	.
2022 Apr.	12.7	40.3	231.4	116.6	41.4	70.4	187.3	264.7	170.9	36.0	53.4	167.6	33.5
May	28.3	53.2	241.8	122.4	41.7	73.4	193.6	271.3	175.2	37.4	55.4	174.5	34.3
June	19.8	43.9	241.7	122.1	43.1	72.6	193.8	274.9	178.6	38.2	54.9	174.5	40.1
July	13.2	43.8	237.7	119.7	42.8	70.8	189.8	278.2	183.7	36.7	54.2	172.7	36.8
Aug.	23.9	53.5	245.9	123.8	44.7	73.2	198.4	293.5	191.5	40.1	57.5	182.7	32.9
Sep.	23.6	44.6	250.0	.	.	.	202.4	287.7	.	.	.	177.7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q4	0.6	7.3	105.1	112.2	96.3	102.1	104.1	113.2	116.0	110.2	110.6	115.1	93.8
2022 Q1	2.4	10.0	106.2	111.4	101.8	103.7	105.7	114.9	117.6	115.1	110.6	118.0	93.0
Q2	2.6	11.0	106.9	110.5	100.3	109.0	105.7	121.0	123.9	120.7	115.7	123.0	95.1
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Mar.	-0.7	5.8	105.5	110.7	99.4	102.5	103.8	115.6	118.2	115.4	111.8	118.1	88.6
Apr.	-2.6	6.7	105.4	108.8	99.8	108.1	104.3	119.5	122.1	117.4	114.9	121.3	93.7
May	9.5	17.5	108.3	112.5	99.0	110.7	106.8	122.3	125.2	122.7	117.5	124.9	94.3
June	1.3	9.1	107.0	110.4	102.0	108.2	106.1	121.2	124.6	121.9	114.5	122.7	97.4
July	-3.6	8.9	104.2	107.5	100.4	104.1	103.3	118.8	123.0	115.1	111.7	120.0	.
Aug.	5.9	18.7	107.0	109.9	104.6	107.4	107.1	126.3	129.8	128.2	116.2	126.6	.

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 2.8) and Eurostat's trade in goods (Table 2.9) are mainly due to different definitions.

2) Product groups as classified in the Broad Economic Categories.

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.6	1.0	0.7	0.2	9.1	1.0	4.6	5.1
2022 Q1	112.3	6.1	2.7	8.8	2.5	2.8	1.8	3.4	1.6	14.4	0.8	6.0	6.9
Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.4	3.4	4.2	1.2	7.1	1.0	8.2	7.1
Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.2	4.0	2.9	1.9	4.4	1.0	9.5	7.8
2022 June	117.0	8.6	3.7	12.5	3.4	0.8	1.3	1.5	0.5	3.4	-0.1	9.1	5.6
July	117.1	8.9	4.0	12.6	3.7	0.7	1.4	0.7	0.8	0.3	0.5	9.3	5.9
Aug.	117.9	9.1	4.3	13.1	3.8	0.6	1.2	1.0	0.7	0.3	0.3	9.4	7.2
Sep.	119.3	9.9	4.8	14.0	4.3	1.0	1.1	1.4	0.3	2.9	0.9	9.9	10.4
Oct.	121.0	10.6	5.0	15.1	4.3	1.4	1.2	1.6	0.5	6.2	0.4	10.6	11.1
Nov. ³⁾	120.9	10.0	5.0	.	4.2	0.2	1.4	-0.3	0.3	-1.9	0.4	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6
2021 Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7
2022 Q1	4.2	3.6	6.4	11.5	2.9	35.1	1.8	1.2	3.3	0.1	4.1	1.6
Q2	7.6	6.9	9.8	13.7	4.1	39.6	2.2	1.4	4.5	0.1	5.9	1.7
Q3	10.7	10.5	11.6	14.7	5.0	39.7	2.6	1.9	4.3	-0.2	7.2	2.1
2022 June	8.9	8.2	11.2	14.5	4.3	42.0	2.4	1.6	2.7	0.0	6.7	1.7
July	9.8	9.4	11.1	14.3	4.5	39.6	2.6	1.8	3.7	-0.2	7.0	1.8
Aug.	10.6	10.5	11.0	14.5	5.1	38.6	2.6	1.8	3.5	-0.2	7.2	1.9
Sep.	11.8	11.5	12.7	15.3	5.5	40.7	2.7	1.9	5.7	-0.3	7.3	2.5
Oct.	13.1	12.4	15.5	16.3	6.1	41.5	2.9	2.0	5.9	-0.7	7.3	2.7
Nov. ³⁾	13.6	13.6	13.8	.	6.1	34.9	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In May 2016 the ECB started publishing enhanced seasonally adjusted HICP series for the euro area, following a review of the seasonal adjustment approach as described in Box 1, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.9	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	5.6	8.1	0.8
2021 Q4	127.3	24.0	12.3	9.7	18.0	4.3	4.0	3.9	3.0	67.5	7.7	9.5	3.3
2022 Q1	140.9	33.1	15.5	12.7	21.4	6.1	7.4	.	5.5	92.6	10.1	9.8	3.3
Q2	149.3	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	.	7.5	95.4	12.1	9.3	0.0
Q3	163.2	41.1	17.7	14.7	20.1	7.8	14.0	.	8.6	107.9	.	.	.
2022 May	148.9	36.2	19.9	16.0	25.1	7.5	11.7	.	7.6	93.9	-	-	-
June	150.9	36.1	20.6	15.7	24.0	7.6	12.2	.	8.0	93.4	-	-	-
July	157.0	38.1	18.7	15.1	21.5	7.9	13.3	.	8.4	98.0	-	-	-
Aug.	164.9	43.4	17.5	14.6	20.0	7.8	14.0	.	8.6	117.3	-	-	-
Sep.	167.6	41.9	16.9	14.5	18.9	7.6	14.6	.	8.9	108.0	-	-	-
Oct.	162.8	30.8	16.1	14.0	17.4	7.5	15.3	.	9.3	65.8	-	-	-

Sources: Eurostat, ECB calculations, and ECB calculations based on MSCI data and national sources (col. 13).

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

3.3 Commodity prices and GDP deflators (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2019	105.4	1.7	1.5	1.1	1.9	2.2	0.7	0.2	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.8	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.5	2.0	2.8	2.3	1.5	3.6	5.8	7.9	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1
2021 Q4	110.9	3.0	4.5	3.9	2.4	6.1	10.2	14.1	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0
2022 Q1	112.2	3.5	5.5	4.8	2.5	7.4	11.8	17.0	88.7	32.2	35.0	29.7	35.5	38.5	32.5
Q2	113.4	4.2	6.7	6.3	3.5	8.4	14.6	20.7	106.1	22.5	39.7	9.2	24.2	38.2	10.8
Q3	114.6	4.3	7.1	7.3	4.2	7.4	13.3	19.4	98.3	14.8	30.9	1.5	15.5	28.7	2.3
2022 June	-	-	-	-	-	-	-	-	113.7	17.2	37.6	1.6	18.4	34.7	2.8
July	-	-	-	-	-	-	-	-	106.9	11.8	30.8	-3.1	14.7	31.5	-1.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97.4	16.1	30.2	4.2	15.9	26.3	5.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	91.0	16.6	31.7	3.7	16.0	28.3	3.2
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	94.5	10.7	25.3	-1.7	12.7	27.3	-1.9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89.3	6.2	12.3	0.5	5.9	11.0	0.0

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (col. 9).

1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.

