

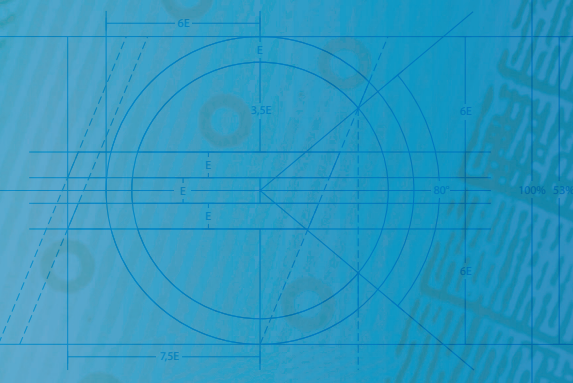


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

# Talouskatsaus

8/2020



# Sisällys

<b>Raha- ja reaalityalouden kehitys</b>	<b>2</b>
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	8
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	17
3 Talouskehitys euroalueella	24
4 Hinnat ja kustannukset	30
5 Rahan määrä ja luotonanto	36
6 Julkisen talouden kehitys	44
<b>Kehikot</b>	<b>48</b>
1 Aiempien kriisien maailmantalouteen jättämät arvet	48
2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 22.7.–3.11.2020	55
3 Lyhyen aikavälin talouskehityksen arviointi pandemia-aikana	61
4 Koronaviruspandemian vaikutuksen arviointi euroalueen tuontikorjatun kokonaiskysynnän hajotelman kautta	67
5 Turismialan kehitys koronapandemian aikana	72
6 Pandemian pitkäaikaisvaikutukset keskeisille yrityksille tehdyn kyselytutkimuksen valossa	76
7 Palkkakehityksen arviointi koronapandemian aikana: onko sopimuspalkkatiedoista apua?	80
8 Talousarviosuunnitelmat vuodelle 2021: arviointia koronakriisin aikaan	84
<b>Tilastot (vain englanniksi)</b>	<b>S1</b>

# Raha- ja reaalityalouden kehitys

## Yhteenveto

**EKP:n neuvosto päätti 10.12.2020 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa mitoittaa uudelleen rahapoliittisia välineitään.** Vaikka talous piristyi kolmannella vuosineljänneksellä odotettua vahvemmin ja uutiset rokotteen käyttöön saannista ovat rohkaisevia, koronaviruspandemia (COVID-19) aiheuttaa yhä vakavia riskejä kansanterveydelle ja euroalueen sekä koko maailman taloudelle.

Koronavirustartuntojen toinen aalto ja siihen liittyvät rajoitukset jarruttavat selvästi taloudellista toimintaa euroalueella, ja talouden odotetaan supistuneen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Taloudellinen toiminta jatkuu tehdesteollisuudessa melko vakaana, mutta palvelualueilla toiminta on vaimentunut selvästi, kun tautitapausten määrä on kasvanut ja sosiaalista kanssakäymistä ja liikkumista on rajoitettu uudemman kerran. Inflaatio on erittäin hidasta, kun kysyntä on heikkoa ja työ- ja hyödykemarkkinoilla on merkittävästi käyttämätöntä kapasiteettia. Kaiken kaikkiaan tuoreimpien tietojen ja euroalueen talousnäkyviä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioiden perusteella pandemiolla on ennakoitua huomattavampi vaikutus talouteen lyhyellä aikavälillä ja myös inflaatio pysynee heikkona pitemmän aikaa. EKP:n neuvosto päätti näin ollen kokouksessaan 10.12.2020 mitoittaa uudelleen rahapoliittisia välineitään.

## EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

**Maailmantalous elpyi vahvasti vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä, ja kasvu jatkui neljännen neljänneksen alussa. Kasvu jarruttavat tekijät varjostavat kuitenkin lyhyen aikavälin talousnäkyviä.** Viimeaikaiset uutiset tehokkaista koronavirusrokotteista ovat herättäneet optimismia rahoitusmarkkinoilla, mutta pandemia synkentää edelleen maailmantalouden lyhyen aikavälin näkyviä. Koronavirustartuntojen määrä on kasvanut merkittävästi erityisesti kehittyneissä talouksissa, ja rajoitustoimia on otettu uudelleen käyttöön. Niiden katsotaan kuitenkin olevan taloudelliselle toiminnalle vähemmän haitallisia kuin pandemian ensimmäisen aallon aikana käytetyt toimet. Eurojärjestelmän talousnäkyviä koskevien joulukuun 2020 asiantuntija-arvioiden mukaan ilman euroaluetta laskettu maailmantalouden BKT supistuu 3,0 % tänä vuonna ja kasvaa sitten 5,8 % vuonna 2021 ja 3,9 % vuonna 2022 sekä 3,6 % vuonna 2023. Euroalueen ulkopuolinen maailmankauppa supistui vuonna 2020 jyrkemmin kuin BKT, mutta sen odotetaan elpyvän BKT:tä vahvemmin vuonna 2021. Tämä johtuu pääasiassa siitä, että kauppa kehittyi myötäsyklisemmin etenkin laskusuhdanteissa. Näiden haitallisten vaikutusten odotetaan olevan lievempiä tartuntojen viimeaikaisen kasvun aikana. Maailmantalouden näkymien riskitasapainon katsotaan olevan odotettua positiivisempi, sillä uutiset useista toimivista rokotteista vähentävät vaikean skenaarion toteutumisen todennäköisyyttä.

**Kaiken kaikkiaan rahoitusolot ovat euroalueella helpottuneet jonkin verran lisää EKP:n neuvoston syyskuisen kokouksen jälkeen, kun rokotteista saadut myönteiset tiedot ovat lisänneet riskinottohalukkuutta.** Eoniaikoron eli euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä aaltoili hieman tarkastelujaksolla (10.9.2020–9.12.2020) mutta pysyi kuitenkin suurin piirtein ennallaan. Kehityksessä kuvastuu niin huoli Euroopassa kiihtyvällä tahdilla leviävästä koronaviruksesta kuin rokotteista saadut positiiviset uutiset. Käyrässä on edelleen vain hienoinen notkahdus lyhyiden korkojen kohdalla. Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuotot ja tuottoerot pienenivät merkittävästi tarkastelujaksolla, kun raha- ja finanssipoliittisten tukitoimien odotettiin jatkuvan ja riskinottohalukkuus kohentui maailmalla erityisesti onnistuneiden rokotekokeiden ansiosta. Vastaavasti myös riskipitoisten sijoituskohteiden hinnat nousivat. Kauppapainotettu euron kurssi heikentyi hieman valuuttamarkkinoilla.

**Euroalueen BKT elpyi kolmannella vuosineljänneksellä voimakkaasti ja kasvoi 12,5 % edellisestä vuosineljänneksestä supistuttuaan huomattavasti vuoden 2020 alkupuoliskolla. BKT oli kuitenkin edelleen huomattavasti heikommalla tasolla kuin ennen pandemiaa.** Pandemian toisen aallon ja sen myötä lokakuun puolivälin jälkeen kiristyneiden rajoitustoimien odotetaan supistavan taloudellista toimintaa jälleen huomattavasti neljännellä vuosineljänneksellä, tosin paljon vähäisemmässä määrin kuin vuoden toisella neljänneksellä. Talous kehittyi edelleen epätasaisesti eri toimialoilla: uudet sosiaalisen kanssakäymisen ja liikkumisen rajoitukset heikentävät toimintaa palvelualoilla enemmän kuin teollisuudessa. Vaikka kotitalouksia ja yrityksiä tuetaan finanssipoliittisin toimin, pandemian vaikutukset työllisyyteen ja tuloihin pitävät kuluttajat edelleen varovaisina. Lisäksi yritysten taseiden heikkeneminen ja epävarmuus talousnäkymistä vaikeuttavat yritysten investointeja. Viimeaikaiset edistysaskeleet koronarokotteiden kehityksessä lisäävät luottamusta siihen, että kansanterveydellinen kriisi saataneen vähitellen ratkaistua. Laaja immuniteetti saavutetaan kuitenkin vasta ajan mittaan, eikä tartuntamäärien uutta nousua ja sen asettamia haasteita kansanterveydelle ja talousnäkymille voida sulkea pois laskuista. Euroalueen talouden elpyminen saanee keskipitkällä aikavälillä tukea suotuisista rahoitusoloista, kasvua tukevasta finanssipoliitikasta ja kysynnän elpymisestä, kun rajoitustoimet poistetaan ja epävarmuus väistyy.

**Samankaltainen näkemys välittyi euroalueen talousnäkymiä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioiden perusskenaariosta.** Niissä euroalueen BKT:n ennakoitaan supistuvan 7,3 % vuonna 2020 ja kasvavan 3,9 % vuonna 2021 sekä 4,2 % vuonna 2022 ja 2,1 % vuonna 2023. Taloudellisen toiminnan lyhyen aikavälin näkymät on nyt arvioitu heikommiksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa, mutta näkymien arvioidaan palaavan suurin piirtein syyskuun perusskenaariotason tasolle keskipitkällä aikavälillä. Kaiken kaikkiaan euroalueen kasvunäkymiin kohdistuvat riskit painottuvat edelleen odotettua heikomman kehityksen suuntaan mutta eivät yhtä voimakkaasti kuin aiemmin. Vaikka uutiset rokotteiden saapumisesta ovat rohkaisevia, heikomman kehityksen riskejä liittyy siihen, miten pandemia vaikuttaa taloustilanteeseen ja rahoitusoloihin.

**Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen inflaatiovauhti pysyi marraskuussa ennallaan eli -0,3 prosentissa.**

Öljyn hintakehityksen perusteella kokonaisinflaatio pysyy todennäköisesti negatiivisena alkuvuoteen 2021 saakka, kun otetaan huomioon myös arvonlisäverokannan tilapäinen alentaminen Saksassa. Sen jälkeen inflaation odotetaan nopeutuvan Saksan tilapäisen arvonlisäveroalennuksen päättymisen ja energian hintainflaatiota nopeuttavan vertailuajankohdan vaikutuksen ansiosta. Hintapaineiden odotetaan kuitenkin pysyvän vaimeina siksi, että kysyntä on heikkoa (etenkin matkailualoilla), palkkapaineet ovat vähäiset ja euron efektiivinen valuuttakurssi on poikkeuksellisen vahva. Kun pandemian vaikutus väistyy, kysyntä elpyy kasvua tukevan raha- ja finanssipolitiikan ansiosta, mikä kasvattaa taas inflaatiopaineita keskipitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat markkinaindikaattorien ja kyselytutkimusten perusteella edelleen vaimeat.

**Samankaltainen kuva välittyy myös euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioiden**

**perusskenaariosta, jonka mukaan vuotuinen inflaatiovauhti on 0,2 % vuonna 2020, 1,0 % vuonna 2021, 1,1 % vuonna 2022 sekä 1,4 % vuonna 2023.**

Vuosien 2020 ja 2022 inflaationäkymät on nyt arvioitu heikommiksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 0,7 % vuonna 2020, 0,8 % vuonna 2021 ja 1,0 % vuonna 2022, kunnes se kiihtyy 1,2 prosenttiin vuonna 2023.

**Koronaviruspandemia on edelleen vaikuttanut rahan määrän kehitykseen euroalueella.**

Lavean raha-aggregaatin (M3) vuotuinen kasvuvauhti pysyi kutakuinkin ennallaan ja oli 10,5 % lokakuussa 2020. Rahan määrän voimakas kasvu on saanut tukea eurojärjestelmän jatkuvista omaisuuseräostoista, joista on tullut merkittävin rahan luomisen lähde. Kun nopeasti rahaksi muutettavissa olevia sijoituksia suositaan edelleen ja likvideimpien talletusten hallussapidon vaihtoehtoiskustannukset ovat alhaiset, merkittävin lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä on edelleen suppea raha-aggregaatti M1. Yksityisen sektorin lainakannan kasvu on tasoittunut, mutta se on edelleen nopeampaa kuin ennen koronaviruspandemiaa. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti oli lokakuussa 6,8 % eli hitaampaa kuin syyskuussa, jolloin se oli 7,1 %. Hidastumisen taustalla on hätärahoitustarpeiden pieneneminen, vähäiset investoinnit ja yritysluottojen luotonantokriteerien tiukentuminen. Kotitalouksien lainakannan vuotuinen kasvuvauhti oli lokakuussa 3,1 % eli syyskuun tasolla. Kaiken kaikkiaan EKP:n rahapoliittisia toimia sekä jäsenvaltioiden hallitusten ja EU:n toimielinten käyttöön ottamia toimia tarvitaan edelleen pitämään pankkien luotonantotilanne suotuisana ja rahoituksen saatavuutta yllä erityisesti niillä, jotka kärsivät eniten pandemian seurauksista.

**Huomattava finanssipoliittinen tuki on lieventänyt koronaviruspandemian vaikutusta reaalitalouteen.**

Tukitoimien julkiset kustannukset ovat olleet merkittäviä kaikissa euroalueen maissa, vaikka kustannuksissa on ollut huomattavia maakohtaisia eroja. Talouden laskusuhdanteen ja finanssipoliittisen tuen seurauksena euroalueen BKT:hen suhteutetun julkisen talouden alijäämän arvioidaan eurojärjestelmän joulukuun 2020 asiantuntija-arvioiden mukaan kasvavan

merkittävästi ja olevan 8,0 % vuonna 2020 (0,6 % vuonna 2019). Alijäämäsuhteen arvioidaan supistuvan 6,1 prosenttiin vuonna 2021 ja 3,9 prosenttiin vuonna 2022 sekä 3,0 prosenttiin vuonna 2023. Tilanteen odotetaan paranevan, kun hätätoimenpiteitä vähitellen puretaan. Suhdanneltilanne kohenee kuitenkin merkittävästi vasta vuodesta 2022 alkaen. Euroalueen talouden rajun supistumisen vuoksi on yhä välttämätöntä, että finanssipolitiikan mitoitus säilyy kunnianhimoisena ja koordinoituna. Finanssipoliittisten toimenpiteiden tulisi silti olla kohdennettuja ja tilapäisiä. Yritysten ja kotitalouksien kysynnän heikkous ja kasvanut riski elpymisen viivästyttämisestä pandemian toisesta aallosta johtuvien uusien sulkutoimien vuoksi edellyttävät kuitenkin jäsenvaltioilta finanssipoliittisen tuen jatkamista. Next Generation EU -rahasto täydentää kansallisia finanssipoliittisia toimia ja edistää yhtenäisempää, nopeampaa ja voimakkaampaa elpymistä EU-maissa, parantaa niiden talouden kestävyttä ja kasvupotentiaalia etenkin, jos varat käytetään tuottavaan julkiseen kulutukseen ja toteuttamaan tuottavuutta lisäävää rakennepolitiikkaa.

## Rahapoliittiset toimet

Pandemian uuden leviämisaallon talousvaikutusten ja niiden myötä hitaana pysyttelevän inflaation vuoksi EKP:n neuvosto päätti 10.12.2020 mitoittaa uudelleen EKP:n rahapoliittisia välineitä auttaakseen pitämään yllä suotuisia rahoitusoloja pandemian aikana. Näin taloudellinen toiminta saa tukea ja inflaatio palautuu vakaasti lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

1. EKP:n neuvosto päätti pitää EKP:n ohjauskorot ennallaan. Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alempina, kunnes arviointijakson inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle kahta prosenttia (mutta alle sen) ja kehitys näkyy johdonmukaisesti myös pohjainflaatiossa.
2. EKP:n neuvosto päätti laajentaa pandemiaan liittyvää osto-ohjelmaa (PEPP) 500 miljardilla eurolla yhteensä 1 850 miljardiin euroon. Lisäksi PEPP-ohjelmassa tehdään netto-ostoja vielä ainakin maaliskuun 2022 loppuun saakka. Joka tapauksessa eurojärjestelmä jatkaa ostoja, kunnes EKP:n neuvosto katsoo koronaviruspandemian kriisivaiheen päättyneen. Näin pidetään rahoitusolot suotuisina pitemmän aikaa. Ostojen suoritetaan joustavasti markkinatilanteen mukaan ja niillä pyritään estämään rahoitusolojen tiukentuminen, sillä muuten olisi vaikeampaa torjua pandemian arvioitua inflaatiokehitystä hidastavaa vaikutusta. Ostojen joustava ohjaaminen eri aikoina eri arvopaperiluokkiin ja eri maihin tukee sekin jatkuvasti rahapolitiikan sujuvaa välittymistä. Jos suotuisia rahoitusoloja voidaan ylläpitää suunniteltua pienemmillä ostoilla, PEPP-ohjelmaan varattua summaa ei tarvitse käyttää kokonaan. Ostojen määrää voidaan säätää tarvittaessa suotuisien rahoitusolojen ylläpitämiseksi myös, jos pandemian inflaatiokehitystä heikentävän vaikutuksen torjunta sitä edellyttää. PEPP-ohjelmaa jatkettiin, koska pandemia vaikuttaa talouteen ja inflaatioon vielä pitemmän aikaa. Näin EKP:n rahapoliittisten toimien elvyttävä vaikutus on kestävämpi ja tuntuu markkinoilla jatkuvasti. Suotuisien rahoitusolojen ylläpitäminen pandemian

kestäessä auttaa vähentämään epävarmuutta ja vahvistamaan luottamusta. Se tukee yksityistä kulutusta ja yritysten investointeja ja viime kädessä talouden elpymistä. Samalla hillitään pandemian vaikutusta arvioituun inflaatiokehitykseen. PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2023 loppuun saakka. Erääntyvistä arvopapereista luovutaan vähin erin niin, että rahapolitiikka pysyy asianmukaisesti mitoitettuna.

3. EKP:n neuvosto päätti vielä muuttaa kolmannessa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjassa (TLTRO III) suoritettavien operaatioiden ehtoja. Se päätti erityisesti pidentää kahdellatoista kuukaudella eli kesäkuuhun 2022 saakka ajanjaksoa, jonka aikana huomattavasti suotuisampia ehtoja sovelletaan. Lisäksi vuoden 2021 kesä- ja joulukuun välisenä aikana toteutetaan kolme uutta operaatiota. Vastapuolet voivat saada kolmannen sarjan operaatioissa enemmän rahoitusta kuin ennen. Enimmäismäärä nostetaan 55 prosenttiin niiden operaation ehdot täyttävästä lainakannasta (aiemmin 50 %). Jotta pankeilla on kannustin pitää lainanantonsa nykytasolla, uudet lainausehdot koskevat ainoastaan pankkeja, jotka saavuttavat uuden lainanantotavoitteen. Kun TLTRO III -operaatioiden korko pidetään pandemian vuoksi matalana, operaatioita lisätään ja lainan enimmäismäärää nostetaan, pankkien rahoitusolot pysyvät erittäin suotuisina. Näin autetaan varmistamaan, että niillä on runsaasti likviditeettiä ja ne pystyvät lainaamaan rahaa kotitalouksille ja yrityksille suotuisin ehdoin.
4. EKP:n neuvosto päätti jatkaa kesäkuuhun 2022 saakka vakuussääntöjen keventämistoimia, jotka se oli hyväksynyt 7.4. ja 22.4.2020. Näin varmistetaan, että pankit voivat vastedeskin hyödyntää täysimääräisesti eurojärjestelmän likviditeettioperaatioita ja ennen kaikkea TLTRO III -operaatioiden uusia ehtoja. EKP:n neuvosto arvioi uudestaan vakuussääntöjen kevennystoimet ennen vuoden 2022 kesäkuuta ja varmistaa, etteivät ne häiritse eurojärjestelmän vastapuolten osallistumista TLTRO III -operaatioihin.
5. EKP:n neuvosto päätti myös toteuttaa vuonna 2021 neljä uutta pandemiaan liittyvää kohdentamatonta pitempiaikaista rahoitusoperaatiota (PELTRO), jotka toimivat jatkuvana varautumisjärjestelynä likviditeettivajeiden varalta.
6. Omaisuuserien osto-ohjelmassa jatketaan ostoja nettomääräisesti 20 miljardilla eurolla kuukaudessa. EKP:n neuvosto odottaa yhä kuukausittaisten netto-ostojen jatkuvan omaisuuserien osto-ohjelmassa niin kauan kuin on tarpeen ohjaukorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi ja päättyvän hieman ennen kuin EKP:n ohjaukorkoja aletaan nostaa. Lisäksi omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia aiotaan jatkaa täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa EKP:n ohjaukorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.

7. Eurojärjestelmän repojärjestelyä (Eurosystem Repo Facility for Central Banks, EUREP) ja euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien kanssa tehtyjä tilapäisiä swap- ja repojärjestelyjä jatketaan maaliskuuhun 2022 asti.
8. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti, että säännöllisiä luotto-operaatioita toteutetaan jatkossakin nykyisillä ehdoilla kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti, niin kauan kuin on tarpeen.

EKP:n neuvoston rahapoliittiset päätökset auttavat ylläpitämään suotuisia rahoitusoloja pandemian kestäessä ja vahvistavat siten luotonantoa kaikille talouden sektoreille, tukevat taloudellista toimintaa ja ylläpitävät keskipitkän aikavälin hintavakautta. Esimerkiksi pandemian etenemisestä ja rokotteiden käyttöön saannin ajoituksesta ei kuitenkaan voida sanoa mitään varmaa. EKP:n neuvosto seuraa jatkuvasti myös valuuttakurssikehitystä, joka voi sekin vaikuttaa keskipitkän aikavälin hintavakausnäkyymiin. Näin ollen EKP:n neuvosto on edelleen valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan symmetrisen inflaatiotavoitteensa mukaisesti varmistaakseen, että inflaatio palautuu kestävästi lähemmäksi tavoitetta.



## Ulkoinen ympäristö

*Vaikka viimeaikaiset uutiset koronavirus (covid-1) -rokotteisiin liittyvästä kehityksestä ovat herättäneet rahoitusmarkkinoilla toiveikkuutta, lyhyen aikavälin talousnäkymät ovat edelleen pandemian varjostamat. Uusien koronavirustartuntojen määrän merkittävää kasvua erityisesti kehittyneissä talouksissa on ryhdytty jälleen hillitsemään, joskin nykyisiä toimenpiteitä pidetään talouden kannalta vähemmän haitallisina kuin pandemian ensimmäisen aallon aikaisia sulkutoimia.*

*Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisten arvioiden mukaan maailmantalouden BKT ilman euroaluetta supistuu tänä vuonna 3,0 % ja sitten kasvaa 5,8 % vuonna 2021 ja edelleen 3,9 % vuonna 2022 ja 3,6 % vuonna 2023. Maailmankauppa (ilman euroaluetta) supistui vuonna 2020 BKT:tä enemmän, mutta myös sen elpymisestä vuonna 2021 odotetaan vastaavasti voimakkaampaa. Tämä johtuu pääasiassa ulkomaankaupan korostuneesta myötäsyklistyydestä erityisesti laskusuhdanteissa. Lisäksi tartuntojen kasvun myötä aloitettujen hillintätoimien odotetaan rasittavan ulkomaankauppaa vähemmän kuin ensimmäisen aallon aikaisten toimenpiteiden. Maailmantalouden näkymiin liittyviä riskejä pidetään nyt kokonaisuutena tarkastellen vähemmän negatiivisina, koska uutiset useiden rokotteiden tehokkuudesta tekevät eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisten arvioiden ankaran skenaarion toteutumisesta entistä epätodennäköisempää. Koska Ison-Britannian EU-eroa koskevien neuvottelujen lopputulos oli arvioiden laatimishetkellä epävarma, tässä esitellyt kokonaistaloudelliset arviot perustuvat tekniseen olettamukseen, että Euroopan unioni ja Iso-Britannia käyvät 1.1.2021 alkaen kauppaa Maailman kauppajärjestön (WTO) suosituimmuuskohtelun ehtojen mukaisesti. Muut riskit liittyvät mahdollisuuteen, että vähentääkseen riippuvuuttaan ulkomaisista toimittajista maat alkavat hajauttaa globaalia hankintaansa (vahvistaakseen sen häiriönsietokykyä) ja/tai palauttaa tuotantoa kotimaahan (mikä vaikuttaisi negatiivisesti monimutkaisiin globaaleihin arvoketjuihin).*

### 1.1 Maailmantalouden ja maailmankaupan kehitys

#### **Maailmantalous elpyi vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä nopeasti ja odotettua voimakkaammin.**

Kun tartuntojen määrät asteittain vähenivät ja hillintätoimia vapautettiin, maailmantaloudessa alkoi nopea palautuminen. Talouden elpyminen erityisesti kehittyneissä talouksissa sai tukea pääasiassa yksityisestä kulutuksesta, jota myös kriisin huipussa toteutettu runsas politiikkatuki edisti. Nettovienti vaikutti positiivisesti kasvuun myös kehittyvissä markkinatalouksissa, kun ulkoinen kysyntä elpyi. Kiinassa yksityiset investoinnit olivat edelleen elpymisen keskeisin taustatekijä, mutta myös yksityisen kulutuksen vaikutus BKT:n kasvuun oli positiivinen ensimmäistä kertaa vuoden aikana. Kaiken kaikkiaan maailmantalouden BKT (ilman euroaluetta) kasvoi voimakkaammin kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa ennakoitiin.

#### **Tuoreet kyselytiedot viittaavat kasvun jatkumiseen viimeisen**

#### **vuosineljänneksen alussa, joskin kuluttajien luottamus on pysynyt heikkona.**

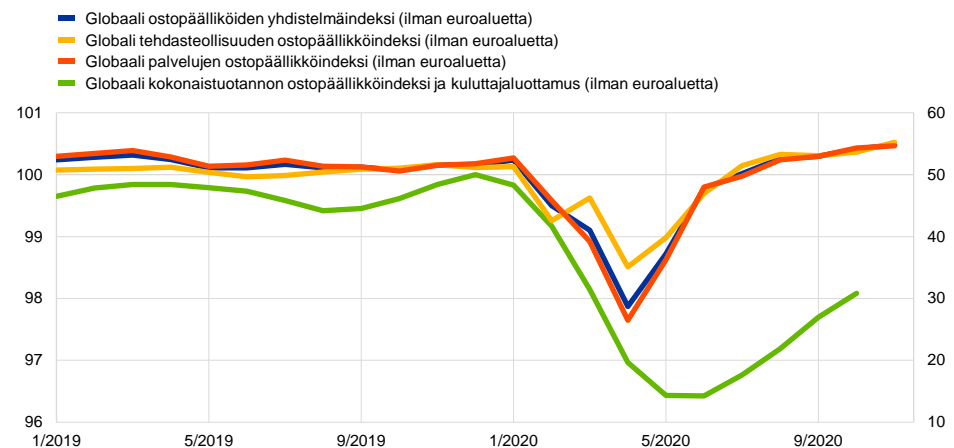
Marraskuussa globaali kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi (ilman

euroaluetta) parani edelleen 54,8 pisteeseen (lokakuun 54,1 pisteestä), kun se sai tukea sekä palvelualan että tehdasteollisuuden kohenemisestä, mikä viittaa talouden elpymisen laaja-alaistumiseen (ks. kuvio 1). Kehitys eri maissa oli epäyhtenäistä, sillä kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi nousi edelleen Yhdysvalloissa mutta laski supistumista kuvaavalle tasolle Isossa-Britanniassa ja pysyi jokseenkin ennallaan taantuma-alueella Japanissa. Kehittyvistä markkinatalouksista kokonaistuotannon ostopääällikköindeksi nousi lisää Kiinassa viitaten voimakkaaseen kasvuun, kun taas Intiassa ja Brasiliassa se heikkeni. Lähtötaso näissä maissa oli kuitenkin hyvin korkea ja indeksi jäi talouskasvun jatkumista ennakoivalle tasolle. Samaan aikaan globaali kuluttajaluottamus on pysynyt kriisiä edeltäneen tasonsa alapuolella, vaikka se onkin elpynyt vuoden 2020 toisen neljänneksen aallonpohjastaan ja viittaa verrattain vaimeaan kulutuksen elpymiseen.

### Kuvio 1

#### Globaali ostopääällikköiden yhdistelmäindeksi (PMI) ja kuluttajien luottamus

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2020 (PMI) ja syyskuulta 2020 (kuluttajien luottamus).

#### Monet epäsuotuisat tekijät, kuten erityisesti uusien koronavirustartuntojen lisääntymisen vuoksi käyttöön palautetut rajoitustoimet, varjostavat lyhyen aikavälin talousnäkyviä.

Koronavirustartuntojen uusi aalto rasittaa maailmantalouden elpymistä. Valtioiden keväällä toteuttamiin koronatoimenpiteisiin verrattuna toisen aallon toimenpiteet ovat yleisesti ottaen täsmällisemmin suunnattuja ja vähemmän taloutta häiritseviä, joskin ne vaihtelevat maittain. Viruksen leviämisen kiihtymisen odotetaan kuitenkin rasittavan talouden toimintaa erityisesti sektoreilla, joille ovat tyypillisiä runsaat kontaktit. Lisäksi valtioiden vuoden 2020 aikana jakamien väliaikaisten tukien poistuminen vuonna 2021 saattaa johtaa finanssipolitiikan äkilliseen kiristymiseen erityisesti kehittyneissä talouksissa, ellei niiden talousarvioissa vuodelle 2021 varata lisärahoitusta finanssipoliittiseen elvytykseen. Lisäksi Brexitin siirtymäajan jälkeisiin EU:n ja Ison-Britannian muun muassa palveluja koskeviin kauppasuhteisiin liittyvän kohollaan olevan epävarmuuden oletetaan rasittavan kasvunäkymiä.

#### Globaalien rahoitusolojen helpottuminen jatkui viime kuukausina, joskin volatiliiteettia esiintyi.

Maaliskuun loppupuolella alkanut riskipitoisten

omaisuuserien toipuminen keskeytyi syyskuussa, mikä liittyi koronavirustartuntojen globaaliin lisääntymiseen, Yhdysvaltojen 3.11. pidettyjen presidentinvaalien luomaan korostuneeseen epävarmuuteen ja heikkenevään todennäköisyyteen finanssipoliittisen sovun syntymisestä ennen vaaleja. Sittemmin uutiset nopeasti saataville tulevista rokotteista saivat osakehinnat maailmanlaajuiseen nousuun samalla, kun yritysten ja valtioiden lainojen riskilisät laskivat ja sijoittajien kiinnostus turvasatamasijoituksiin, kuten kultaan ja Yhdysvaltain dollarin määräisiin omaisuuseriin, heikkeni, mikä johti myös dollarin laaja-alaiseen heikkenemiseen. Yhdysvaltojen vaalien tulos myös osaltaan vähensi epävarmuutta ja tuki sijoittajien riskinottohalukkuutta. Optimismia kuitenkin hillitsi koronavirustartuntojen nopea lisääntyminen ja sulkutoimien palauttaminen. Globaalit rahoitusolot tukevat tällä hetkellä voimakkaasti kasvua niin kehittyneissä kuin kehittyvissäkin markkinatalouksissa. Ne ovat kuitenkin hyvin riippuvaiset rahapoliittisesta tuesta ja alttiit globaalille riskille.