2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2019	4.4	7.4	9.1	7.7	18.1	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-0.4	2.0	-0.6	-5.0	11.4	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.5	24.0	10.3	20.1	30.3	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q4	46.3	41.9	19.6	36.5	52.4	88.4	69.5	72.1	56.9
2022 Q1	50.8	49.1	23.6	39.2	59.9	84.2	74.2	72.9	59.8
Q2	55.1	56.2	28.5	48.9	71.6	84.0	78.0	74.8	64.4
Q3	45.9	54.2	27.4	40.7	76.4	74.3	74.9	67.1	61.8
2022 June	50.3	56.4	27.8	45.5	74.8	80.0	77.9	70.9	63.2
July	45.3	54.9	27.1	41.6	75.9	74.8	74.7	67.9	62.1
Aug.	43.7	53.1	26.5	38.5	77.0	71.7	72.5	65.9	59.9
Sep.	48.6	54.6	28.5	41.9	76.3	76.5	77.4	67.4	63.2
Oct.	44.8	56.4	30.4	44.8	77.2	72.0	76.9	66.1	62.7
Nov.	40.4	51.9	30.1	43.0	78.3	64.5	74.3	63.6	62.3

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and Markit.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2019	107.4	2.5	2.7	2.1	2.5	2.5	2.2
2020	110.5	2.9	3.5	1.1	2.6	3.7	1.8
2021	111.8	1.2	1.3	0.9	1.1	1.5	1.5
2021 Q4	119.3	2.5	2.2	3.5	2.6	2.2	1.6
2022 Q1	108.7	4.2	3.7	5.6	4.6	3.2	3.0
Q2	119.2	4.0	4.1	3.8	3.9	4.3	2.5
Q3	.	.	.	.	.	.	2.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

3 Prices and costs

3.6 Unit labour costs, compensation per labour input and labour productivity

(annual percentage changes, unless otherwise indicated; quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2019	105.5	1.9	-0.5	2.1	4.0	0.6	0.9	1.5	3.5	2.4	2.7	2.4
2020	110.3	4.6	-1.3	2.7	5.6	7.4	0.3	-0.2	1.4	3.9	6.2	16.1
2021	110.4	0.0	3.4	-2.9	2.4	-1.4	2.2	0.7	4.4	1.2	0.6	1.4
2021 Q4	111.4	1.2	2.8	2.1	4.5	-1.0	1.6	2.8	3.7	1.8	1.2	-6.9
2022 Q1	112.6	2.0	2.4	4.0	3.0	-0.8	2.7	3.2	4.8	2.6	2.4	-4.7
Q2	112.9	3.0	4.6	3.4	5.6	1.6	1.9	4.3	5.8	3.8	3.5	-6.1
Q3	114.1	3.3	2.9	1.7	6.0	1.8	4.0	4.4	7.9	3.9	4.0	-0.5
Compensation per employee												
2019	107.5	2.2	2.8	1.3	1.9	1.5	3.3	2.5	2.8	3.0	2.4	3.6
2020	107.2	-0.3	1.4	-2.0	-0.9	-3.9	0.4	0.3	0.6	0.3	2.3	-1.4
2021	111.4	3.9	3.6	4.2	4.5	5.8	4.3	2.9	5.1	4.3	1.9	4.0
2021 Q4	113.2	3.5	3.0	2.9	2.2	7.1	3.6	4.2	5.0	3.8	1.6	4.5
2022 Q1	114.5	4.5	3.3	4.3	4.2	7.8	3.2	3.8	5.6	4.6	2.7	8.5
Q2	115.4	4.6	3.6	4.2	3.9	8.0	2.8	4.6	5.7	5.6	2.8	6.8
Q3	116.7	3.9	3.3	2.7	3.2	4.7	3.2	4.5	5.2	4.8	3.4	5.0
Labour productivity per person employed												
2019	101.9	0.2	3.3	-0.8	-2.0	0.8	2.3	0.9	-0.6	0.6	-0.2	1.1
2020	97.2	-4.6	2.7	-4.5	-6.2	-10.6	0.1	0.5	-0.8	-3.5	-3.7	-15.1
2021	100.9	3.8	0.2	7.3	2.0	7.3	2.0	2.2	0.7	3.1	1.3	2.6
2021 Q4	101.7	2.3	0.1	0.7	-2.2	8.2	2.0	1.4	1.3	2.0	0.4	12.3
2022 Q1	101.7	2.4	0.9	0.3	1.1	8.7	0.4	0.6	0.8	1.9	0.3	13.8
Q2	102.2	1.6	-1.0	0.7	-1.6	6.2	0.9	0.3	-0.1	1.8	-0.6	13.8
Q3	102.2	0.5	0.4	0.9	-2.7	2.9	-0.9	0.0	-2.5	0.9	-0.6	5.6
Compensation per hour worked												
2019	107.7	2.6	3.0	1.9	2.0	2.1	3.5	1.4	2.6	3.3	2.7	4.8
2020	114.1	5.9	3.7	3.4	5.4	7.2	3.2	2.1	5.5	6.3	5.2	6.4
2021	114.4	0.3	1.1	-0.3	-0.3	0.2	1.9	1.0	0.9	0.5	0.6	0.2
2021 Q4	116.0	1.6	1.0	2.3	2.2	0.3	3.7	4.9	2.6	2.2	2.6	0.0
2022 Q1	116.5	1.2	3.2	3.5	3.3	-2.5	3.1	4.2	3.1	2.0	3.3	0.1
Q2	116.8	3.6	4.9	4.5	5.3	2.1	4.0	6.2	4.7	4.7	4.6	2.7
Q3	118.5	2.9	3.2	1.6	2.9	2.5	2.7	4.1	4.0	3.3	3.6	3.6
Hourly labour productivity												
2019	102.6	0.7	4.3	-0.1	-1.9	1.3	2.6	0.1	-0.7	0.9	0.0	1.9
2020	104.8	2.1	3.5	1.2	0.8	0.8	3.7	2.9	5.5	2.9	-0.6	-6.5
2021	104.5	-0.2	-0.6	2.4	-3.3	1.1	-0.5	0.1	-4.5	-1.2	-0.2	-2.0
2021 Q4	104.9	0.0	0.7	-0.2	-2.7	0.7	1.8	1.6	-1.0	0.1	1.3	5.7
2022 Q1	104.2	-1.0	1.6	-0.7	0.0	-1.7	0.3	1.0	-3.5	-0.3	0.8	3.2
Q2	104.4	0.5	0.3	1.1	-0.9	1.0	1.7	2.0	-2.1	1.1	1.1	8.3
Q3	104.8	-0.2	0.2	0.0	-2.4	1.3	-1.6	-0.1	-4.4	-0.2	-0.3	3.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2019	-0.48	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2022 May	-0.58	-0.55	-0.39	-0.14	0.29	1.47	-0.02
June	-0.58	-0.52	-0.24	0.16	0.85	1.97	-0.03
July	-0.51	-0.31	0.04	0.47	0.99	2.61	-0.02
Aug.	-0.08	0.02	0.39	0.84	1.25	2.95	-0.01
Sep.	0.36	0.57	1.01	1.60	2.23	3.45	-0.02
Oct.	0.66	0.92	1.43	2.00	2.63	4.14	-0.03
Nov.	1.37	1.42	1.83	2.32	2.83	4.65	-0.04

Source: Refinitiv and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

2) The ECB published the euro short-term rate (€STR) for the first time on 2 October 2019, reflecting trading activity on 1 October 2019. Data on previous periods refer to the pre-€STR, which was published for information purposes only and not intended for use as a benchmark or reference rate in any market transactions.