**Globaalin BKT:n (ilman euroaluetta) arvioidaan supistuvan 3,0 % vuonna 2020 ja sitten elpyvän vuonna 2021 sekä kasvavan maltillisemmin vuosina 2022 ja 2023.** EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna arviota vuoden 2020 globaalin BKT:n kehityksestä (ilman euroaluetta) on korotettu (0,7 prosenttiyksikköä) kolmannella neljänneksellä tapahtuneen odotettua voimakkaamman elpymisen takia. Vuoden 2021 ennusteeseen sisältyy oletus rajoitusten asteittaisesta helpottamisesta sitä mukaa, kun lääketieteellisiä ratkaisuja, kuten tehokkaita rokotteita, tulee laajemmin saataville ja otetaan käyttöön väestölle. Elpymisen nopeus kuitenkin vaihtelee alueittain, ja kehittyvien markkinatalouksien ennakoidaan myötävaikuttavan voimakkaimmin globaalin BKT:n kasvuun ennustejakson aikana. Kiinan osuus pandemian jälkeisestä elpymisestä on noin puolet. Kiina onnistui pysäyttämään viruksen leviämisen varhaisessa vaiheessa ja toteutti voimakkaasti tukevaa talouspolitiikkaa, joten sen kasvu palautui pandemiaa edeltäneelle tasolle jo vuoden 2020 puolivälissä. Kiina on suurista talouksista ainoa, jonka odotetaan yltävän positiiviseen kasvuun vuonna 2020. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna globaalin BKT:n (ilman euroaluetta) arvioidaan nyt kasvavan 5,8 % vuonna 2021 ja 3,9 % vuonna 2022 (eli ensin 0,4 prosenttiyksikköä hitaammin ja sitten 0,1 prosenttiyksikköä nopeammin). Koronaviruksen aiheuttaman sokin monimutkaisen luonteen takia sen pitkän aikavälin vaikutukset maailmantalouteen ovat edelleen tuntemattomat. Erityisesti kun otetaan huomioon, että pandemia iski ankarammin työvoimavaltaisiin sektoreihin, sen pitkän aikavälin haittavaikutukset saattavat näkyä aluksi työvoiman tarjonnan heikkenemisenä mutta myös pääomakannan kautta, kuten aikaisempien finanssikriisien yhteydessä (ks. kehikko 1).

**Yhdysvalloissa koronavirustartuntojen uusi aalto ja finanssipoliittisen tuen väheneminen varjostavat lyhyen aikavälin näkymiä.** BKT:n määrä kasvoi kolmannella neljänneksellä vuositasolle laskettuna 33,1 % (7,4 % edellisestä neljänneksestä). Kasvu perustui kulutuksen ja investointien voimakkaaseen elpymiseen, mikä puolestaan heijastui tuonnin määrän voimakkaaseen kasvuun. Poikkeuksellisen voimakkaasta kasvusta huolimatta Yhdysvaltojen talouskasvu on edelleen heikompaa kuin ennen pandemiaa. Koska uusien koronavirustartuntojen ja sairaalapotilaiden määrät ovat ylittäneet aiemmat huipputasot, monissa osavaltioissa

on otettu käyttöön uusia liikkumisrajoituksia. Edellisten neljännesten aikana kerrytettyjen säästöjen purkaminen kompensoi vain osittain finanssipoliittisen elvytyksen hiipuvaa vaikutusta kotitalouksien tuloihin ja epäonnistumista uuden elvytyspaketin sopimisessa. Kulutuksen kasvun odotetaan näin ollen hidastuvan kuluvalla neljänneksellä, mihin viittaavat myös lyhyin aikaväleihin julkaistavat indikaattorit luotto- ja maksukorttien käytöstä. Työmarkkinatilanne on parantunut, mutta elpyminen on edelleen keskeneräistä. Työttömyysaste on laskenut lomautusten vähentymisen myötä, mutta uudet työpaikkailmoitukset ovat edelleen vähäisiä, mikä viittaa työllisyyden heikkoon kehitykseen lyhyellä aikavälillä. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui lokakuussa 1,2 prosenttiin syyskuun 1,4 prosentista energian hinnan laskun myötä, kun taas elintarvikkeiden hinnat pysyivät entisellä tasolla. Pohjainflaatio hidastui vähäisesti eli 1,6 prosenttiin syyskuun 1,7 prosentista, kun ydintavaroiden, kuten käytettyjen henkilö- ja kuorma-autojen, hinnat nousivat yhä voimakkaammin, mutta tämä vaikutus oli pienempi ydinpalvelujen, kuten erityisesti lääketieteellisten palvelujen, hintojen nousun hidastumisen vaikutus.

**Kiinan taloudellinen elpyminen on ollut nopeaa ja se on laajentunut myös palvelusektorille.** Toisen neljänneksen voimakkaan elpymisen (+11,7 % edellisestä neljänneksestä) jälkeen Kiinan BKT kasvoi edelleen kolmannella neljänneksellä mutta paljon maltillisemmin (+2,7 % edellisestä neljänneksestä). Loppukulutuksella oli positiivinen vaikutus kasvuun, kun taas investoinnit ovat pysyneet vahvempina osittain myös valtion infrastruktuurisijoitustuen ansiosta, joka antoi elpymiselle alkusysäyksen ensivaiheen nopean supistumisen jälkeen. Nettoviennin vaikutus oli positiivinen, mikä johtui osittain Kiinan roolista lääketieteellisten ja teknologisten tavaroiden globaalina toimittajana. Kuukausittaiset tiedot viittaavat siihen, että työllisyyden vahva kasvu jatkui viimeisellä neljänneksellä. Sekä tehdasteollisuutta että palvelutuotantoa kuvaavat ostopäääliköindeksit viittasivat paranevaan toimeliaisuuteen marraskuussa. Teollisuustuotanto on elpynyt voimakkaasti ja vähittäiskauppa vahvistui edelleen lokakuussa. Vuotuinen kokonaisinflaatio hidastui lokakuussa 0,5 prosenttiin edelliskuun 1,7 prosentista lähinnä elintarvikkeiden hintojen laskun takia.

**Japanissa kotimainen ja ulkoinen kysyntä tukivat talouden elpymistä, mutta kasvun voi odottaa hidastuvan koronavirustartuntojen lisääntymisen takia.** BKT kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä 5,3 % (edellisestä neljänneksestä). Erityisesti kotimarkkinoiden hillintätoimenpiteiden keventäminen, voimakas politiikkavaste ja ulkoisen kysynnän elpyminen tukivat yksityistä kulutusta ja vientiä, kun taas investoinnit pysyivät vaimeina koholla pysyttelevän epävarmuuden takia. Elpymisen odotetaan jatkuvan, joskin maltilliseen tahtiin. Tämä johtuu jossain määrin uusien tartuntojen viimeaikaiseen kasvuun liittyvistä huolista. Japanin keskuspankki ilmoitti erityisestä talletusmahdollisuudesta alueellisen rahoitusjärjestelmän vahvistamiseksi ja hallitus julkisti vastikään kolmannen lisätalousarvion vuodelle 2020; näiden odotetaan tukevan kasvua jossain määrin tulevilla neljänneksillä. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui lokakuussa edelleen -0,4 prosenttiin syyskuun 0 prosentista, joskin se johtui pääasiassa satunnaisista tekijöistä, kuten lokakuussa 2019 toteutetun arvonlisäveron korotuksen vaikutuksen hiipumisesta.

**Isossa-Britanniassa talouden elpyminen horjuu palautettujen sulkutoimien takia.** Talous elpyi kolmannella neljänneksellä (15,5 % edellisestä neljänneksestä), kun se sai tukea kulutuksen vahvasta elpymisestä, vaikka nettoviennin kasvuvaikeus oli negatiivinen. Kasvutrendi näyttäisi kuitenkin olevan taantuneena. Viimeaikaiset kyselyt viittaavat kasvun merkittävään hidastumiseen, joka alkoi elokuussa ja jatkui jopa ennen marraskuussa alkanutta, kuukauden mittaista valtakunnallista sulkua ei-välttämättömillä vähittäiskaupan, ravitsemispalvelujen, majoituksen ja vapaa-ajan palvelujen aloilla (jotka muodostavat noin 12 % talouden arvonlisäyksestä). Vaikka nämä toimenpiteet rajoittavat taloudellista toimeliaisuutta vähemmän kuin keväällä toteutetut sulkutoimet, kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi putosi marraskuussa jälleen supistumista kuvaavalle tasolle.

Samaan aikaan vasisut työmarkkinanäkymät hillitsevät kulutusta ja jälkeisiin kauppasuhteisiin muun muassa palvelujen osalta liittyvä epävarmuus jarruttaa yksityisiä investointeja. Ottaen huomioon, että eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudelliset arviot viimeisteltiin ennen viimeaikaista Brexit-sopimuksen solmimista, arvioiden teknisenä tausta-oletuksena on, että Ison-Britannian ja EU:n välisessä kauppasuhteessa päädytään 1.1.2021 Maailman kauppajärjestön (WTO) suosituimmuuskohtelun ehtoihin. Erityisesti Ison-Britannian tuontiin vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä arvioidaan liittyvän jonkin verran varastojen kerryttämistä, joka sitten purkautuu alkuvuonna 2021. Inflaatio kiihtyi lokakuussa hieman odotettua voimakkaammin, ja vuotuinen kuluttajainflaatiovauhti kiihtyi 0,7 prosenttiin edelliskuun 0,5 prosentista. Kiihtyminen johtui tavaroiden hintojen muutoksen palautumisesta positiiviselle alueelle, kun taas vuotuinen palveluhintainflaatio pysyi ennallaan 1,4 prosentissa. Myös kuluttajahintojen pohjainflaatio kiihtyi hieman ja oli 1,5 %.

**Keski- ja Itä-Euroopan maiden talouden elpymisen odotetaan keskeytyvän pandemiatilanteen pahenemisen vuoksi.** BKT:n määrä alueella kasvoi voimakkaasti kolmannella neljänneksellä, kun tuotanto normalisoitui rajoitustoimien vapauttamisen myötä. Pandemia on kuitenkin jälleen kiihtynyt koko alueella, ja päivittäiset uudet tartuntaluvut ovat nousseet suuremmiksi kuin ensimmäisessä aallossa. Sulkutoimien tiukkuusindikaattorit ovat kiristyneet useimmissa Keski- ja Itä-Euroopan maissa, joten elpymisen odotetaan jatkuvan vaimeana alkuvuoteen 2021 saakka. Sen jälkeen rajoitusten ja terveyshuolien helpottamisen odotetaan virkistävän kasvua, jota tuetaan myös vahvalla finanssi- ja rahapolitiikalla. Talouskasvun odotetaan pysyvän loppuvuoden 2019 tasoa heikompana alkuvuoteen 2022 saakka.

**Suurten raaka-aineiden viejämaiden talouden elpymisestä odotetaan hidasta, koska tartuntamäärät ovat edelleen suuria ja finanssipoliittiseen tukeen on varaa entistä vähemmän.** Venäjän talouden odotetaan elpyneen kolmannella neljänneksellä talouspolitiikan tuen ja parantuneen tartuntojen hallinnan myötä. Myös OPEC+:n<sup>1</sup> tuotantoleikkausten väliaikainen kevennys on tukenut öljyntuotantoa, ja keskeisten kauppakumppanien kasvun elpymisen on vauhdittanut energian vientiä. Koska kuitenkin tartuntojen määrä on taas nousussa, talouskasvun voi odottaa

<sup>1</sup> OPEC+ tarkoittaa öljyntuottajamaiden järjestön (OPEC) ja Venäjän johtamaa öljyntuottajien liittoutumaa.

hidastuvan viimeisellä vuosineljänneksellä. Brasilian talous on elpynyt raha- ja finanssipoliittisilla tukitoimilla, jotka kuuluivat Latinalaisen Amerikan voimakkaimpiin. Koronavirustartuntojen määrä on kuitenkin pysynyt korkeana. Vaikka rajoitustoimien rajallinen käyttöönotto vähensi alkusokin taloudellisia vaikutuksia, se voimisti itse pandemian vakavuutta. Korkea tartuntatapausten määrä ja rajallinen finanssipoliittinen elvytysvara jarruttavat jatkossa myös investointeja ja kulutusta sekä viime kädessä talouden elpymistä, joten lyhyen ja keskipitkän aikavälin kasvusta odotetaan maltillista.

#### **Turkissa koronaviruksen aiheuttama taloudellinen isku oli voimakas mutta lyhytaikainen, ja nyt tehdasteollisuuden elpyminen johtaa talouden elpymistä.**

Talouden voimakas kasvu kolmannella neljänneksellä (15,6 % edellisestä neljänneksestä) heijastelee vahvaa yksityistä kulutusta ja investointeja erittäin suotuisten rahoitusolojen vallitessa. Tehdasteollisuussektori toimii elpymisen veturina, joskin myös palveluala on virkistynyt merkittävästi kriisin pahimman vaiheen syvästä aallonpohjastaan. Kaiken kaikkiaan Turkin talouskasvu on palautunut pandemiaa edeltäneelle tasolle. Kasvun (erityisesti luottovetoisen yksityisen kulutuksen) arvioidaan kuitenkin maltillistuvan sitä mukaa, kun talouspoliittista tukea asteittain kevennetään.

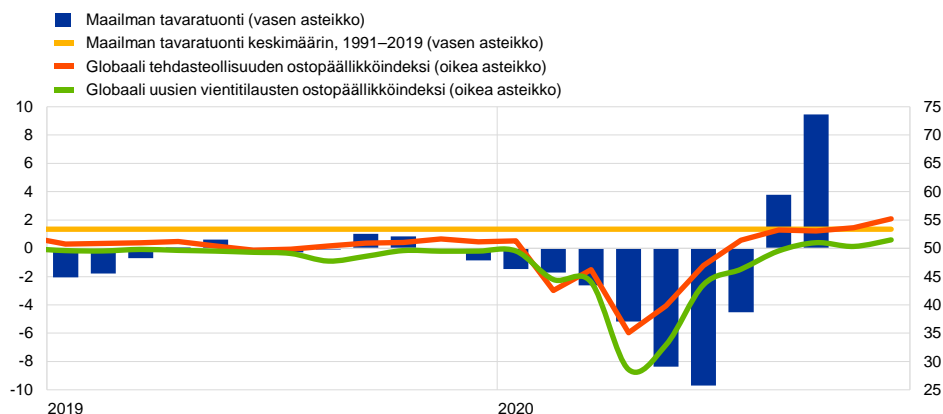
#### **Maailmankauppa (ilman euroaluetta) elpyi niin ikään voimakkaasti kolmannella vuosineljänneksellä, ja sen kasvun odotetaan maltillistuvan viimeisellä neljänneksellä.**

Maailman tavaratuonti (ilman euroaluetta) kasvoi syyskuussa 3,4 % edellisestä kuukaudesta, jolloin se oli kasvanut 1,9 %. Kaiken kaikkiaan nämä tiedot vahvistavat käsityksen maailmankaupan vankasta 9,4 prosentin elpymisestä kolmannella neljänneksellä edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli supistunut voimakkaasti (-9,7 % edellisestä neljänneksestä) (ks. kuvio 2). Voimakas elpyminen kolmannella neljänneksellä heijasteli talouden elpymisen rakennetta ja globaalien arvoketjujen toiminnan paranemista, mutta palvelujen kauppa jarruttaa edelleen maailmankaupan elpymistä, koska muutama sektori (kuten turismi) on romahtanut koronavirussokin takia. Kyselytutkimukset viittaavat kasvun jatkumiseen viimeisellä vuosineljänneksellä, joskin aiempaa maltillisempänä. Tehdasteollisuuden uusia vientitilauksia koskeva globaali ostopäälikkoindeksi (ilman euroaluetta), joka korreloi voimakkaasti maailmankaupan kanssa, nousi marraskuussa 51,5 pisteeseen lokakuun 50,3 pisteestä.

## Kuvio 2

### Kyselyt ja tavaroiden maailmankauppa (ilman euroaluetta)

(Vasen asteikko: vuotuisen prosentimuutoksen kolmen kuukauden liukuva keskiarvo; oikea asteikko: diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ostopääällikkökyselyn tuloksista ovat marraskuulta 2020 ja globaalia tavaratuonnista syyskuulta 2020. Indeksit ja tiedot viittaavat globaaleihin kokonaismääriin ilman euroaluetta.