4.2 Yield curves

(End of period; rates in percentages per annum; spreads in percentage points)

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022 May	-0.38	-0.08	0.36	0.97	1.22	1.30	0.78	0.58	0.40	1.10	1.47	1.47
June	-0.42	0.31	0.64	1.11	1.50	1.19	0.21	0.38	0.86	1.07	1.72	1.95
July	0.04	0.16	0.25	0.55	0.93	0.77	-0.30	0.09	0.27	0.44	1.05	1.44
Aug.	-0.19	0.66	1.08	1.36	1.57	0.91	-0.33	0.00	1.36	1.53	1.65	1.84
Sep.	0.67	1.54	1.67	1.95	2.13	0.59	-0.20	0.53	1.84	1.84	2.30	2.32
Oct.	1.08	1.93	1.92	1.98	2.24	0.31	-0.63	0.51	2.16	1.77	2.32	2.54
Nov.	1.46	2.02	2.04	1.96	1.99	-0.03	-1.13	-0.04	2.23	1.91	1.99	2.01

Source: ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022 May	413.5	3,691.8	974.9	238.2	172.6	113.1	158.1	725.8	724.2	369.5	298.3	864.5	4,040.4	26,653.8
June	399.6	3,587.6	929.8	235.5	165.6	113.4	153.0	693.6	694.0	350.4	293.7	833.3	3,898.9	26,958.4
July	390.4	3,523.3	866.4	238.1	170.9	104.4	142.4	683.1	692.9	335.4	294.7	841.0	3,911.7	26,986.7
Aug.	408.5	3,701.1	913.9	256.5	172.9	110.0	149.0	721.6	750.2	353.8	291.5	806.7	4,158.6	28,351.7
Sep.	382.4	3,466.2	857.4	237.7	163.2	104.7	149.3	660.3	670.9	335.8	274.9	746.8	3,850.5	27,419.0
Oct.	378.5	3,464.6	875.2	233.5	158.0	108.5	149.5	666.2	656.6	315.8	258.3	738.9	3,726.1	26,983.2
Nov.	414.2	3,840.0	958.6	253.4	165.1	119.8	165.4	733.5	745.1	346.5	274.1	781.3	3,917.5	27,903.3

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Nov.	0.01	0.34	0.20	0.57	4.82	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32
Dec.	0.01	0.33	0.17	0.60	4.74	15.89	5.11	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31
2022 Jan.	0.01	0.33	0.20	0.56	4.76	15.82	5.57	5.28	5.87	1.95	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33
Feb.	0.01	0.45	0.18	0.56	4.81	15.78	5.28	5.27	5.87	2.09	1.35	1.49	1.39	1.38	1.66	1.38
Mar.	0.01	0.46	0.19	0.52	4.81	15.76	5.45	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47
Apr.	0.01	0.46	0.20	0.56	4.75	15.78	5.82	5.39	5.97	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61
May	0.00	0.45	0.20	0.64	4.80	15.85	5.87	5.58	6.20	2.48	1.52	1.87	2.02	1.74	2.06	1.78
June	0.00	0.45	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.15	2.51	1.68	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97
July	0.01	0.46	0.30	0.88	4.84	15.86	6.18	5.74	6.36	2.81	1.84	2.27	2.54	1.99	2.36	2.15
Aug.	0.01	0.70	0.40	1.02	4.97	15.89	6.67	5.91	6.51	2.96	2.07	2.44	2.63	2.08	2.49	2.26
Sep.	0.02	0.71	0.60	1.27	5.27	15.83	6.57	5.96	6.58	3.09	2.27	2.59	2.84	2.25	2.67	2.45
Oct. ⁶⁾	0.03	0.73	0.90	1.60	5.59	15.80	6.88	6.21	6.87	3.56	2.67	2.81	3.05	2.40	2.89	2.66

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.68	1.78	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.38
Dec.	-0.05	-0.33	0.17	1.67	1.84	1.96	1.95	1.51	1.43	1.32	1.14	0.97	1.19	1.35
2022 Jan.	-0.05	-0.32	0.20	1.67	1.91	1.94	2.00	1.52	1.41	1.37	1.13	1.24	1.29	1.43
Feb.	-0.05	-0.32	0.41	1.67	1.77	1.93	2.08	1.50	1.43	1.42	1.07	1.07	1.46	1.42
Mar.	-0.06	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49
Apr.	-0.05	-0.30	0.44	1.67	1.88	1.98	2.24	1.52	1.45	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51
May	-0.06	-0.27	0.52	1.67	1.81	2.02	2.40	1.52	1.49	1.79	1.15	1.22	1.95	1.55
June	-0.05	-0.14	1.05	1.72	1.83	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July	0.00	0.04	1.20	1.78	1.90	2.44	2.78	1.69	1.86	2.14	1.40	1.77	2.11	1.79
Aug.	0.01	0.15	1.61	1.86	2.08	2.49	2.94	1.86	2.13	2.31	1.55	1.88	2.22	1.87
Sep.	0.05	0.70	1.79	2.23	2.48	2.91	3.24	2.31	2.55	2.45	2.31	2.34	2.38	2.40
Oct. ⁶⁾	0.09	0.92	1.91	2.54	2.98	3.52	3.62	2.75	3.02	2.74	2.45	2.75	2.81	2.72

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector.

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity

(EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1,500.3	429.8	141.1	53.0	96.3	833.1	719.4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,431.7	428.7	153.9	62.2	87.7	761.5	671.7	387.7	138.9	79.8	26.1	31.8	137.3	104.6
2022 June	1,381.3	413.8	158.4	57.8	104.8	704.4	620.8	448.5	150.7	119.0	52.6	48.6	130.2	86.3
July	1,349.3	422.8	161.5	61.6	104.2	660.8	600.3	510.2	199.6	121.6	56.8	55.4	133.7	87.5
Aug.	1,344.2	420.9	158.7	60.2	105.7	658.9	597.7	470.6	188.1	113.6	49.5	45.3	123.6	92.0
Sep.	1,360.8	448.6	140.9	48.4	102.3	668.9	602.4	557.0	218.3	133.1	56.7	65.5	140.0	104.1
Oct.	1,360.9	463.6	139.9	50.3	100.3	657.0	596.8	566.7	250.5	134.0	57.9	57.5	124.7	98.0
Nov.	1,376.2	482.6	130.6	44.6	93.3	669.7	621.7	585.4	263.9	137.0	59.8	45.5	139.0	119.8
Long-term														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19,499.1	4,105.6	3,309.4	1,324.9	1,546.3	10,537.6	9,752.1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20,067.5	4,190.2	3,562.6	1,329.7	1,590.5	10,724.3	9,903.3	317.0	66.2	82.9	32.0	24.1	143.8	130.4
2022 June	18,697.8	4,058.0	3,461.9	1,332.1	1,397.7	9,780.1	9,023.1	298.7	80.5	65.3	22.7	12.2	140.8	132.4
July	19,235.2	4,146.5	3,545.9	1,342.8	1,453.7	10,089.1	9,309.0	236.5	51.7	61.0	31.8	8.7	115.1	110.3
Aug.	18,652.4	4,044.0	3,492.0	1,335.4	1,411.5	9,704.9	8,952.2	190.1	53.4	43.3	10.5	8.5	85.0	79.0
Sep.	18,113.4	3,975.3	3,431.4	1,307.0	1,362.4	9,344.4	8,613.7	319.6	94.5	74.8	28.3	19.3	131.0	120.9
Oct.	18,243.1	4,011.9	3,472.7	1,300.7	1,362.7	9,395.7	8,669.8	333.8	78.4	73.5	24.3	12.6	169.4	161.3
Nov.	18,612.8	4,077.2	3,521.5	1,311.5	1,409.9	9,604.2	8,866.1	322.4	78.5	75.9	34.2	32.3	135.7	122.1

Source: ECB.

1) In order to facilitate comparison, annual data are averages of the relevant monthly data.

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares							
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations				
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government									
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1
2020	20,999.4	4,535.4	3,450.6	1,377.9	1,642.7	11,370.7	10,471.6	8,500.9	468.9	1,347.1	6,683.9	10,348.0	609.3	1,579.8	8,158.0
2021	21,499.3	4,618.9	3,716.4	1,391.9	1,678.1	11,485.8	10,575.0	10,348.0	609.3	1,579.8	8,158.0	10,348.0	609.3	1,579.8	8,158.0
2022 June	20,079.2	4,471.8	3,620.3	1,389.9	1,502.5	10,484.5	9,643.8	8,287.0	474.0	1,272.8	6,539.2	8,287.0	474.0	1,272.8	6,539.2
July	20,584.5	4,569.3	3,707.4	1,404.4	1,557.9	10,749.9	9,909.2	8,902.1	482.1	1,355.5	7,063.6	9,909.2	482.1	1,355.5	7,063.6
Aug.	19,996.6	4,464.9	3,650.7	1,395.6	1,517.2	10,363.8	9,549.8	8,483.2	475.5	1,311.1	6,695.6	9,549.8	475.5	1,311.1	6,695.6
Sep.	19,474.2	4,423.9	3,572.3	1,355.4	1,464.7	10,013.3	9,216.1	7,916.4	460.6	1,231.3	6,223.9	9,216.1	460.6	1,231.3	6,223.9
Oct.	19,604.0	4,475.5	3,612.7	1,351.0	1,463.0	10,052.8	9,266.6	8,469.5	506.9	1,292.0	6,669.9	9,266.6	506.9	1,292.0	6,669.9
Nov.	19,989.1	4,559.8	3,652.1	1,356.2	1,503.2	10,273.9	9,487.8	9,054.0	540.0	1,401.5	7,111.8	9,054.0	540.0	1,401.5	7,111.8
Growth rate ¹⁾															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 June	4.0	2.6	7.7	4.7	4.0	3.4	3.7	1.0	-0.2	3.3	0.7	1.0	-0.2	3.3	0.7
July	3.4	2.4	6.9	5.3	3.0	2.8	3.3	0.9	-0.4	3.3	0.5	0.9	-0.4	3.3	0.5
Aug.	3.5	2.4	7.0	4.4	3.4	2.8	3.2	0.8	-0.7	2.6	0.5	0.8	-0.7	2.6	0.5
Sep.	3.2	3.4	5.6	2.4	2.5	2.4	2.9	0.9	-0.9	2.3	0.7	0.9	-0.9	2.3	0.7
Oct.	3.3	4.5	3.7	0.8	1.6	2.9	3.4	0.9	-1.1	2.3	0.7	0.9	-1.1	2.3	0.7
Nov.	3.7	5.3	4.4	0.9	1.2	3.1	3.7	0.7	-1.3	1.8	0.6	0.7	-1.3	1.8	0.6

Source: ECB.

1) For details on the calculation of growth rates, see the Technical Notes.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2019	98.1	93.1	92.3	88.8	76.9	87.1	115.4	92.3	
2020	99.6	93.5	93.4	89.4	75.9	87.8	119.4	93.8	
2021	99.6	93.4	93.3	88.7	71.2	86.0	120.8	94.2	
2021 Q4	97.7	91.7	91.8	86.6	69.7	84.0	119.1	92.7	
2022 Q1	96.4	91.4	92.6	84.8	69.0	82.5	118.6	92.5	
Q2	95.6	90.3	93.2	83.4	67.1	80.9	116.4	90.1	
Q3	94.0	89.2	92.1	.	.	.	114.4	88.9	
2022 June	95.9	90.5	93.6	-	-	-	116.5	90.1	
July	94.1	89.1	92.0	-	-	-	114.6	88.8	
Aug.	93.6	88.7	91.7	-	-	-	114.1	88.6	
Sep.	94.2	89.7	92.6	-	-	-	114.5	89.2	
Oct.	94.8	91.0	93.3	-	-	-	115.4	90.5	
Nov.	95.9	92.4	94.4	-	-	-	117.1	92.2	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2022 Nov.	1.2	1.6	1.1	-	-	-	1.5	1.9	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2022 Nov.	-1.7	0.8	3.0	-	-	-	-1.4	-0.4	

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the General Notes to the Statistics Bulletin.

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2021 Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144
2022 Q1	7.121	7.544	24.653	7.441	364.600	130.464	4.623	0.836	4.9465	10.481	1.036	1.122
Q2	7.043	7.539	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065
Q3	6.898	7.518	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007
2022 June	7.073	7.525	24.719	7.439	396.664	141.569	4.647	0.858	4.9444	10.601	1.024	1.057
July	6.854	7.519	24.594	7.443	404.098	139.174	4.768	0.850	4.9396	10.575	0.988	1.018
Aug.	6.888	7.514	24.568	7.439	402.097	136.855	4.723	0.845	4.8943	10.502	0.969	1.013
Sep.	6.951	7.522	24.576	7.437	404.186	141.568	4.741	0.875	4.9097	10.784	0.964	0.990
Oct.	7.069	7.530	24.528	7.439	418.308	144.725	4.804	0.871	4.9259	10.950	0.979	0.983
Nov.	7.317	7.543	24.369	7.439	406.683	145.124	4.696	0.869	4.9142	10.880	0.984	1.020
				<i>Percentage change versus previous month</i>								
2022 Nov.	3.5	0.2	-0.6	0.0	-2.8	0.3	-2.2	-0.2	-0.2	-0.6	0.5	3.8
				<i>Percentage change versus previous year</i>								
2022 Nov.	0.3	0.3	-4.0	0.0	11.6	11.5	1.1	2.5	-0.7	8.3	-6.5	-10.6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

(EUR billions, unless otherwise indicated; outstanding amounts at end of period; transactions during period)