### Vuonna 2020 maailmankauppa (ilman euroaluetta) supistuu 9,2 %. Vuonna 2021 sen arvioidaan elpävän ja kasvavan sitten maltillisemmin vuosina 2022–2023.

Globaalin tuonnin (ilman euroaluetta) voimakas supistuminen vuonna 2020 talouskasvuun verrattuna johtuu sen myötäsyklisyydestä erityisesti talouden taantumien aikana. Koronaviruspandemiaan liittyvät rajoitustoimet aiheuttivat tilapäisiä häiriöitä maailmanlaajuisiin toimitusketjuihin ja kasvattivat kaupan kustannuksia, mikä myös heikensi maailmankauppaa vuoden 2020 alkupuoliskolla. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna arviota vuoden 2020 maailmankaupan kasvusta (ilman euroaluetta) on korotettu (+4,5 prosenttiyksikköä) lähinnä kolmannella neljänneksellä tapahtuneen odotettua voimakkaan elpymisen takia. Sen myötä globaali tuonti nousi EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisia arvioita korkeammalle tasolle kaventaen kuilua suhteessa koronavirusta edeltäneeseen oletuskasvu-uraan, joskaan tästä huolimatta elpyminen ei ole vielä täydellistä. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisissa arviossa maailmankaupan odotetaan kasvavan 7,1 % vuonna 2021, 3,9 % vuonna 2022 ja 3,4 % vuonna 2023. Euroalueen vientikysynnän arvioidaan supistuvan 10,7 % vuonna 2020 mutta kasvavan sitten 6,6 % vuonna 2021, 4,1 % vuonna 2022 ja 3,4 % vuonna 2023.

**Maailman talousnäkyymiin liittyy edelleen useita riskejä, joskin niitä pidetään nyt kokonaisuutena aiempaa lievempinä.** Koska terveyskriisin lopullisen ratkaisun ajankohtaan liittyvä epävarmuus varjostaa edelleen maailmantaloutta, eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioiden perusskenaariota on täydennetty kahdella vaihtoehtoisella skenaariolla<sup>2</sup> – lievällä ja ankaralla. Näiden skenaarioiden voi katsoa muodostavan havainnollisen vaihteluvälin perusskenaarion ympärille. Uutiset tehokkaiden rokotteiden kehityksestä ovat vahvistaneet luottamusta siihen, että pandemia saadaan kuriin, ja ankaran skenaarion toteutuminen on yhä epätodennäköisempää. Koronaviruspandemia on paljastanut,

<sup>2</sup> Ks. lisätietoja eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioihin (joulukuun 2020) sisältyvästä kehikosta ”Euroalueen talousnäkyymiä koskevat vaihtoehtoiset skenaariot”.

miten riippuvaisia monet maat ovat ulkomaisista tavarantoimittajista. Jatkossa hankintoja saatetaan hajauttaa globaalisti useammalle toimittajalle häiriönsietokyvyn parantamiseksi ja/tai palauttaa tuotantoa kotimaahan, mikä vaikuttaisi haitallisesti maailmanlaajuisiin monimutkaisiin arvoketjuihin.

## 1.2 Maailmanlaajuinen hintakehitys

**Öljyn hinta on noussut lähes 25 % syyskuun puolivälistä.** Kesällä voimakkaasti noussut öljyn hinta vakaantui syys-lokakuussa. Öljyn hinta on jälleen noussut marraskuun alusta lähtien, kun globaalien rahoitusmarkkinoiden kehityssuunta koheni sitä mukaa, kun vahvistuvat näkymät useiden rokotteiden saamisesta käyttöön lisäsivät todennäköisyyttä paluusta normaaliin vuoden 2021 mittaan. Tästä huolimatta Kansainvälinen energiajärjestö (IEA) tai OPEC eivät odottaneet merkittävää öljyn kysynnän kasvua ennen loppuvuotta 2021. Itse asiassa IEA odottaa öljyn kysynnän elpymisen hidastuvan vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä uusien koronavirustartuntojen maailmanlaajuisen kasvun myötä. Öljyn hinta oli maaliskuusta lähtien contango-tilanteessa (eli tulevien toimitusten hinta on spot-hintaa korkeampi) joulukuun alkuun saakka, jolloin hintakäyrä painui laskevaksi.

### **Globaali inflaatio pysyy vaimeana heikon globaalien kysynnän myötä.**

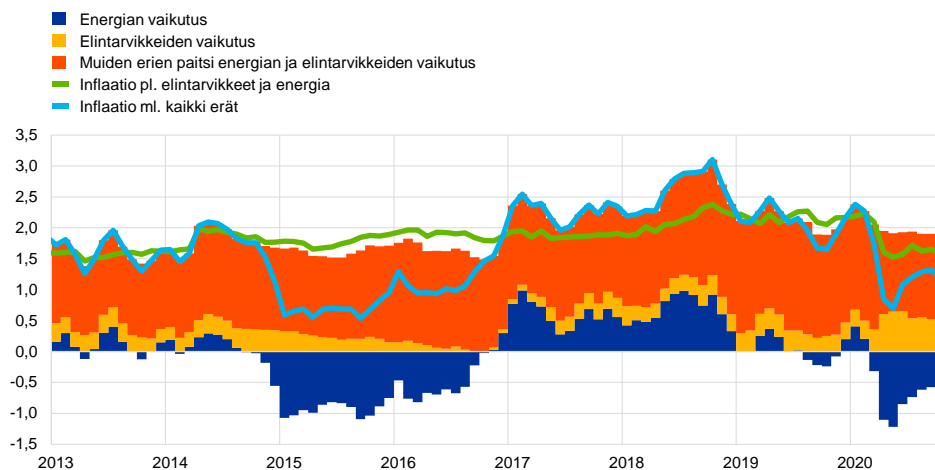
Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui lokakuussa hieman eli 1,2 prosenttiin. Elintarvikehintojen inflaatio pysyi vakaana 3,6 prosentissa, mutta energian hinnan negatiivinen kontribuutio kokonaisinflaatioon kasvoi. OECD:n vuotuinen kuluttajahintainflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja hidastui lokakuussa 0,1 prosenttiyksikköä ja oli 1,6 %. Kehittyneistä maista vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui Yhdysvalloissa ja painui Japanissa negatiiviseksi (-0,4 %) mutta nousi Isossa-Britanniassa ja Kanadassa. Keskeisistä OECD:n ulkopuolisista kehittyvistä markkinatalouksista vuotuinen kokonaisinflaatio kiihtyi lokakuussa Venäjällä, Intiassa ja erityisen voimakkaasti Brasiliassa mutta hidastui Kiinassa.



### Kuvio 3

#### OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaiikutukset prosenttiyksiköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2020.

**Globaalien inflaationäkymien odotetaan pysyvän heikkoina, joskin kysynnän elpyminen saattaa tukea jatkossa hintakehitystä.** Elpymisen rakenne vastedes on keskeinen globaalia inflaatiota määrittävä tekijä. Vaikka patoutunut kysyntä saattaa tukea elpymistä ja kiihdyttää inflaatiota, tarjontarajoitteet voivat purkautua nopeastikin ja siten aiheuttaa inflaation hidastumispaineita. Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen (kansallisissa valuutoissa mitattuna) odotetaan elyvän vuoden 2021 alussa. Tällaisen kehityksen odotus perustuu globaalin talousympäristön paranemiseen ja hyödykkeiden hintojen elpymiseen huhtikuun 2020 aallonpohjistaan, joskin tuottajahintojen vaikutuksesta odotetaan negatiivista maailmantaloudessa olevan käyttämättömän kapasiteetin takia. Euroalueen kilpailijoiden vientihintainflaation arvioidaan palautuvan pitkän aikavälin keskiarvoonsa vuoden 2022 alun vaiheilla.

## 2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

*Tarkastelujaksolla (10.9.–9.12.2020) eoniakoron eli euroalueen yön yli -luottojen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaavassa käyrässä oli hieman heilahtelua, mutta se pysyi kaiken kaikkiaan ennallaan. Käyrän kehitys heijastelee toisaalta huolta koronaviruksen nopeasta leviämisestä Euroopassa ja toisaalta rokotteita koskevia positiivisia uutisia. Koska käyrä on vain hieman laskeva lyhyissä maturiteeteissa, markkinaosapuolet eivät sen perusteella vaikuta odottavan ohjauskorkojen laskevan lähitulevaisuudessa. Valtioiden pitkien joukkolainojen korkoerot supistuivat euroalueella, kun raha- ja finanssipoliittisten tukitoimien odotettiin edelleen jatkuvan ja riskihalukkuus lisääntyi maailmanlaajuisesti erityisesti rokotetestien onnistumista koskevien uutisten myötä. Riskipitoisten sijoituskohteiden hinnat puolestaan nousivat. Valuuttamarkkinoilla kauppapainotteinen euron kurssi laski hieman.*

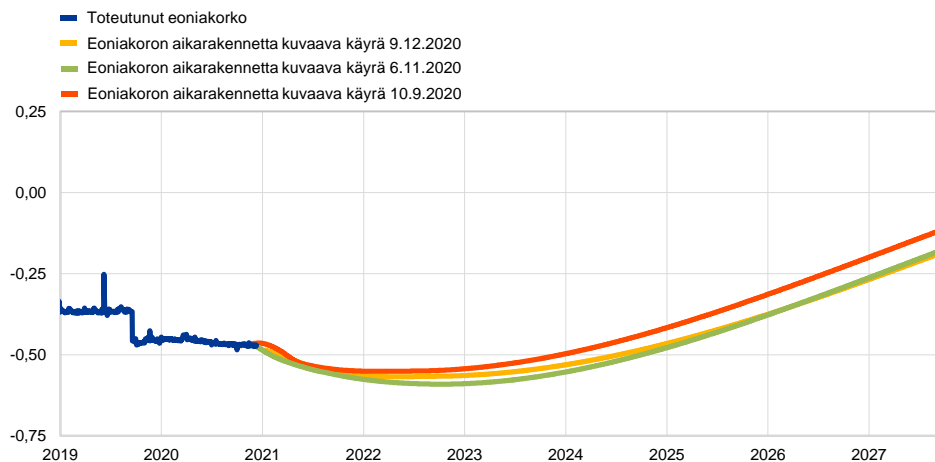
**Tarkastelujaksolla eoniakorko oli keskimäärin -0,46 prosenttiyksikköä ja EKP:n uusi lyhyt €STR-viitekorko keskimäärin -0,55 prosenttiyksikköä.**<sup>3</sup> Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi 475 miljardia euroa ja oli noin 3 456 miljardia euroa. Tärkeimmät tekijät muutoksen taustalla olivat pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) ja omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) jaettu likviditeetti sekä syyskuussa toteutettu kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) kolmas sarja.

**Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä pysyi pääosin ennallaan tarkastelujakson alkuun nähden (ks. kuvio 4).** Tarkastelujakson aikana käyrässä näkyi kuitenkin selviä vaihteluita. Käyrän laskun jyrkkeneminen tarkastelujakson ensimmäisellä osalla kuvasti huolta koronaviruksen nopeasta leviämisestä Euroopassa, mutta käyrä tasaantui 9.11., kun ensimmäinen monista positiivisista rokoteuutisista julkaistiin, ja on sen jälkeen pysynyt jokseenkin muuttumattomana. Käyrän pohjalukema, joka on 0,10 prosenttiyksikköä alempi kuin nykyinen -0,47 prosenttiyksikön eoniakorko, liittyy huhtikuuhun 2022. Käyrän perusteella vaikuttaa siis, että markkinoilla ei ole hinnoiteltu ohjauskorkojen laskemista aivan lähitulevaisuudessa. Lisäksi kyselytutkimukset ja malleihin perustuvat tulokset viittaavat siihen, että markkinaosapuolet odottavat lyhyiden riskittömien korkojen pysyvän ennallaan lähikuukausina.

<sup>3</sup> Eoniakoron laskentamenetelmää muutettiin 2.10.2019 siten, että eonia on €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä. Ks. Talouskatsauksen 7/2019 kehikko "Goodbye EONIA, welcome €STR!".

## Kuvio 4 Eonitermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

### Valtion pitkien joukkolainojen tuotot laskivat huomattavasti euroalueella.

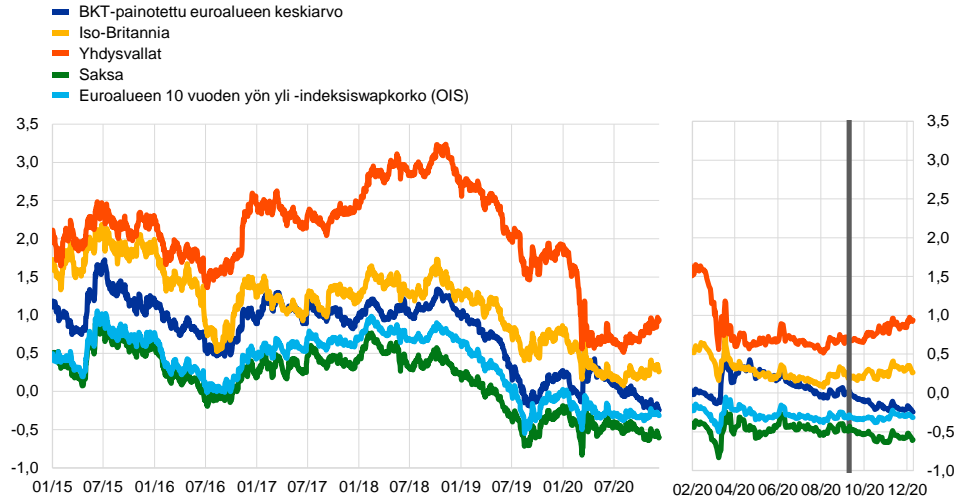
**Yhdysvalloissa ne sen sijaan nousivat selvästi (ks. kuvio 5).** Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo kääntyi negatiiviseksi, sillä se laski 0,27 prosenttiyksikköä -0,25 prosenttiin. Yhdysvalloissa valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot puolestaan nousivat 0,26 prosenttiyksikköä 0,94 prosenttiin. Euroalueen ja Yhdysvaltain kehityksen eroavaisuudet kuvastavat entistä suurempia odotuksia siitä, että EKP lisää PEPP-ohjelman ostoja. Todennäköisesti euroalueen valtionlainojen tuottojen laskun taustatekijänä olivat myös NGEU (Next Generation EU)- ja SURE (Support to Mitigate Unemployment Risks) -ohjelmat, jotka paransivat jäsenvaltioiden talouskasvun ja julkisen talouden näkymiä ja riskinottohalukkuutta ja siten vaikuttivat tuottoerojen supistumiseen<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Tarkastelujaksolla toteutettiin Euroopan komission SURE-joukkolainaohjelman viisi ensimmäistä liikkeeseenlaskua, joiden maturiteetit olivat 5–30 vuotta ja kokonaisvolyymi 39,5 miljardia euroa. Kysyntä oli ennätysellinen, ja liikkeeseenlaskut ylimerkittiin yli kymmenkertaisesti.

## Kuvio 5

### Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

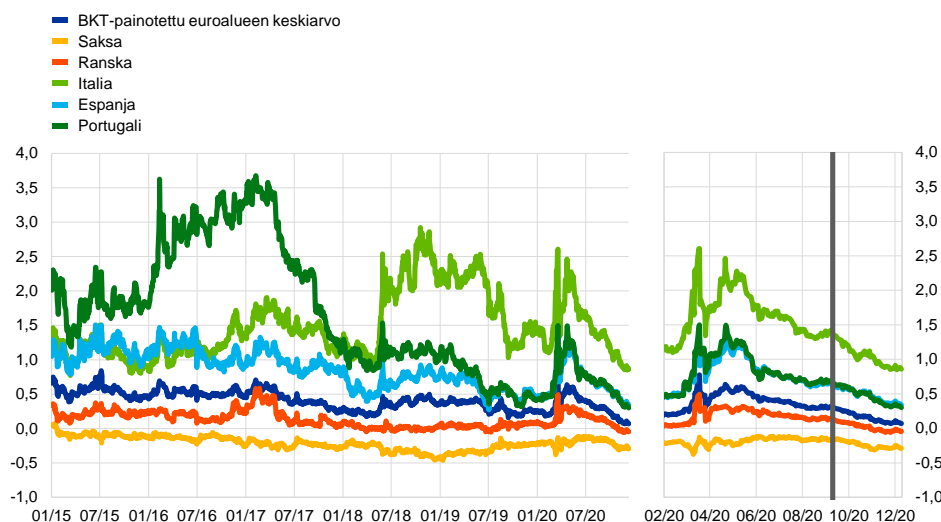
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.9.2020. Tuoreimmat havainnot 9.12.2020.

**Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin (overnight index swap, OIS) supistuivat entisestään, kun raha- ja finanssipoliittisten tukitoimien odotettiin jatkuvan ja riskinottohalukkuus kasvoi maailmanlaajuisesti (ks. kuvio 6).** Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuottoero laski 0,24 prosenttiyksikköä 0,07 prosenttiin eli pandemiaa edeltäneitä lukemia alhaisemmalle tasolle. Lasku oli erityisen selvää Italiassa, missä tuottoero supistui 0,50 prosenttiyksikköä 0,86 prosenttiin, Portugalissa (0,36 prosenttiyksikköä 0,30 prosenttiin) ja Espanjassa (0,30 prosenttiyksikköä 0,34 prosenttiin). Tuottoeron supistuminen oli vähäisempää Ranskassa (0,19 prosenttiyksikköä -0,05 prosenttiin) ja Saksassa (0,15 prosenttiyksikköä -0,29 prosenttiin).

## Kuvio 6

Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot euroalueen yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.9.2020. Tuoreimmat havainnot 9.12.2020.

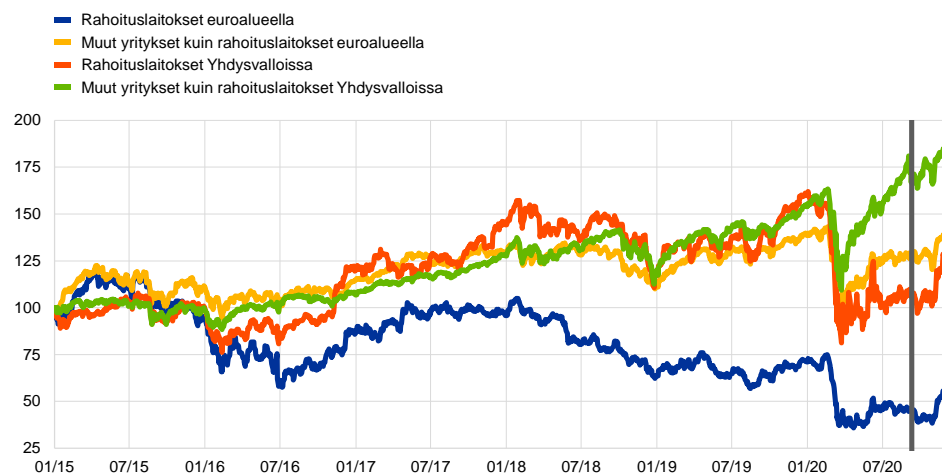
**Euroalueella ja Yhdysvalloissa osakehinnat pysyttelivät suuren osan tarkastelujaksosta jokseenkin vakaina pandemian kiihtymisestä huolimatta ja nousivat sitten huomattavasti rokoteutisten vaikutuksesta (ks. kuvio 7).**

Osakehinnat saivat tukea lyhyen aikavälin tulosodotusten jatkuvasta kohenemisestä. Pitkän aikavälin tulosennusteita sen sijaan tarkistettiin alaspäin, mikä kuvasti makrotalouden heikkenemisen riskejä ja pandemian mahdollisia pitempiaikaisia haittoja taloudelle. Marraskuun alusta eli ensimmäisistä rokoteutisista lähtien riskinottohalukkuus alkoi elpyä, mikä vähensi osakkeiden riskipreemiota ja tuki osakehintoja. Kaiken kaikkiaan rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten osakehinnat nousivat euroalueella 9,2 % ja Yhdysvalloissa 10,0 %. Pankkien osakehinnat hyötyivät onnistuneista rokotetesteistä koskevista uutisista enemmän, ja pankkiosakeindeksit euroalueella nousivat 23,1 % ja Yhdysvalloissa 21,9 %. Nousun myötä pankkiosakkeet osittain palautuivat rahoitussektorin ulkopuolisia yrityksiä suuremmasta kurssilaskusta, josta pankit olivat kärsineet pandemian alettua.

## Kuvio 7

### Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.9.2020. Tuoreimmat havainnot 9.12.2020.

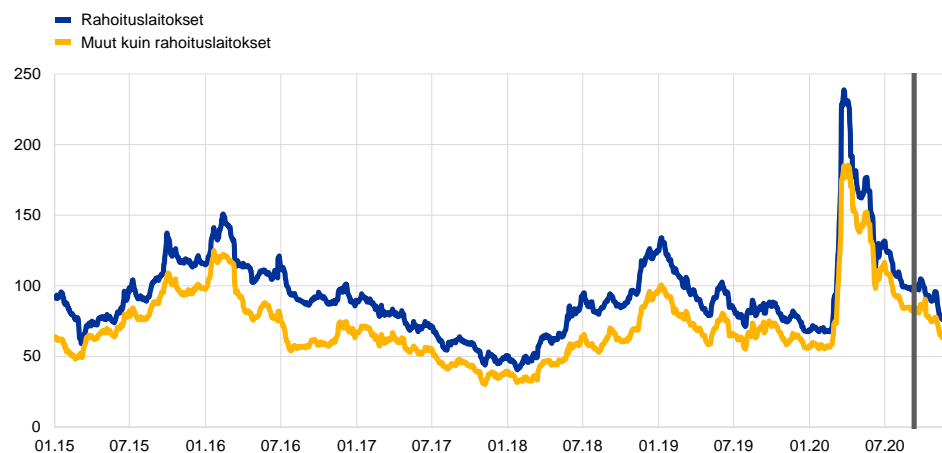
### **Yritysten liikkeeseenlaskemien investointiluokkaan kuuluvien joukkolainojen tuottoero supistui koko tarkastelujakson aikana ja erityisen voimakkaasti ensimmäisten onnistuneita rokotetestejä koskevien uutisten tultua julkisuuteen (ks. kuvio 8).**

Rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten liikkeeseenlaskemien investointiluokkaan kuuluvien joukkolainojen tuottoero riskittömään korkoon nähden pieneni 0,25 prosenttiyksikköä, ja rahoitussektorin yrityksillä vastaava tuottoero pieneni 0,30 prosenttiyksikköä. Noin 0,05 prosenttiyksikön lasku nähtiin 9.11., jolloin markkinoille kantautuivat ensimmäiset uutiset onnistuneista rokotetesteistä. Kaiken kaikkiaan tuottoerojen kaventuminen kuvastaa pienenevää joukkolainojen lisäriskipreemiota, eli sitä yritysten joukkolainojen tuottoeron komponenttia, jota pääosin vakaina pysyneet perusindikaattorit (luottoluokitukset ja maksukyvyttömyyden todennäköisyys) eivät selitä. Vaikka yritysten joukkolainojen tuottoero on edelleen kaventunut huomattavasti, se on jonkin verran koronaviruspandemiaa edeltänyttä tasoa suurempi. Myös yritysten high yield -luokan joukkolainojen tuottoero supistui huomattavasti tarkastelujakson aikana.

## Kuvio 8

### Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: Lähteet: Markit iBoxx -indeksit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on omaisuuserien vaihtosopimusten tuottoero riskittömään korkoon nähden. Indeksiin sisältyvät joukkolainat kuuluvat investointiluokkaan, ja niillä on eri maturiteetteja (kuitenkin vähintään yksi vuosi juoksu-aikaa jäljellä). Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.9.2020. Tuoreimmat havainnot 9.12.2020.

### Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi heikkeni

**hieman (ks. kuvio 9).** Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa

euroalueen 42 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni

tarkastelujaksolla 0,3 %, joskin se oli vain 1,9 % alempana kuin kaikkien aikojen

korkein joulukuun 2008 kurssi. Euron kahdenvälinen kurssi vahvistui edelleen

Yhdysvaltain dollariin nähden selvästi (2,2 %), kun dollarin kurssi jatkoi yleisesti

heikkenemistään riskinottohalukkuuden kohentuessa. Euron kurssi vahvistui hieman

myös Japanin jeniin nähden (0,2 %), mutta pysyi pääosin ennallaan Sveitsin frangiin

nähden. Sen sijaan euron kurssi heikkeni Englannin puntaan nähden (1,7 %) sekä

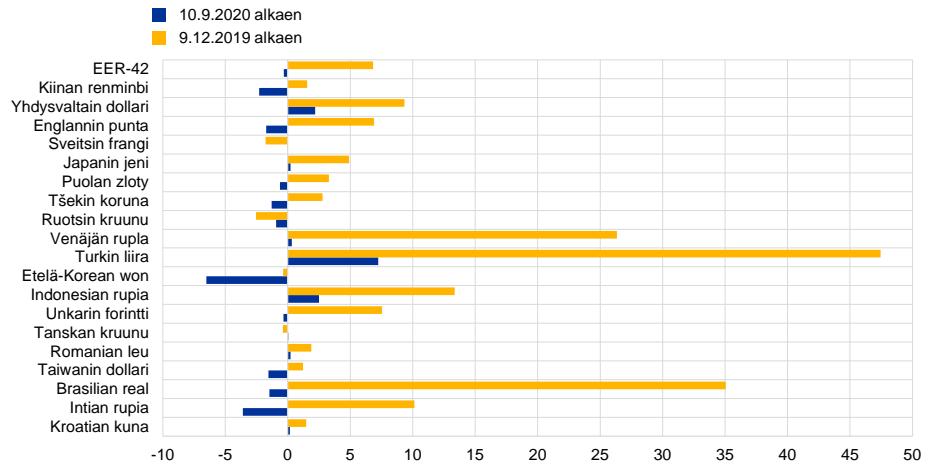
useimpien keskeisten kehittyvien markkinatalouksien valuuttoihin nähden, erityisesti

Kiinan renminbiin (2,3 %) ja Etelä-Korean woniin nähden (6,5 %).

## Kuvio 9

### 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 9.12.2020 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.



### 3 Talouskehitys euroalueella

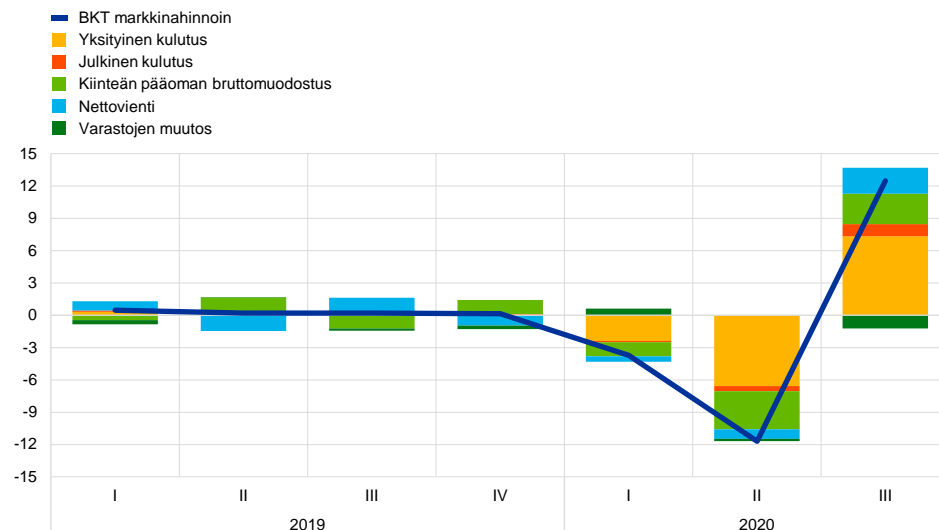
*Euroalueen BKT kasvoi vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä peräti 12,5 % edellisestä neljänneksestä. Euroalueen talouskasvu sai tukea kaikkien kysyntäerien voimakkaasta elpymisestä, kun koronaviruspandemian rajoitustoimia alettiin purkaa toukokuusta 2020 alkaen. Tämä näkyi yksityisen kulutuksen, investointien ja nettoviennin positiivisena kontribuutiona BKT:n kasvuun. BKT:n määrä vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä oli kuitenkin 4,4 % pienempi kuin ennen pandemiaa vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä. Tuoreimmat tiedot talouden kehityksestä, kyselytiedot ja lyhyin aikavälein julkaistavat indikaattorit mukaan lukien, viittaavat talouskasvun merkittävään, joskin toiseen vuosineljännekseen verrattuna paljon lievempään hidastumiseen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Tämä johtuu pandemian voimakkaasta nousukäänteestä ja välttämättömien uusien hillintätoimien käyttöönotosta lokakuun puolivälistä alkaen, mikä vaikutti erityisesti palvelualaan. Vaikka BKT:n arvioidaan supistuneen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä, näkymät vuodelle 2021 ja siitä eteenpäin riippuvat tiiviisti pandemian kehityksestä ja koronarokotteiden käyttöönotosta. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioissa euroalueen BKT:n arvioidaan supistuvan 7,3 % vuonna 2020 ja kasvavan 3,9 % vuonna 2021 sekä 4,2 % vuonna 2022 ja 2,1 % vuonna 2023. Vuoden 2020 BKT-kasvu on nyt arvioitu 0,7 prosenttiyksikköä nopeammaksi, vuoden 2021 kasvu 1,1 prosenttiyksikköä hitaammaksi ja vuoden 2022 kasvu 1,0 prosenttiyksikköä nopeammaksi kuin syyskuussa 2020 julkaistuissa arvioissa, ja näin ollen talouskasvu palautuisi keskipitkällä aikavälillä jokseenkin syyskuun arvioiden peruskenaarion tasolle. Vaikka arvioitua hitaamman lyhyen aikavälin talouskasvun riskit ovat vähentyneet rokotteiden odotetun käyttöönoton myötä, riskit kuitenkin painottuvat edelleen hitaamman kasvun suuntaan pandemian talouskasvuun ja rahoitusmarkkinoihin liittyvien vaikutusten takia.*

**Euroalueen kasvu elpyi voimakkaasti vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä, mutta sen arvioidaan hiipuneen jälleen viimeisellä vuosineljänneksellä.** BKT kasvoi vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä 12,5 % edellisestä neljänneksestä, kun se elpyi osittain vuoden alkupuoliskon kumulatiivisesta 15,0 prosentin romahduksesta (ks. kuvio 10). BKT:n määrä vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä oli 4,4 % pienempi kuin ennen pandemiaa vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä. Kotimaisen kysynnän vaikutus talouskasvuun oli positiivinen, kun taas varastojen muutoksen vaikutus oli hieman negatiivinen. Myös ulkoisen sektorin kehitys tuki euroalueen kasvua, sillä nettoviennin kasvuvaikeus vaikutus oli positiivinen. Kun kunkin kysyntäerän tuonti-intensiteetti otetaan huomioon, ulkoisten tekijöiden vaikutus kasvuun oli vuonna 2020 erityisen voimakas (ks. kehikko 4). Tuotantopuolella kasvun elpymisen kolmannella neljänneksellä oli sekä tehdasteollisuuden että palvelujen varassa. Eri toimialojen kehitys oli kuitenkin huomattavan erilaista. Tämä koski erityisesti palveluja, joiden tuotanto oli kokonaisuutena merkittävästi pandemiaa edeltänyttä tasoaan heikompi.

## Kuvio 10

### Euroalueen BKT:n määrä ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos ja neljännesvuotuiset kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä.