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2021 Q3	31,263.5	31,402.4	-138.9	11,750.6	9,540.7	12,244.2	14,342.7	-95.7	6,362.0	7,519.0	1,002.4	15,727.6
2021 Q4	32,242.9	32,211.0	31.9	11,943.4	9,754.8	12,864.4	14,684.3	-98.5	6,476.6	7,771.9	1,057.0	15,928.9
2022 Q1	32,216.0	32,024.2	191.8	11,986.7	9,892.1	12,340.0	13,991.7	-55.4	6,841.9	8,140.4	1,102.8	16,353.9
2022 Q2	31,940.2	31,588.2	352.1	12,315.2	10,161.0	11,505.1	13,056.4	-16.6	7,014.5	8,370.8	1,122.1	16,462.2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q2	248.6	245.9	2.7	95.8	79.1	89.5	101.6	-0.1	54.6	65.1	8.7	128.1
<i>Transactions</i>												
2021 Q4	222.3	192.6	29.7	-7.5	-66.5	155.9	73.3	40.2	30.7	185.8	2.9	-
2022 Q1	367.5	372.8	-5.3	55.2	32.8	-16.1	34.9	-2.1	331.3	305.1	-0.9	-
2022 Q2	-29.3	-48.3	18.9	59.0	-42.2	-114.7	-96.8	23.9	0.1	90.8	2.3	-
2022 Q3	-53.2	-65.1	11.9	98.9	16.1	-191.8	-32.9	32.2	0.1	-48.3	7.4	-
2022 Apr.	-17.6	32.4	-50.0	11.4	16.8	-31.4	-58.3	32.9	-29.9	74.0	-0.6	-
2022 May	67.0	20.7	46.3	86.3	-15.2	-55.0	-76.4	1.1	33.4	112.2	1.2	-
2022 June	-78.7	-101.3	22.6	-38.7	-43.9	-28.3	37.9	-10.0	-3.4	-95.4	1.7	-
2022 July	49.9	27.8	22.1	13.0	19.6	-22.5	-62.4	-1.1	59.0	70.6	1.6	-
2022 Aug.	118.6	106.5	12.2	60.2	43.5	-33.4	51.0	10.7	78.9	11.9	2.2	-
2022 Sep.	-221.7	-199.3	-22.4	25.7	-47.0	-135.8	-21.5	22.6	-137.8	-130.8	3.6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 Sep.	507.3	452.1	55.2	205.7	-59.9	-166.6	-21.5	94.2	362.2	533.5	11.7	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 Sep.	3.9	3.5	0.4	1.6	-0.5	-1.3	-0.2	0.7	2.8	4.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2019	1,224.4	7,718.3	8,942.7	1,067.9	2,363.9	3,431.8	12,374.4	79.5	521.9	2.6	604.0	12,978.4
2020	1,363.7	8,876.5	10,240.2	1,033.2	2,449.4	3,482.6	13,722.8	101.8	627.0	4.4	733.2	14,455.9
2021	1,469.7	9,784.0	11,253.8	925.7	2,506.4	3,432.1	14,685.9	118.0	647.5	21.7	787.2	15,473.1
2021 Q4	1,469.7	9,784.0	11,253.8	925.7	2,506.4	3,432.1	14,685.9	118.0	647.5	21.7	787.2	15,473.1
2022 Q1	1,520.4	9,925.8	11,446.3	936.6	2,519.3	3,456.0	14,902.2	123.2	591.2	44.7	759.1	15,661.3
Q2	1,528.0	10,054.8	11,582.8	973.9	2,529.6	3,503.6	15,086.4	115.9	609.1	64.6	789.7	15,876.0
Q3	1,538.1	10,177.5	11,715.5	1,180.8	2,551.8	3,732.6	15,448.2	120.4	598.0	49.5	767.9	16,216.1
2022 May	1,525.1	10,013.0	11,538.1	940.2	2,525.5	3,465.7	15,003.8	124.1	599.0	56.8	779.8	15,783.6
June	1,528.0	10,054.8	11,582.8	973.9	2,529.6	3,503.6	15,086.4	115.9	609.1	64.6	789.7	15,876.0
July	1,531.7	10,105.3	11,637.0	1,006.1	2,537.7	3,543.8	15,180.9	125.2	593.7	30.7	749.6	15,930.4
Aug.	1,536.4	10,186.1	11,722.5	1,032.7	2,546.8	3,579.5	15,302.0	123.7	595.5	38.4	757.7	16,059.7
Sep.	1,538.1	10,177.5	11,715.5	1,180.8	2,551.8	3,732.6	15,448.2	120.4	598.0	49.5	767.9	16,216.1
Oct. ^(p)	1,541.2	10,023.6	11,564.7	1,254.9	2,555.4	3,810.3	15,375.1	124.9	619.7	21.1	765.8	16,140.9
Transactions												
2019	58.2	604.4	662.6	-61.8	62.2	0.4	663.0	4.3	-5.1	-58.0	-58.9	604.1
2020	139.2	1,244.1	1,383.4	-28.7	86.3	57.6	1,440.9	19.6	111.0	1.3	131.9	1,572.9
2021	107.4	898.5	1,005.9	-118.4	66.7	-51.8	954.1	12.1	21.2	14.5	47.8	1,001.8
2021 Q4	25.4	171.8	197.2	10.1	13.6	23.7	220.9	-4.5	41.5	-8.2	28.8	249.7
2022 Q1	50.7	134.1	184.8	14.1	10.5	24.6	209.4	4.9	-56.2	23.0	-28.3	181.1
Q2	7.6	109.8	117.4	31.6	10.6	42.2	159.5	-8.6	18.0	17.0	26.4	185.9
Q3	10.1	111.7	121.8	164.5	21.9	186.4	308.2	2.6	-11.0	39.3	30.9	339.1
2022 May	4.8	48.3	53.1	-10.9	5.0	-5.9	47.2	7.2	0.8	-2.5	5.5	52.6
June	2.9	33.3	36.2	31.1	4.1	35.1	71.3	-8.8	10.2	6.3	7.7	79.0
July	3.7	39.5	43.3	28.6	8.0	36.6	79.9	8.3	-15.4	14.4	7.3	87.1
Aug.	4.7	87.4	92.1	24.9	9.0	33.9	126.0	-1.8	1.9	10.9	11.0	137.0
Sep.	1.7	-15.2	-13.5	110.9	4.9	115.9	102.4	-3.8	2.5	13.9	12.7	115.0
Oct. ^(p)	3.2	-148.6	-145.5	76.4	3.3	79.7	-65.8	4.9	21.7	-27.5	-0.9	-66.7
Growth rates												
2019	5.0	8.5	8.0	-5.5	2.7	0.0	5.7	5.6	-1.0	-	-8.9	4.9
2020	11.4	16.2	15.5	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.3	-	21.8	12.1
2021	7.9	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	6.9	12.0	3.4	367.6	6.5	6.9
2021 Q4	7.9	10.1	9.8	-11.4	2.7	-1.5	6.9	12.0	3.4	367.6	6.5	6.9
2022 Q1	9.4	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.9	71.0	0.6	6.3
Q2	7.8	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.6	-1.1	95.4	2.6	5.8
Q3	6.5	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.5	-1.3	367.1	7.8	6.3
2022 May	8.4	7.9	7.9	-3.7	1.8	0.3	6.1	10.5	-2.3	28.7	1.5	5.8
June	7.8	7.1	7.2	2.5	1.8	2.0	5.9	-2.6	-1.1	95.4	2.6	5.8
July	7.4	6.7	6.8	6.3	2.1	3.3	5.9	3.8	-5.1	101.1	1.6	5.7
Aug.	7.1	6.8	6.8	10.8	2.3	4.6	6.3	3.6	-4.8	190.7	3.4	6.1
Sep.	6.5	5.5	5.6	24.0	2.3	8.1	6.2	-4.5	-1.3	367.1	7.8	6.3
Oct. ^(p)	6.0	3.4	3.8	30.0	2.3	9.9	5.2	-8.0	-0.7	77.5	3.2	5.1

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2019	2,480.7	2,068.0	255.5	150.5	6.6	7,044.9	4,399.9	491.7	2,152.4	0.9	1,023.4	216.1	464.4
2020	2,968.8	2,517.0	308.2	140.2	3.3	7,665.2	4,967.3	437.0	2,260.1	0.9	1,094.3	235.3	497.3
2021	3,234.7	2,810.2	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,235.0	227.8	546.3
2021 Q4	3,234.7	2,810.2	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,235.0	227.8	546.3
2022 Q1	3,268.6	2,839.5	289.1	129.7	10.3	8,187.2	5,478.3	358.0	2,349.8	1.0	1,263.9	231.7	553.5
Q2	3,303.4	2,857.6	304.4	130.6	10.8	8,252.4	5,538.1	354.0	2,359.6	0.7	1,316.9	231.3	570.3
Q3	3,382.7	2,852.2	388.4	133.3	8.8	8,371.0	5,620.1	369.9	2,380.0	1.0	1,481.0	243.9	551.9
2022 May	3,280.4	2,852.9	287.0	130.2	10.3	8,235.1	5,523.6	354.6	2,356.2	0.8	1,288.2	231.7	567.4
June	3,303.4	2,857.6	304.4	130.6	10.8	8,252.4	5,538.1	354.0	2,359.6	0.7	1,316.9	231.3	570.3
July	3,331.4	2,869.3	321.8	130.4	9.8	8,294.2	5,571.1	354.1	2,368.3	0.8	1,339.8	241.0	567.9
Aug.	3,387.3	2,899.2	347.4	132.5	8.2	8,330.3	5,596.6	357.0	2,375.8	0.8	1,367.6	237.5	566.5
Sep.	3,382.7	2,852.2	388.4	133.3	8.8	8,371.0	5,620.1	369.9	2,380.0	1.0	1,481.0	243.9	551.9
Oct. (p)	3,408.2	2,821.2	446.1	131.6	9.3	8,385.0	5,613.7	385.4	2,384.8	1.1	1,354.4	254.1	557.2
Transactions													
2019	148.4	166.0	-19.0	1.8	-0.4	396.2	361.4	-26.3	61.6	-0.5	26.5	9.2	28.7
2020	511.7	466.2	55.3	-6.8	-3.0	612.8	561.7	-53.8	105.0	0.0	143.1	20.6	33.1
2021	252.0	277.0	-21.4	-6.9	3.3	424.5	412.7	-65.1	77.0	-0.2	145.2	-9.5	46.6
2021 Q4	69.0	68.7	5.0	-2.0	-2.7	68.0	67.6	-16.2	16.4	0.1	25.7	1.2	27.2
2022 Q1	28.3	24.4	-0.3	0.9	3.3	95.3	93.2	-10.6	12.4	0.3	28.4	4.1	7.5
Q2	22.4	8.9	12.5	0.8	0.2	62.9	57.9	-4.8	10.1	-0.3	42.1	-0.6	16.5
Q3	69.0	-11.8	80.5	2.7	-2.3	113.1	77.4	15.1	20.4	0.3	125.7	11.4	-18.5
2022 May	1.4	11.2	-11.3	0.7	0.7	29.3	26.1	-2.2	5.5	-0.2	9.4	4.6	5.1
June	17.6	0.9	15.9	0.3	0.4	15.8	13.4	-0.9	3.4	-0.1	23.5	-0.1	2.8
July	23.5	8.9	15.9	-0.2	-1.1	38.3	29.8	-0.2	8.6	0.1	16.1	8.8	-2.4
Aug.	54.1	29.0	24.8	2.1	-1.7	35.3	24.9	2.8	7.5	0.1	34.9	-3.5	-1.4
Sep.	-8.6	-49.7	39.8	0.8	0.5	39.4	22.6	12.5	4.2	0.1	74.7	6.1	-14.7
Oct. (p)	28.8	-29.1	58.9	-1.6	0.6	14.9	-5.3	15.8	4.4	0.1	-123.5	10.4	5.4
Growth rates													
2019	6.4	8.7	-6.9	1.2	-5.9	6.0	9.0	-5.1	2.9	-35.6	2.7	4.5	6.6
2020	20.6	22.5	21.5	-4.5	-46.6	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	14.4	9.5	7.1
2021	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	13.2	-4.0	9.4
2021 Q4	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	13.2	-4.0	9.4
2022 Q1	6.9	8.7	-5.0	-4.2	39.8	4.6	7.1	-14.3	2.6	26.1	13.5	5.7	12.6
Q2	6.0	6.7	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	11.9	2.7	15.8
Q3	5.9	3.3	34.0	1.8	-15.2	4.2	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.4
2022 May	6.5	8.1	-4.4	-2.6	40.4	4.4	6.7	-13.2	2.4	-13.1	11.1	0.1	15.1
June	6.0	6.7	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	11.9	2.7	15.8
July	6.1	6.1	9.5	-0.9	16.4	4.2	6.1	-10.8	2.5	-4.5	11.9	5.7	13.3
Aug.	7.2	6.3	19.4	1.3	-18.5	4.2	5.8	-8.9	2.7	6.7	14.8	3.9	12.3
Sep.	5.9	3.3	34.0	1.8	-15.2	4.2	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.4
Oct. (p)	6.0	1.4	50.8	1.8	2.6	4.1	5.0	1.3	2.5	7.6	7.0	8.0	7.4

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2019	4,649.0	988.6	3,648.7	13,851.6	11,442.4	11,830.2	4,473.1	5,930.8	888.6	149.8	1,560.1	849.2
2020	5,906.9	998.1	4,896.9	14,324.9	11,912.9	12,291.7	4,706.6	6,132.9	906.7	166.8	1,547.5	864.5
2021	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.5	12,332.2	12,716.4	4,861.4	6,373.6	937.4	159.7	1,582.3	888.1
2021 Q4	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.5	12,332.2	12,716.4	4,861.4	6,373.6	937.4	159.7	1,582.3	888.1
2022 Q1	6,550.9	1,001.6	5,546.6	15,018.2	12,561.3	12,699.2	4,915.7	6,472.2	1,020.1	153.3	1,587.9	869.0
Q2	6,502.9	1,000.6	5,478.2	15,180.6	12,788.4	12,926.3	5,020.4	6,552.7	1,051.7	163.6	1,561.3	830.9
Q3	6,359.9	1,002.3	5,333.3	15,417.5	13,047.0	13,181.9	5,165.8	6,612.6	1,107.5	161.2	1,545.9	824.6
2022 May	6,502.3	999.1	5,478.3	15,114.0	12,707.7	12,843.9	4,983.3	6,521.5	1,040.4	162.5	1,555.3	851.0
June	6,502.9	1,000.6	5,478.2	15,180.6	12,788.4	12,926.3	5,020.4	6,552.7	1,051.7	163.6	1,561.3	830.9
July	6,537.0	998.0	5,514.8	15,253.6	12,857.7	12,992.0	5,068.8	6,576.3	1,052.6	160.0	1,564.5	831.4
Aug.	6,426.8	998.3	5,404.3	15,320.4	12,941.5	13,073.2	5,132.8	6,595.7	1,060.0	153.0	1,548.9	830.0
Sep.	6,359.9	1,002.3	5,333.3	15,417.5	13,047.0	13,181.9	5,165.8	6,612.6	1,107.5	161.2	1,545.9	824.6
Oct. ^(p)	6,378.5	996.2	5,358.0	15,405.7	13,035.0	13,168.3	5,187.4	6,622.3	1,065.6	159.6	1,537.2	833.5
Transactions												
2019	-88.6	-23.3	-65.6	446.9	373.8	420.6	114.5	200.2	39.4	19.7	29.9	43.2
2020	1,039.9	13.5	1,026.3	734.0	535.3	556.1	287.6	209.3	21.2	17.1	170.6	28.2
2021	665.7	-0.4	675.7	559.9	472.0	505.4	176.0	261.8	44.3	-10.2	78.8	9.2
2021 Q4	185.3	-0.3	185.4	206.9	157.2	207.5	93.5	61.5	-11.9	14.1	57.7	-7.9
2022 Q1	100.4	4.3	96.1	197.4	192.6	186.5	46.3	71.8	80.3	-5.9	18.6	-13.9
Q2	68.7	-0.9	69.6	210.2	229.1	237.8	100.9	84.7	33.3	10.3	-14.0	-4.9
Q3	-36.4	1.9	-38.5	220.8	230.5	234.3	139.3	58.5	36.1	-3.2	-9.3	-0.5
2022 May	21.6	-3.0	24.6	59.8	88.1	76.8	36.3	30.9	18.2	2.8	-38.9	10.6
June	32.4	1.5	31.5	81.2	78.1	87.3	36.5	33.1	7.6	0.9	14.0	-10.9
July	-15.4	-2.7	-12.7	54.0	60.7	60.3	45.2	21.3	-1.5	-4.3	-5.0	-1.8
Aug.	-26.9	0.8	-27.7	85.0	92.3	92.0	63.8	19.4	16.1	-7.0	-8.4	1.1
Sep.	6.0	3.9	1.9	81.8	77.5	82.0	30.2	17.8	21.4	8.1	4.2	0.1
Oct. ^(p)	11.0	-6.0	17.0	-2.6	-5.1	-3.3	25.0	11.1	-39.7	-1.5	-5.4	7.9
Growth rates												
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.3	3.4	3.7	2.6	3.5	4.6	15.9	2.0	5.5
2020	22.1	1.4	27.8	5.3	4.7	4.7	6.4	3.5	2.4	10.2	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	4.9	-4.6	5.2	1.0
2021 Q4	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	4.9	-4.6	5.2	1.0
2022 Q1	10.1	0.8	11.9	4.2	4.3	4.6	3.5	4.4	8.6	-1.2	6.6	-1.7
Q2	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	6.0	4.6	13.6	7.8	5.0	-2.8
Q3	5.0	0.5	5.8	5.7	6.6	7.0	8.0	4.4	14.5	10.0	3.5	-3.0
2022 May	8.9	-0.2	10.7	4.8	5.3	5.7	5.1	4.5	11.9	2.3	4.8	-1.2
June	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.8	6.2	6.0	4.6	13.6	7.8	5.0	-2.8
July	7.0	-0.9	8.5	5.2	5.9	6.3	6.6	4.5	12.3	4.9	4.3	-2.7
Aug.	5.5	-0.5	6.7	5.6	6.4	6.8	7.8	4.4	13.8	-0.7	3.7	-3.0
Sep.	5.0	0.5	5.8	5.7	6.6	7.0	8.0	4.4	14.5	10.0	3.5	-3.0
Oct. ^(p)	4.6	0.8	5.3	5.2	6.2	6.5	8.1	4.2	10.7	3.2	1.2	-1.8