### Työmarkkinatilanne parani jonkin verran kolmannella neljänneksellä

**talouskasvun voimakkaan elpymisen tuella.** Työllisyys kasvoi vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä 1,0 %, kun se oli edellisellä neljänneksellä supistunut 3,0 % (ks. kuvio 11). Tästä parannuksesta huolimatta työllisten määrä oli vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä 2,2 % vähäisempi kuin vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä. Tehdyillä työtunneilla oli edelleen tärkeä vaikutus euroalueen työmarkkinoiden sopeutumiseen. Tehtyjen työtuntien määrä kasvoi 14,8 % kolmannella neljänneksellä, kun se oli toisella neljänneksellä supistunut 13,6 %, mutta se pysyi 4,6 % pienempänä kuin vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä. Työttömyysaste oli lokakuussa 8,4 % eli hieman pienempi kuin heinäkuussa ollut 8,7 % ja noin 1,2 prosenttiyksikköä korkeampi kuin helmikuussa ennen pandemiaa. Työpaikkojen säilyttämiseen tähtäävät järjestelyt tukivat edelleen työmarkkinoita. Näiden järjestelyjen arvioitiin koskevan noin viittä prosenttia työvoimasta lokakuussa, kun huhtikuussa vastaava osuus oli noin 18 %, mutta osuus on kääntynyt taas nousuun joissakin maissa viimeaikaisten sulkutoimien myötä.<sup>5</sup>

### Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit ovat elpyneet osittain mutta antavat

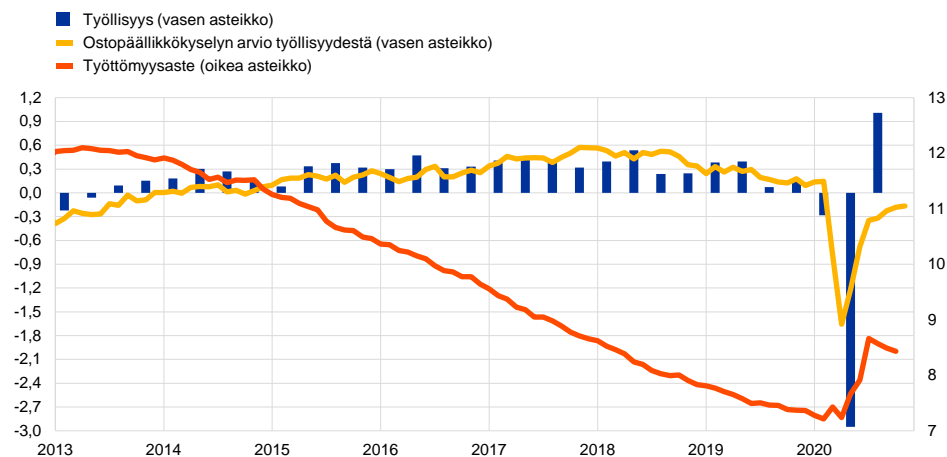
**edelleen epäyhtenäisiä viitteitä.** Työllisyyttä kuvaava ostopäälliköiden indeksi (PMI) nousi marraskuussa marginaalisesti 48,3 pisteeseen lokakuun 48,2:sta. Mittari on elpynyt merkittävästi huhtikuusta, jolloin se oli alimmillaan koko historiansa aikana. Indeksien nykyinen taso kuitenkin viittaa edelleen laskevaan työllisyyteen, ja sitä voi pitää varhaisena merkinä vaihtelevasta työllisyysnäkymistä lähitulevaisuudessa.

<sup>5</sup> Ks. tämän Talouskatsausartikkelin artikkeli ”The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market”.

## Kuvio 11

### Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääallikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyys

(prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä; diffuusioindeksi; prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat

Huom. PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2020 kolmannella neljännekseltä, PMI-indeksistä marraskuulta 2020 ja työttömyysasteesta lokakuulta 2020.

### Kolmannella vuosineljänneksellä peräti 14,0 % elpynyt yksityinen kulutus alkoi viimeisellä neljänneksellä taas horjua.

Siinä missä autojen rekisteröinnit olivat lokakuussa lähellä pandemiaa edeltänyttä tasoaan (-4,1 % vuodentakaisesta), vähittäiskauppa kasvoi lokakuussa 1,5 % edellisestä. Näissä luvuissa ei todennäköisesti vielä näy lokakuun puolivälissä jälleen aloitettujen hillintätoimien vaikutusta. Sitä vastoin kuluttajien luottamus jatkoi laskuaan marraskuussa, jolloin se oli -17,6, kun kolmannen vuosineljänneksen keskiarvo oli -14,5. Joissakin euroalueen maissa kestokulutustavaroiden kulutus oli kolmannella neljänneksellä jo hieman suurempaa kuin ennen pandemiaa. Tämä jäi kuitenkin sen varjoon, että palvelujen kulutus oli edelleen kaukana historiallisen keskiarvonsa alapuolella. Kotitaloudet ovat yhä huolestuneempia rahoitusasemansa heikkenemisestä, joten kuluttajien aikeet tehdä suuria hankintoja ovat pysyneet alimmillaan sitten valtionvelkakriisin. Kuluttajien varovaisuuden ja ankarampien sulkutoimien vuoksi säästämisasteen odotetaan nousevan jälleen viimeisellä neljänneksellä.

### Yritysten investoinnit (mitattuna ei-rakennusinvestoinneilla) kasvoivat vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä voimakkaasti eli 13,6 % edellisestä neljänneksestä, mutta elpyminen horjui viimeisellä neljänneksellä.

Voimakkaasta elpymisestä huolimatta investoinnit (pl. rakennusinvestoinnit) olivat 15,7 % kriisiä edeltäneen tasonsa alapuolella. Vaikka pääomahyödykesektoria koskeva ostopääallikköindeksi vahvistui loka-marraskuussa (marraskuussa 55,6 ja syyskuussa 54,7), investointien odotetaan heikkenevän viimeisellä vuosineljänneksellä, kun pandemian toisen aallon arvioidaan vaikuttaneen myös yritysten voittoihin. Lisäksi yritysten investointiluottamus heikkeni edelleen marraskuussa ja koska kapasiteetin käyttö on kaukana kriisiä edeltäneen tasonsa alapuolella, tuotannolla on kasvun varaa nykyisenkin pääomakannan varassa. Samaan aikaan tehdasteollisuussektorin suhteellista vahvuutta uusiin sulkutoimiin nähden voidaan pitää positiivisena merkinä lyhyen aikavälin investointinäkymistä.

Pidemmällä aikavälillä kuitenkin velkataakan kasvu, josta yritysten velkaantuneisuusasteen nousu kertoo, muodostaa riskin investointien elpymiselle.

**Kotitalouksien investoinnit (mitattuna asuinrakennusinvestoinneilla) elpyivät niin ikään kolmannella neljänneksellä voimakkaasti eli 12,3 % edellisestä neljänneksestä, mutta lyhyen aikavälin näkymät pysyivät epävarmoina.** Vuoden 2020 kolmannen neljänneksen nousu jäi jonkin verran täydellisestä elpymisestä, sillä asuinrakennusinvestoinnit olivat tuolloin edelleen 3,8 % vuoden 2019 lopun tason alapuolella. Asuntomarkkinakehityksen vuoden 2020 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana korostuneet maakohtaiset erot tasoittunevat lyhyellä aikavälillä, koska kaikkien suurten euroalueen maiden näkymät ovat vaisut, vaikka viimeisen vuosineljänneksen alussa saatiinkin joitain positiivisia merkkejä. Myönnettyjä uusia rakennuslupia koskevat tilastot kertovat selvästä hiipumisesta vuoden alkupuoliskolla, mikä viittaa suunnitteilla olevien projektien vähenemiseen. Lokakuussa rakennustuotantoa ja rakennuspalveluja kuvaava ostopääällikköindeksi putosi yhä syvemmälle taantumaa kuvaavalle tasolle. Rakennus- ja kiinteistöalan yritysten luottamus koheni hieman lokakuussa mutta laski jälleen marraskuussa, kun koronaviruksen toisen aallon hillintätoimenpiteet rasittivat yrityksiä lokakuun puolivälistä alkaen. Samalla jaksolla rakennus- ja kiinteistöalan yritykset raportoivat, että niiden tuotantoon kohdistui yhä enemmän tarjontapuolen rajoitteita, jotka liittyivät erityisesti rahoitukseen. Mitä tulee kysyntään, Euroopan komission kuluttajatutkimuksen mukaan uudet rajoitukset ja pandemian uuteen aaltoon liittyvä epävarmuuden kasvu saivat kotitaloudet marraskuussa varovaisiksi suurten hankintojen suhteen, uudet ja vanhat asunnot mukaan lukien.

**Euroalueen ulkomaankauppa elpyi voimakkaasti, millä oli positiivinen vaikutus BKT:n kasvuun vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä, mutta kaupan elpymisen arvioidaan hidastuvan tulevina kuukausina.** Vaikka euroalueen reaalin tavaravienti kasvoi 20,1 % edellisestä neljänneksestä eli enemmän kuin se oli tuolloin supistunut, euroalueen reaalin palveluvienti elpyi vain 9,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli supistunut 21,0 %. Nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli selvästi positiivinen (2,4 prosenttiyksikköä). Tavarakaupan tilastot kertovat, että vienti kasvoi syyskuussa kokonaisvaltaisesti. Muiden kuin kemianalan tehdastuotteiden, erityisesti koneiden ja kuljetuslaitteiden, vienti kasvoi vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä suhteellisesti voimakkaammin kuin oli edellisellä neljänneksellä supistunut. Tämä koski erityisesti autojen vientiä. Uudelleen käyttöön otettujen sulkutoimien odotetaan kuitenkin rasittavan euroalueen ulkomaankaupan elpymistä lähikuukausina. Vaikka euroalueen uusia tehdasteollisuuden vientitilauksia kuvaava ostopääällikköindeksi viittaa edelleen tavarakaupan kohenemiseen, indeksi laski 53 pisteeseen marraskuussa, ja Euroopan komission arvio vientitilaukantojen tasosta parani vain hiivien ja pysyi miinusmerkkisenä. Toisaalta uudet koronaviruksen hillintätoimet rasittavat jo ennestään kärsinyttä palvelujen ulkomaankauppaa, ja uusien palvelujen vientitilauksen ostopääällikköindeksi laski edelleen 39,2:een.

**Lyhyin aikavälein julkaistavat indikaattorit ja tuoreimmat kyselytiedot viittaavat BKT:n supistumiseen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä.** Ihmisten liikkumista kuvaavat euroalueen maita koskevat indikaattorit ovat viime kuukausina

olleet selvässä laskusuunnassa myötäillen sulkutoimien tiukkuutta kuvaavaa kokonaisindeksiä, joka on pysynyt suunnilleen huhtikuun huippunsa ja heinäkuun pohjansa puolivälissä. Kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat siihen, että taloudellinen toimeliaisuus on jälleen heikkenemässä erityisesti palvelualalla. Erityisesti mitä tulee turismiin, lokakuussa uudelleen käyttöön otetut matkustusrajoitukset todennäköisesti vahvistavat ulkomaisen turismin korvautumista kotimaisella turismilla, kuten pandemian ensimmäisen aallon aikana, mikä viittaa turismipalvelujen yleiseen heikkenemiseen vuoden viimeisellä neljänneksellä (ks. kehikko 5). Kokonaistuotantoa kuvaavan ostopääällikköindeksin pika-arvio putosi lokakuun 50,0 pisteestä marraskuussa 45,3:een, mikä johtui suurelta osin palvelualan indeksin merkittävästä heikkenemisestä (46,9:stä 41,7:ään). Samaan aikaan myös tehdasteollisuuden tuotannon indeksi heikkeni mutta paljon vähemmän eli 58,4:stä 55,3:een, pysyen siten edelleen positiivista kasvua kuvaavalla tasolla. Lyhyen aikavälin näkymiin kuitenkin liittyy edelleen tavallista suurempaa epävarmuutta, joka johtuu muun muassa tilastollisen ja taloudellisen kehityksen suhteiden epätavallisista muutoksista koronaviruspandemian aikana (ks. kehikosta 3 kuvaus analyttisistä työkaluinnovaatioista, joita EKP soveltaa pandemian lyhyen aikavälin vaikutusten arviointiin).

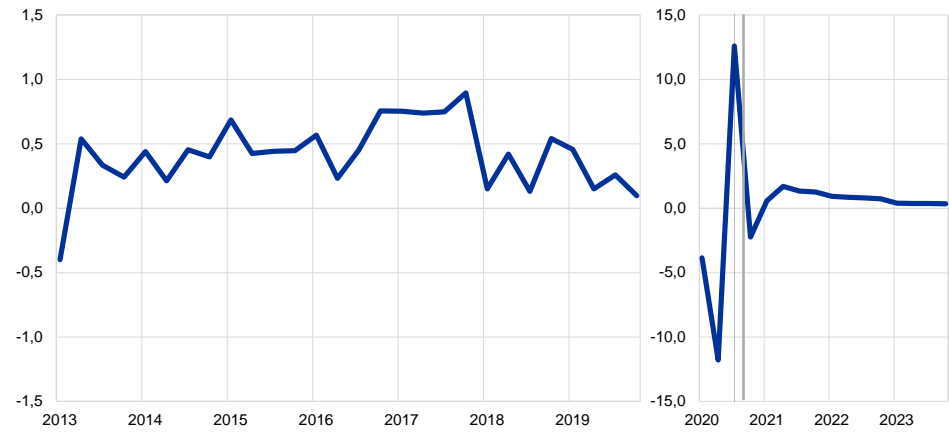
#### **Keskipitkän aikavälin kasvuodotukset pysyvät tiukasti sidoksissa pandemian asteittaiseen kehitykseen ja koronarokotteiden onnistuneeseen**

**käyttöönottoon.** Vaikka rokotteiden jakelun varhainen aloittaminen on keskeinen nopeaa elpymistä koskevien odotusten taustatekijä, kestää vielä kauan, ennen kuin laajamittainen immuniteetti saavutetaan ja euroalue sekä maailmantalous voivat palata normaaliin tilanteeseen. Suuryrityksille kohdistetun kyselyn mukaan tämä ”normaali” saattaa pitkällä aikavälillä tarkoittaa syvällisempää digitalisaatiota ja etätyöskentelyn lisääntymistä sekä odotusta sitkeästi korkeammasta tuottavuudesta mutta toisaalta sitkeästi heikommasta kysynnästä (ks. kehikko 6). Tämän epävarmuuden vallitessa sekä hystereesiriskien vähentämiseen pyrittäessä EKP:n kasvua tukevan rahapolitiikan voi odottaa edistävän jatkossakin kotimaista kysyntää ja finanssipoliittisten ja työllisyystoimien vastaavasti vauhdittavan yksityistä kulutusta.

**Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioissa euroalueen BKT:n arvioidaan supistuvan 7,3 % vuonna 2020 ja kasvavan 3,9 % vuonna 2021 sekä 4,2 % vuonna 2022 ja 2,1 % vuonna 2023 (ks. kuvio 12).** Vuoden 2020 BKT-kasvu on nyt arvioitu 0,7 prosenttiyksikköä nopeammaksi, vuoden 2021 kasvu 1,1 prosenttiyksikköä hitaammaksi ja vuoden 2022 kasvu 1,0 prosenttiyksikköä nopeammaksi kuin syyskuussa 2020 julkaistuissa arvioissa, ja näin ollen talouskasvu palautuisi keskipitkällä aikavälillä jokseenkin syyskuun arvioiden perusskenaarion tasolle. Vaikka arvioitua hitaamman lyhyen aikavälin talouskasvun riskit ovat vähentyneet rokotteiden odotetun käyttöönoton myötä, riskit kuitenkin painottuvat edelleen hitaamman kasvun suuntaan pandemian talouskasvuun ja rahoitusmarkkinoihin liittyvien vaikutusten takia.

## Kuvio 12 Euroalueen BKT

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 10.12.2020 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkömiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(joulukuu 2020\)](#)".

Huom. Koska BKT:n määrä vaihtelee poikkeuksellisen paljon vuonna 2020, kuvion mittakaava vaihtuu vuoden 2020 alun tietojen kohdalla. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua. Kuviossa ei näy arvioiden vaihteluvälejä, sillä aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen välisiin eroihin perustuvat vaihteluvälit eivät nykytilanteessa antaisi luotettavaa kuvaa tämänkertaisiin arvioihin liittyvästä poikkeuksellisesta epävarmuudesta.

## Hinnat ja kustannukset

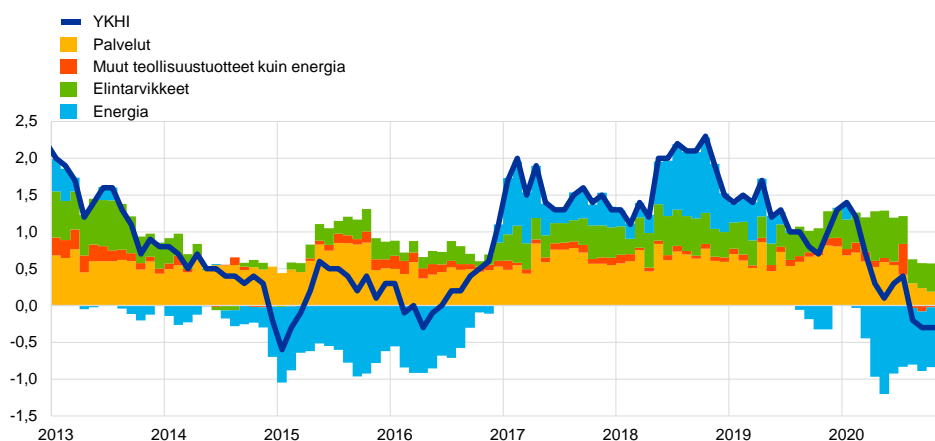
Euroalueen vuotuinen inflaatio pysyi Eurostatin pika-arvion mukaan marraskuussa ennallaan -0,3 prosentissa. Öljyn hintakehityksen ja Saksan arvonlisäveron tilapäisen alentamisen huomioon ottaen kokonaisinflaation odotetaan pysyvän negatiivisena alkuvuoteen 2021 saakka. Sen jälkeen inflaation odotetaan kiihtyvän arvonlisäveron tilapäisen alentamisen päättymisen ja energian hintaan liittyvien vertailuajankohdan vaikutusten takia. Samaan aikaan pohjainflaatiopaineiden odotetaan pysyvän vaimeina, mikä johtuu heikosta kysynnästä erityisesti turismiin ja matkailuun liittyvillä sektoreilla, heikoista palkkapaineista sekä euron valuuttakurssin vahvistumisesta. Kun pandemian vaikutus alkaa hävitä, kasvua tukevan finanssi- ja rahapolitiikan myötä elpyvä kysyntä aiheuttaa keskipitkällä aikavälillä inflaatioon nousupainetta. Sekä markkina- että kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat pysyneet matalilla tasoilla. Tällainen kuva välittyy myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisten arvioiden perusskenaariosta, jonka mukaan vuotuinen-inflaatiovauhti on 0,2 % vuonna 2020 ja 1,0 % vuonna 2021 sekä 1,1 % vuonna 2022 ja 1,4 % vuonna 2023. Vuosien 2020 ja 2022 inflaationäkymät on nyt arvioitu vaimeammiksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa.

**Kokonaisinflaatio pysyi ennallaan marraskuussa 2020.** Ennallaan -0,3 prosentissa pysynyt kokonaisinflaatiovauhti ei kerro pääerissään tapahtuneista pienistä muutoksista: entistä hieman negatiivisemmasta energian hintakehityksestä ja marginaalisesti heikommasta elintarvikkeiden ja muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintakehityksestä sekä toisaalta palvelujen hintojen noususta (ks. kuvio 13).

### Kuvio 13

#### Euroalueen YKHI-inflaation alaerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

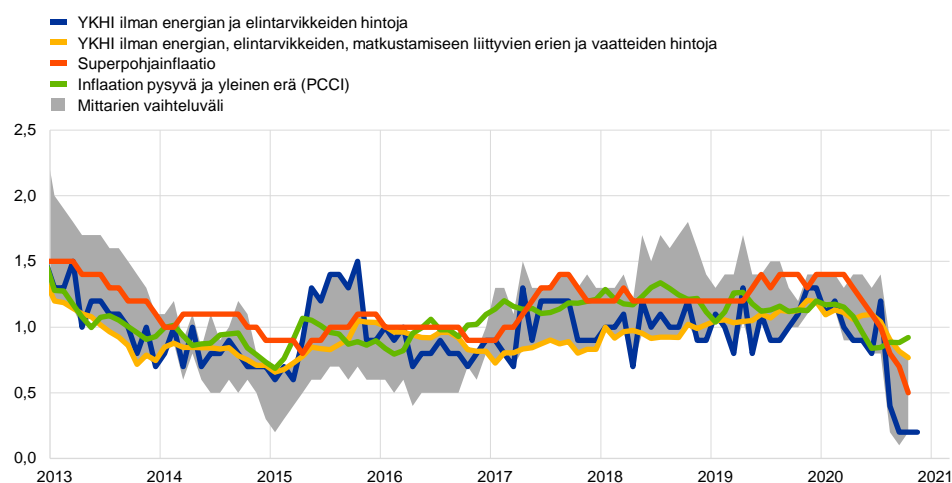
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2020. Vuoden 2015 kasvuvauhdit ovat vääristyneet ylöspäin menetelmämuutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 keuhikko "Uusi valmistajien hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon").

**Pohjainflaatiomittarit vakiintuivat matalille tasoille.** Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI (HICPX) pysyi marraskuussa kolmatta

kuukautta peräkkäin historiallisen hitaana 0,2 prosentissa. Muuttumaton inflaatiovauhti peittää alleen palvelujen hintojen nousuvauhdin kiihtymisen lokakuun 0,4 prosentista marraskuussa 0,6 prosenttiin ja toisaalta muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaation hiipumisen edelliskuun -0,1 prosentista -0,3 prosenttiin marraskuussa. Muut pohjainflaatiomittarit, joiden tiedot ovat saatavissa lokakuuhun saakka, vakiintuivat matalille tasoille. YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja pysyi lokakuussa ennallaan 0,8 prosentissa ja inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) 0,9 prosentissa, kun taas superpohjainflaatio hidastui edelliskuun 0,7 prosentista 0,5 prosenttiin (ks. kuvio 14).<sup>6</sup> Viimeaikaiset pohjainflaation liikkeet heijastelevat myös heinäkuussa voimaan tullutta Saksan ALV-kantojen tilapäistä alennusta.

**Kuvio 14**  
Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta YKHIstä ovat marraskuulta 2020 ja muista indikaattoreista lokakuulta 2020. Pohjainflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat mittarit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja; YKHI:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKHI:n keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHI:n painotettu mediaani. PCCI tarkoittaa inflaation pysyvää ja yleistä erää (Persistent and Common Component of Inflation). Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketut vuoden 2015 YKHI-inflaatiovauhdit ovat vääristyneet ylöspäin menetelmämuutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 keuhikko "Uusi valmismatkojen hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon").

**YKHI:n muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen toimitusketjun nousupaineet vahvistuvat hieman.** Muiden tuontitavaroiden kuin elintarvikkeiden inflaatio kiihtyi lokakuussa -1,2 prosenttiin syyskuun -1,9 prosentista. Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio pysyi lokakuussa ennallaan 0,7 prosentissa eli samassa kuin syyskuussakin ja lähellä pitkän aikavälin keskiarvoaan. Tuotantoketjun alkupäässä välituotteiden tuottajahintojen vuotuinen muutosvauhti kiihtyi hieman syyskuun -1,6 prosentista -1,3 prosenttiin lokakuussa, kun taas välituotteiden tuontihintojen muutosvauhti nopeutui -3,0 prosentista -2,5 prosenttiin. Sekä muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden että välituotteiden tuontihintainflaation kehitys saattaa ainakin

<sup>6</sup> Ks. lisätietoja aiheesta ja muista pohjainflaatioindikaattoreista Talouskatsauksen 4/2018 artikkelin "Measures of underlying inflation for the euro area" keuhkoista 2 ja 3.



osittain heijastella sitä, että euron vahvistuminen vuodentakaiseen nähden ei jatkunut lokakuussa.

### **Valtion työvoimakustannuksiin kohdistama tuki hämärtää palkkاپaineita.**

Työvoimakustannukset työntekijää ja tehtyä työtuntia kohden vaihtelivat voimakkaasti ja erkaantuivat toisistaan vuoden 2020 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvu kiihtyi 0,6 prosenttiin vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä pudottuaan edellisellä neljänneksellä -4,7 prosenttiin vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen 0,6 prosentista ja vuoden 2019 viimeisen neljänneksen 1,7 prosentista. Toisaalta työtuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu kiihtyi vuoden 2019 viimeisen neljänneksen 2,0 prosentista 4,3 prosenttiin vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä ja edelleen 9,3 prosenttiin vuoden 2020 toisella neljänneksellä, kunnes se hidastui 3,0 prosenttiin kolmannella neljänneksellä. Eriäinen kehitys johtuu työajan lyhentämisen- ja lomautusjärjestelyistä, joilla työntekijät säilyttivät työpaikkansa mutta saivat vain osan palkasta, kun taas työntekijää kohden tehdyt työtunnit laskivat jyrkästi. Tämä vaikutus kumoutui osittain kolmannella neljänneksellä talouskasvun elpymisen myötä. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvun hidastuminen kuitenkin ylikorostaa työtulojen supistumista, sillä monet maat tilastoivat valtiolliset tuet työvoimakustannusten sijaan tulonsiirroiksi.<sup>7</sup> Sopimuspalkkojen, joihin tehtyjen työtuntien muutokset ja työpaikkojen säilyttämisjärjestelyissä maksettujen tukien kirjaukset eivät suoraan vaikuta, nousu hidastui vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä 1,6 prosenttiin toisen neljänneksen 1,7 prosentista ja ensimmäisen neljänneksen 1,9 prosentista. Tällä perusteella heikkeneminen näyttää vähäiseltä, mutta tietoihin sisältyy ennen pandemian alkua solmittuja sopimuksia<sup>8</sup>.

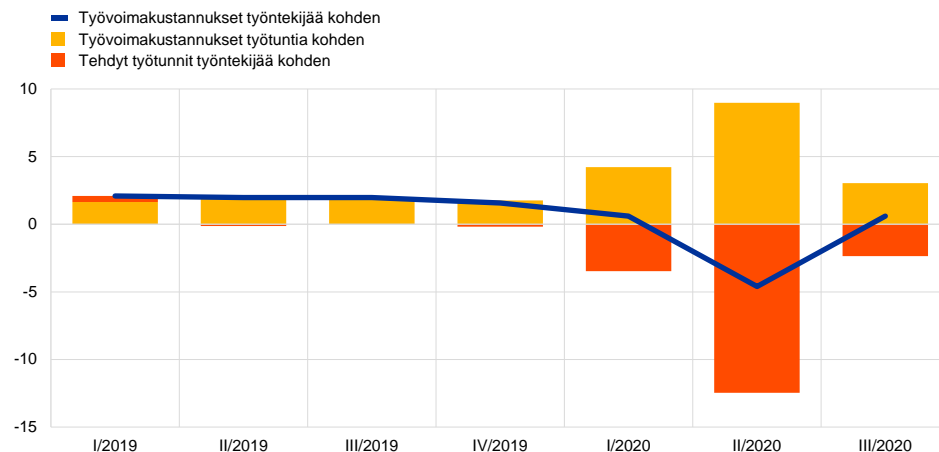
<sup>7</sup> Ks. Lisätietoja Talouskatsauksen 4/2020 kehikosta ”[Lyhennetyt työajan järjestelyt ja niiden vaikutukset palkkoihin ja käytettävissä oleviin tuloihin](#)”.

<sup>8</sup> Ks. lisätietoja tämän Talouskatsauksen kehikosta ”Palkkakehityksen arviointi koronapandemian aikana: onko sopimuspalkkatiedoista apua?”.

## Kuvio 15

### Työvoimakustannukset työntekijää kohden eriteltyinä tuntia ja työntuntia kohti

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä.

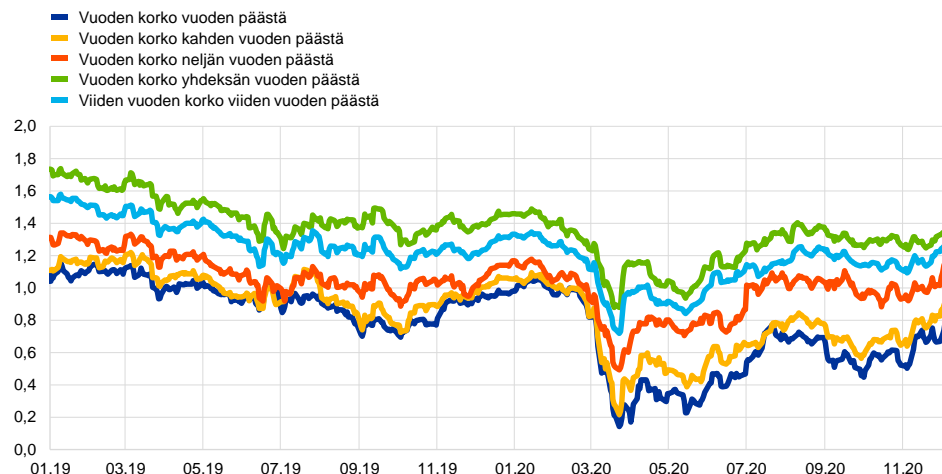
### Markkinapohjaiset inflaatio-odotusten indikaattorit nousivat jonkin verran riskinottohalukkuutta maailmanlaajuisesti vahvistaneiden koronavirusrokoteutusten myötä, mutta ne pysyivät edelleen hyvin vaimeina (10.9–9.12.2020).

Lokakuun lopulla voimaan palautettujen sulkutoimien myötä heikentyneet markkinapohjaiset inflaatio-odotukset nousivat huomattavasti, kun useista onnistuneista koronavirusrokotekokeista uutisoitiin marraskuun alusta lähtien. Esimerkiksi viiden vuoden päähän sovittu viiden vuoden inflaatio-odotus swapkorko oli 9. joulukuuta 1,25 % eli jokseenkin samassa vaihteluvälissä, jossa se on ollut vuoden 2019 puolivälistä pandemian alkuun. Vaikka lyhytaikaisemmat markkinapohjaiset inflaatio-odotukset ovat viime aikoina olleet hieman reippaampia kuin pandemian ensimmäisen aallon aikana, markkinaodotukset kokonaisuutena viittaavat edelleen pitkäaikaiseen hitaan inflaation jaksoon. Inflaatio-odotuksia kuvaavat kyselyindikaattorit pysyivät historiallisen matalilla tasoilla. Lokakuun 2020 ensimmäisellä viikolla toteutetun vuoden 2020 viimeisen neljänneksen EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselyn sekä tuoreimpien lokakuun Consensus Economics- ja Euro Zone Barometer -kyselytietojen mukaan pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset olivat edelleen ennätysellisen matalalla tasolla tai sen tuntumassa.