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

3) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2019	4,473.1	4,575.8	962.7	877.1	2,633.4	5,930.8	6,223.0	720.0	4,523.9	686.9
2020	4,706.6	4,828.7	893.8	1,009.1	2,803.6	6,132.9	6,402.6	700.7	4,725.1	707.1
2021	4,861.4	4,993.3	885.1	1,005.8	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	704.0
2021 Q4	4,861.4	4,993.3	885.1	1,005.8	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	704.0
2022 Q1	4,915.7	4,890.2	909.5	1,003.0	3,003.2	6,472.2	6,672.1	701.5	5,063.2	707.4
Q2	5,020.4	4,995.6	949.9	1,028.3	3,042.2	6,552.7	6,742.3	709.0	5,138.6	705.1
Q3	5,165.8	5,136.6	1,008.0	1,067.9	3,089.8	6,612.6	6,801.3	713.1	5,194.4	705.2
2022 May	4,983.3	4,952.0	936.3	1,017.2	3,029.8	6,521.5	6,723.0	706.0	5,108.5	707.0
June	5,020.4	4,995.6	949.9	1,028.3	3,042.2	6,552.7	6,742.3	709.0	5,138.6	705.1
July	5,068.8	5,041.3	962.2	1,042.0	3,064.6	6,576.3	6,763.4	711.3	5,159.5	705.4
Aug.	5,132.8	5,098.4	987.7	1,063.0	3,082.0	6,595.7	6,784.7	711.5	5,178.7	705.5
Sep.	5,165.8	5,136.6	1,008.0	1,067.9	3,089.8	6,612.6	6,801.3	713.1	5,194.4	705.2
Oct. ^(p)	5,187.4	5,153.5	1,006.5	1,077.4	3,103.6	6,622.3	6,812.9	715.3	5,201.7	705.3
Transactions										
2019	114.5	142.2	-11.7	44.7	81.6	200.2	216.8	40.9	168.5	-9.1
2020	287.6	324.9	-53.5	138.5	202.6	209.3	193.7	-11.6	210.8	10.2
2021	176.0	208.2	-1.5	2.7	174.9	261.8	267.2	10.7	255.0	-3.8
2021 Q4	93.5	124.4	48.1	36.7	8.7	61.5	73.5	6.4	56.2	-1.2
2022 Q1	46.3	53.5	20.6	-3.2	28.9	71.8	80.5	5.1	65.0	1.7
Q2	100.9	106.6	40.5	22.6	37.7	84.7	74.6	7.5	75.7	1.5
Q3	139.3	139.7	55.4	39.6	44.3	58.5	58.5	4.0	55.3	-0.8
2022 May	36.3	30.4	14.5	5.3	16.5	30.9	26.7	3.1	27.1	0.6
June	36.5	48.1	13.3	10.1	13.1	33.1	22.2	2.1	30.1	0.8
July	45.2	44.3	11.1	13.2	20.9	21.3	19.6	2.3	20.7	-1.7
Aug.	63.8	58.8	26.6	21.6	15.5	19.4	21.4	-0.2	19.4	0.3
Sep.	30.2	36.6	17.7	4.7	7.8	17.8	17.6	1.9	15.2	0.6
Oct. ^(p)	25.0	24.0	-0.5	10.5	15.0	11.1	12.9	2.4	8.0	0.7
Growth rates										
2019	2.6	3.2	-1.2	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.4	7.1	-5.6	15.9	7.7	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.2	0.3	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2021 Q4	3.8	4.3	-0.2	0.3	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022 Q1	3.5	4.2	2.4	-0.8	5.4	4.4	4.5	2.6	5.4	-0.2
Q2	6.0	6.9	14.1	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
Q3	8.0	8.9	19.6	9.9	4.0	4.4	4.4	3.3	5.1	0.2
2022 May	5.1	6.0	7.4	4.6	4.6	4.5	4.7	3.3	5.3	-0.1
June	6.0	6.9	14.1	5.9	3.7	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
July	6.6	7.6	15.5	7.5	3.8	4.5	4.5	3.5	5.3	-0.3
Aug.	7.8	8.7	18.8	9.7	4.1	4.4	4.5	3.3	5.3	0.0
Sep.	8.0	8.9	19.6	9.9	4.0	4.4	4.4	3.3	5.1	0.2
Oct. ^(p)	8.1	8.9	16.9	11.0	4.7	4.2	4.2	3.3	4.8	0.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2019	358.5	7,050.7	1,943.5	50.2	2,154.1	2,902.8	1,477.9	409.1	178.9	187.2
2020	723.2	6,955.9	1,913.6	42.2	1,990.8	3,009.2	1,441.4	461.8	130.1	139.2
2021	762.6	6,883.4	1,837.3	37.1	1,997.3	3,011.6	1,372.5	401.3	118.8	136.8
2021 Q4	762.6	6,883.4	1,837.3	37.1	1,997.3	3,011.6	1,372.5	401.3	118.8	136.8
2022 Q1	740.2	6,882.4	1,848.2	35.9	1,988.7	3,009.7	1,361.1	353.8	153.0	164.4
Q2	757.5	6,801.3	1,843.8	31.6	2,008.5	2,917.3	1,313.5	437.7	159.3	157.3
Q3	642.5	6,782.4	1,801.9	31.3	2,096.4	2,852.9	1,319.1	544.4	142.9	145.8
2022 May	735.3	6,806.6	1,845.2	32.1	1,990.4	2,938.9	1,242.8	466.4	178.3	170.8
June	757.5	6,801.3	1,843.8	31.6	2,008.5	2,917.3	1,313.5	437.7	159.3	157.3
July	741.2	6,902.2	1,833.1	31.2	2,059.3	2,978.6	1,345.4	437.9	169.5	159.1
Aug.	649.5	6,827.0	1,813.2	31.9	2,080.4	2,901.6	1,362.0	427.0	154.6	145.7
Sep.	642.5	6,782.4	1,801.9	31.3	2,096.4	2,852.9	1,319.1	544.4	142.9	145.8
Oct. ^(p)	678.2	6,745.5	1,789.6	31.6	2,100.7	2,823.5	1,283.0	497.2	140.4	155.6
Transactions										
2019	-28.9	105.5	-5.8	-2.9	27.8	86.4	312.2	10.2	-2.7	-2.5
2020	299.6	-35.8	-15.1	-8.0	-101.0	88.3	-59.6	122.3	-48.8	-48.0
2021	40.0	-37.1	-75.1	-5.0	-39.7	82.7	-115.8	-105.1	-11.3	-2.3
2021 Q4	65.7	4.9	-15.4	-1.5	3.4	18.5	-56.8	-15.1	-20.2	-9.2
2022 Q1	-19.0	-28.0	-19.5	-1.3	-25.0	17.8	-32.7	-131.0	34.0	34.7
Q2	17.2	19.8	-8.1	-4.2	-16.1	48.3	-61.0	4.9	7.6	-7.1
Q3	-115.0	-4.4	-47.0	-0.2	-2.4	45.2	-25.7	61.0	-16.4	-11.5
2022 May	-26.0	-12.8	-0.2	-3.4	-18.6	9.4	-57.0	-10.7	-1.1	-0.9
June	22.2	10.5	-3.2	-0.5	0.6	13.6	42.9	-44.8	-19.0	-13.5
July	-16.2	-2.7	-12.6	-0.4	-5.3	15.6	-4.2	33.9	10.2	1.8
Aug.	-91.7	-8.3	-20.6	0.7	4.6	7.0	30.6	-51.7	-14.9	-13.4
Sep.	-7.1	6.6	-13.8	-0.4	-1.7	22.5	-52.1	78.8	-11.7	0.1
Oct. ^(p)	35.7	-7.0	-11.6	0.1	16.7	-12.2	7.0	-53.5	-2.5	9.8
Growth rates										
2019	-7.4	1.5	-0.3	-5.3	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020	84.6	-0.5	-0.8	-15.8	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q4	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2022 Q1	5.8	-0.7	-4.0	-13.1	-2.0	2.3	-	-	20.1	31.9
Q2	12.2	0.0	-3.0	-21.2	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
Q3	-7.4	-0.1	-4.8	-18.7	-2.0	4.5	-	-	3.4	4.3
2022 May	4.9	0.1	-3.1	-21.0	-1.7	3.6	-	-	34.5	36.4
June	12.2	0.0	-3.0	-21.2	-1.5	3.2	-	-	29.6	22.2
July	7.8	-0.1	-3.4	-21.0	-2.2	3.8	-	-	27.9	24.8
Aug.	-8.2	-0.1	-4.1	-18.4	-1.7	3.8	-	-	24.1	18.6
Sep.	-7.4	-0.1	-4.8	-18.7	-2.0	4.5	-	-	3.4	4.3
Oct. ^(p)	-8.0	-0.4	-5.0	-17.3	-2.1	3.9	-	-	1.0	10.1

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Comprises central government holdings of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.0	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.1	-5.1	-0.1	0.1	-0.1	-3.7
2021 Q3	-6.1	.	.	.	.	-4.7
Q4	-5.1	.	.	.	.	-3.7
2022 Q1	-4.0	.	.	.	.	-2.5
Q2	-2.9	.	.	.	.	-1.4

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6.2 Revenue and expenditure

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions	Compensation of employees			Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	46.5	46.0	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.5
2021	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	6.0	1.5	24.2	4.8
2021 Q3	46.7	46.0	12.9	13.0	15.3	0.7	52.8	48.1	10.4	5.9	1.4	24.5	4.7
Q4	47.2	46.5	13.3	13.1	15.3	0.7	52.3	47.5	10.2	5.9	1.5	24.2	4.8
2022 Q1	47.1	46.4	13.3	13.2	15.2	0.7	51.1	46.4	10.1	5.9	1.5	23.7	4.7
Q2	47.3	46.6	13.5	13.2	15.1	0.7	50.2	45.6	10.0	5.9	1.5	23.3	4.6

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6.3 Government debt-to-GDP ratio

(as a percentage of GDP; outstanding amounts at end of period)

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	86.0	3.1	13.8	69.0	48.3	32.6	37.6	8.2	77.8	16.1	28.3	41.5	84.5	1.5
2019	83.9	3.0	13.0	67.9	45.5	30.7	38.4	7.7	76.2	15.6	27.7	40.6	82.6	1.3
2020	97.0	3.2	14.2	79.7	54.4	39.1	42.6	11.1	85.9	18.9	31.0	47.2	95.4	1.7
2021	95.4	3.0	13.6	78.7	55.5	41.6	39.9	9.9	85.4	17.8	30.3	47.3	93.9	1.4
2021 Q3	97.3	3.0	13.9	80.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95.4	3.0	13.6	78.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95.2	2.9	13.4	78.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94.2	3.0	13.3	77.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.4	9.5
2021	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2021 Q3	0.6	4.7	-1.1	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.2	-0.2	-0.6	-3.0	5.2
Q4	-1.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-5.3	5.1
2022 Q1	-4.4	2.5	0.4	0.8	0.5	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.4	-7.3	4.4
Q2	-3.7	1.4	0.8	1.1	0.9	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.4	-5.8	3.6

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

1) Intergovernmental lending in the context of the financial crisis is consolidated except in quarterly data on the deficit-debt adjustment.

2) Calculated as the difference between the government debt-to-GDP ratios at the end of the reference period and a year earlier.

6.5 Government debt securities ¹⁾

(debt service as a percentage of GDP; flows during debt service period; average nominal yields in percentages per annum)

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
												1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	1.8	1.2	-0.2	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2021 Q3	14.5	13.2	4.4	1.3	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5
Q4	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022 Q1	14.7	13.4	5.0	1.3	0.3	8.0	1.5	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4
Q2	14.6	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
2022 May	14.5	13.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	0.0	0.5
June	14.6	13.4	4.8	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
July	14.3	13.0	4.6	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.7	0.2	0.5
Aug.	14.5	13.3	4.7	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.1	1.9	1.7	0.3	0.3
Sep.	14.1	12.8	4.0	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
Oct.	14.4	13.1	3.8	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.1	1.9	1.9	0.7	0.5

Source: ECB.

1) At face value and not consolidated within the general government sector.

2) Excludes future payments on debt securities not yet outstanding and early redemptions.

3) Residual maturity at the end of the period.

4) Outstanding amounts at the end of the period; transactions as 12-month average.

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

(as a percentage of GDP; flows during one-year period and outstanding amounts at end of period)

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.9	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.6	-2.3	-2.2	-3.6	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-3.1	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.9	-10.1	-9.0	-9.5	-5.8	
2021	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.5	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2021 Q3	-7.0	-4.3	-3.8	-3.1	-9.7	-7.7	-8.0	-7.9	-4.8	
Q4	-5.6	-3.7	-2.4	-1.7	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2022 Q1	-5.5	-2.9	-1.8	-0.1	-5.0	-5.4	-5.1	-6.4	-0.1	
Q2	-4.3	-1.9	-0.4	0.1	-2.3	-4.5	-4.0	-5.3	1.3	
Government debt										
2018	99.9	61.3	8.2	63.0	186.4	100.4	97.8	134.4	98.1	
2019	97.6	58.9	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	134.1	90.4	
2020	112.0	68.0	18.5	58.4	206.3	120.4	115.0	154.9	113.5	
2021	109.2	68.6	17.6	55.4	194.5	118.3	112.8	150.3	101.0	
2021 Q3	111.9	68.6	19.1	57.4	201.6	121.9	115.4	154.2	106.5	
Q4	109.2	68.6	17.6	55.4	193.3	118.3	112.8	150.3	101.1	
2022 Q1	109.0	67.4	17.2	53.2	188.4	117.4	114.6	152.1	102.1	
Q2	108.3	67.2	16.7	51.4	182.1	116.1	113.1	150.2	95.2	
Government deficit (-)/surplus (+)										
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2018	-0.8	0.5	3.0	2.1	1.5	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.2	0.6	1.8	0.6	0.1	0.6	-1.2	-0.9
2020	-4.3	-7.0	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.5
2021	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2021 Q3	-5.8	-3.6	-0.2	-7.9	-3.6	-8.2	-3.9	-6.1	-5.4	-4.3
Q4	-7.0	-1.0	0.8	-7.8	-2.6	-5.9	-2.9	-4.7	-5.5	-2.7
2022 Q1	-5.2	0.0	0.6	-7.8	-1.5	-3.5	-1.6	-3.6	-4.8	-2.0
Q2	-3.6	1.0	0.6	-6.9	0.1	-1.4	0.2	-3.0	-3.8	-1.4
Government debt										
2018	37.0	33.7	20.9	43.7	52.4	74.1	121.5	70.3	49.4	64.9
2019	36.5	35.8	22.4	40.7	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	53.3	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.8
2021	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2021 Q3	42.3	44.6	25.5	56.2	52.8	83.6	129.1	79.5	60.4	73.8
Q4	43.6	43.7	24.5	56.3	52.4	82.3	125.5	74.5	62.2	72.4
2022 Q1	41.7	39.8	22.6	57.4	50.7	83.4	124.8	74.7	61.6	72.1
Q2	41.6	39.6	25.4	55.1	50.9	82.7	123.4	73.5	60.3	71.6

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2022

Postiosoite 60640 Frankfurt am Main, Saksa
Puhelinnumero +49 69 1344 0
Verkkopalvelu www.ecb.europa.eu

Talouskatsauksen laatimisesta vastaa EKP:n johtokunta. Talouskatsaus on käännetty Suomen Pankissa, joka myös huolehtii katsauksen julkaisemisesta.

Kaikki oikeudet pidätetään. Kopiointi on sallittu opetuskäyttöön ja ei-kaupallisiin tarkoituksiin, kunhan lähde mainitaan.

Tämän numeron tilastot perustuvat 14.12.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-22-008-FI-N