## Kuvio 16

### Markkinapohjaisista indikaattoreista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen muutos prosentteina)



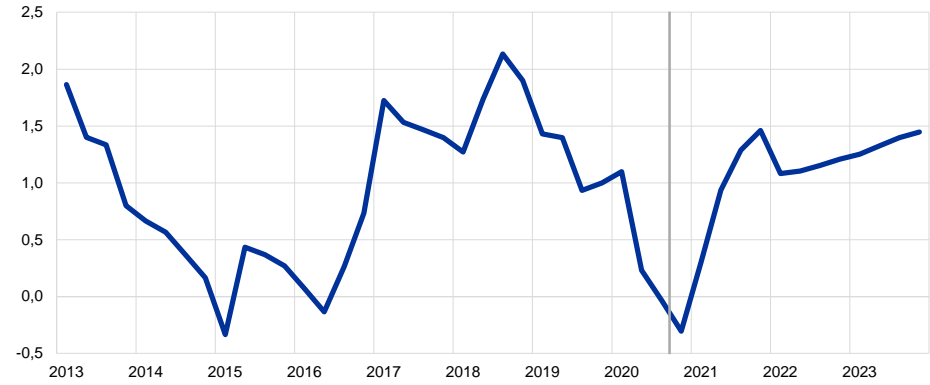
Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.  
Huom. Tuoreimmat havainnot 9.12.2020.

### Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioissa kokonaisinflaation odotetaan nopeutuvan hitaasti arviointijaksolla.

Ennusteen perusskenaariossa YKHI-kokonaisinflaatiovauhdin arvioidaan olevan 0,2 % vuonna 2020, 1,0 % vuonna 2021, 1,1 % vuonna 2022 ja 1,4 % vuonna 2023 (ks. kuvio 17). YKHI-inflaatio vuonna 2020 on nyt arvioitu 0,1 prosenttiyksikköä hitaammaksi, vuonna 2021 samansuuruiseksi ja vuonna 2022 0,2 prosenttiyksikköä hitaammaksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa, sillä tuoreimmat tiedot osoittavat ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation hidastuneen. Inflaatiopaineet on puolestaan arvioitu edellisiä arvioita pienemmiksi tavara- ja työvoimamarkkinoiden runsaan, joskin supistuvan, käyttämättömän kapasiteetin vuoksi. Inflaation elpyminen vuonna 2021 johtuu suurelta osin Saksan väliaikaisen arvonlisäveroalennuksen päättymisestä ja YKHI-inflaation energiaerään kohdistuvasta vertailuajankohdan vaikutuksesta, joka liittyy öljyn jyrkkään hinnanlaskuun maailmanlaajuisen koronapandemian puhkeamisen aikaan. Keskipitkällä aikavälillä kokonaisinflaation odotetaan vähitellen nopeutuvan pääasiassa siksi, että ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation vaikutus hieman voimistuu pysyen kuitenkin melko vaimeana. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 0,7 % vuonna 2020, 0,8 % vuonna 2021 ja 1,0 % vuonna 2022, kunnes se kiihtyy 1,2 prosenttiin vuonna 2023.

## Kuvio 17 Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 10.12.2020 julkaistu artikkeli” [Euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(joulukuu 2020\)](#)”.

Huom. Pystysuora viiva osoittaa arviointijakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä (tiedot) ja vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). *Eurojärjestelmän asiantuntijoiden euroalueen talousnäkymiä koskevat joulukuun 2020 arviot* perustuvat 25.11.2020 käytettävissä olleisiin tietoihin.

## 5 Rahan määrä ja luotonanto

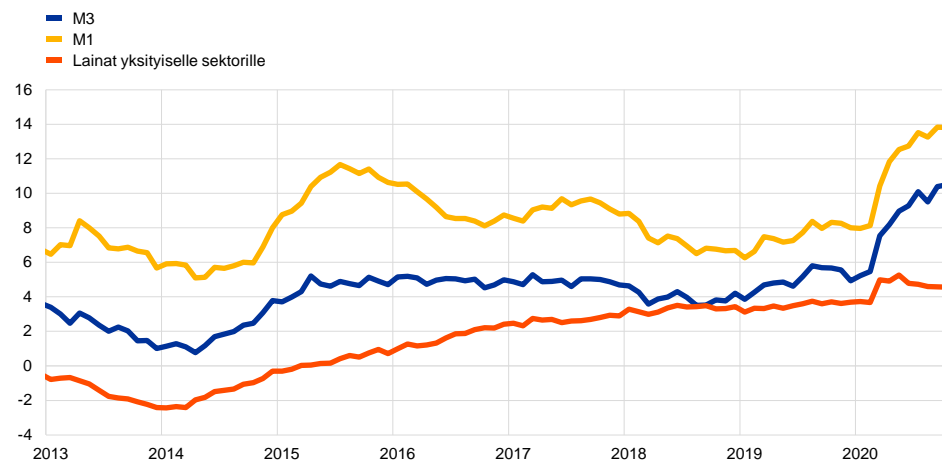
*Rahan määrän kasvussa euroalueella näkyi edelleen koronaviruspandemian vaikutus. Lokakuussa rahan määrän kasvu vakautui pandemiaa edeltäneeseen aikaan nähden kaksinkertaiselle tasolle, mikä johtui rahapoliittisten toimien toteutuksesta ja likvidien varojen suosioista sijoittajien keskuudessa. Rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä pysyi euroalueen luotonanto, minkä taustalla ovat olleet yrityksille myönnetyt lainat ja eurojärjestelmän tekemät julkisyhteisöjen joukkolainojen netto-ostot. Raha-, finanssi- ja valvontaviranomaisten oikea-aikaiset ja mittavat toimenpiteet ovat varmistaneet luotonannon euroalueen taloudelle edullisin ehdoin. Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärän kasvu tasaantui vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä. Pienet ja keski-suuret yritykset (pk-yritykset), jotka ovat rahoituksessaan olennaisesti riippuvaisia pankeista, raportoivat ulkoisen rahoituksensa saatavuuden kohentuneen hieman huhti–lokakuussa, mutta ne odottavat tilanteen jälleen heikkenevän tulevina kuukausina. Yritysten velkarahoituksen kokonaiskustannus on nyt lähellä pandemiaa edeltänyttä tasoaan markkinalähtöisen rahoituksen kustannuksen jälleen maltillistuttua ja pankkien antolainauskorkojen pysyteltyä lähellä pitkän aikavälin pohjalukemiaan. Pankkien antolainauskorkoihin odotetaan kuitenkin kohdistuvan nousupaineita, kun heikkenevä luottoriski ympäristö rasittaa pankkien taseita ja kannattavuutta.*

**Lavean rahan kasvu jatkui lokakuussa pitkälti ennallaan.** Rahan määrän kasvuun vaikutti edelleen koronapandemia, joka on saanut sijoittajat poikkeuksellisessa määrin suosimaan likvidejä varoja. Lavean raha-aggregaatin (M3) vuotuinen kasvuvauhti nopeutui lokakuussa lievästi syyskuun 10,4 prosentista 10,5 prosenttiin ja vakautui tasolle, joka oli kaksinkertainen pandemiaa edeltäneeseen tasoon verrattuna (ks. kuvio 18). Likvidein raha-aggregaatti M1, joka sisältää yön yli -talletukset ja liikkeessä olevan rahan, kasvoi lokakuussa edelleen ripeää 13,8 prosentin vuositahtia ja vauhditti siten vahvasti M3:n kasvu. Nämä kehityssuunnat kertovat yritysten ja kotitalouksien kerryttävän likviditeettiä kasvaneen epävarmuuden oloissa, mutta kotitalouksien osalta kyse on myös jonkin verran pakkosäästämisestä, joka johtuu kulutusmahdollisuuksien vähenemisestä. Rahan määrän voimakas kasvu johtui myös EKP:n ja valvontaviranomaisten sekä kansallisten hallitusten mittavista tukitoimista, joilla pyrittiin varmistamaan riittävän likviditeetin tarjonta taloudelle pandemian taloudellisten seurausten lieventämiseksi.

## Kuvio 18

### M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2020.

#### **Yön yli -talletusten kasvu jatkui voimakkaana ilmentäen kasvanutta**

**epävarmuutta.** Yön yli -talletukset, jotka ovat olleet M3:n kasvun tärkein taustatekijä, kasvoivat edelleen suhteellisen vakaata mutta hyvin rivakkaa tahtia, joka oli lokakuussa vuositasolla 14,3 %. Rahaa hallussa pitävä sektori suosi edelleen yön yli -talletuksia varovaisuussyistä ja sen vuoksi, että vallitseva hyvin alhainen korkotasoa pienentää tällaisten instrumenttien hallussapidon vaihtoehtokustannuksia etenkin verrattuna muihin vähemmän likvideihin instrumentteihin. Talletusten kasvu oli pääosin peräisin yritysten ja kotitalouksien hallussa olevista talletuksista. Yritysten hallussa olevien talletusten kasvu vaihteli maittain, mihin vaikuttivat erot yritysten likviditeettitarpeiden realisoitumisasteessa ja eri maiden tukitoimien muodossa ja laajuudessa. Lisäksi liikkeessä olevan rahan määrä kasvoi lokakuussa pitkälti vakaata 10,7 prosentin vuositaitia. Muiden lyhytaikaisten talletusten ja jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien vaikutus M3:n vuotuisen kasvuun pysyi edelleen verraten pienenä, mikä heijasti alhaista korkotasoa ja sijoittajien tuottohakuista käyttäytymistä.

#### **Euroalueen luotonanto on pysynyt rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä eurojärjestelmän omaisuuserien osto-ohjelmassa tekemien netto-ostojen vaikutuksen kasvaessa.**

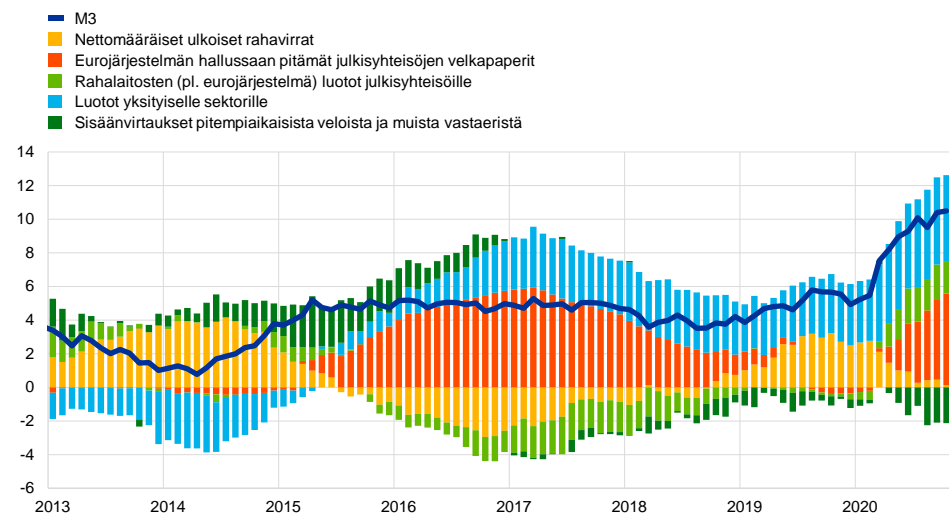
Yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen kasvu oli vuoden 2018 alusta vuoden 2020 syyskuuhun asti ollut vastaerien kannalta katsottuna tärkein tekijä M3:n kasvussa (ks. kuvion 19 palkkien siniset osat). Lokakuussa 2020 kuitenkin eurojärjestelmän EKP:n omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) tekemät julkisyhteisöjen velkapapereiden netto-ostot nousivat merkittävimmäksi tekijäksi M3:n kasvussa (ks. kuvion 19 palkkien punaiset osat). Samaan aikaan pankkisektorin (eurojärjestelmää lukuun ottamatta) luotonanto julkiselle sektorille tasaantui (ks. kuvion 19 palkkien vaaleanvihreät osat). Nettomääräiset ulkoiset rahavirrat olivat lokakuussa päättyneellä 12 kuukauden jaksolla olleet kutakuinkin tasapainossa (ks. kuvion 19 palkkien keltaiset osat), kun taas pitempiaikaisten velkojen ja muiden vastaerien

vaikutus rahan määrän kasvuun oli negatiivinen (ks. kuvion 19 palkkien tummanvihreät osat). Tämä johtui pääosin muiden vastaerien (erityisesti takaisinostosopimusten) kehityksestä, kun taas kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden suotuisat olosuhteet tukivat edelleen niiden toimimista pankkirahoituksen substituuttina, mikä johti pankkien pitkäaikaisten joukkolainojen nettolunastuksiin.

## Kuvio 19

### M3 ja sen vastaerät

(vuotuinen muutos prosentteina, vaikutukset prosenttiyksikköinä, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

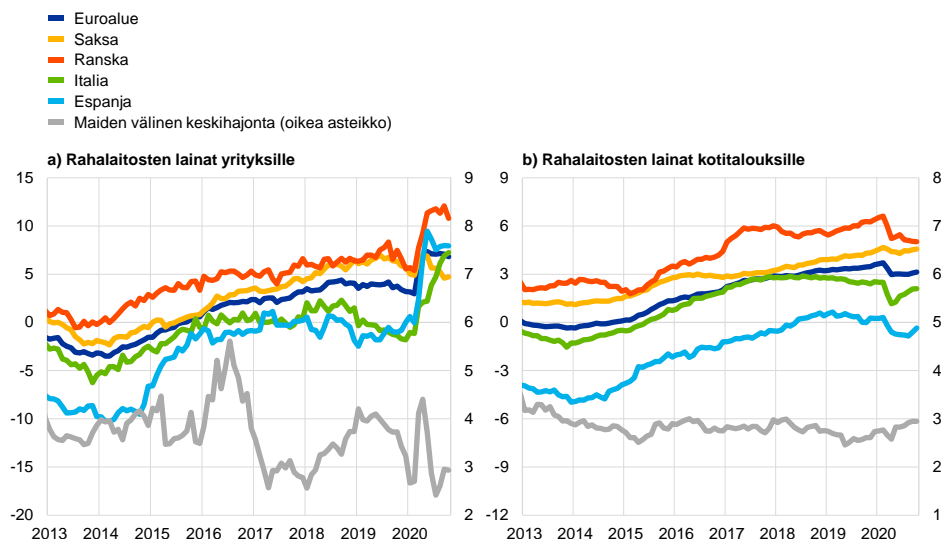
Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen yksityisen ei-rahailaitossektorin liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa ja pandemian liittyvässä osto-ohjelmassa. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2020.

**Lainavirrat yksityiselle sektorille ovat hidastuneet.** Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien lainojen vuotuinen kasvuvauhti oli lokakuussa ennallaan 4,6 prosentissa eli yhden prosenttiyksikön korkeammalla kuin ennen pandemian puhkeamista (ks. kuvio 18). Lyhyemmällä aikavälillä kehitys kuitenkin viittaa kasvun hidastumiseen, mistä kertoo lainavirtojen kuukausikasvun huomattava notkahdus kesäkuusta alkaen. Luotonannon kasvua ovat edelleen vauhdittaneet pääasiassa yrityslainat, jotka kasvoivat lokakuussa 6,8 prosentin vuositahtia, kun syyskuussa kasvua oli 7,1 %. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen kasvu jatkui lokakuussa vakaana 3,1 prosentissa (ks. kuvio 20). Yrityslainojen vuosikasvun hidastumisen taustalla olivat hätärahoitustarpeiden väheneminen, investointien vähäisyys ja luotonsaannin ehtojen tiukentuminen. Yritykset ovat edelleen lisänneet pitkäaikaisia lainojaan, kun taas lyhytaikaisten lainojen osuus on supistunut. Yrityslainojen ja kotitalouslainojen erilainen kehitys kuvastaa koronakriisin erityisluonnetta, joka on johtanut yritysten kassavirtojen romahdukseen ja pakottanut ne turvautumaan entistä enemmän ulkoiseen rahoitukseen.

## Kuvio 20

### Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. 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 2020.

### Pienet ja keskisuuret yritykset (pk-yritykset) kertoivat ulkoisen rahoituksensa saatavuuden kohentuneen hieman kuluneen puolen vuoden aikana verrattuna vuoden 2020 alkuun, mutta jatkossa ne odottavat tilanteen heikkenevän.

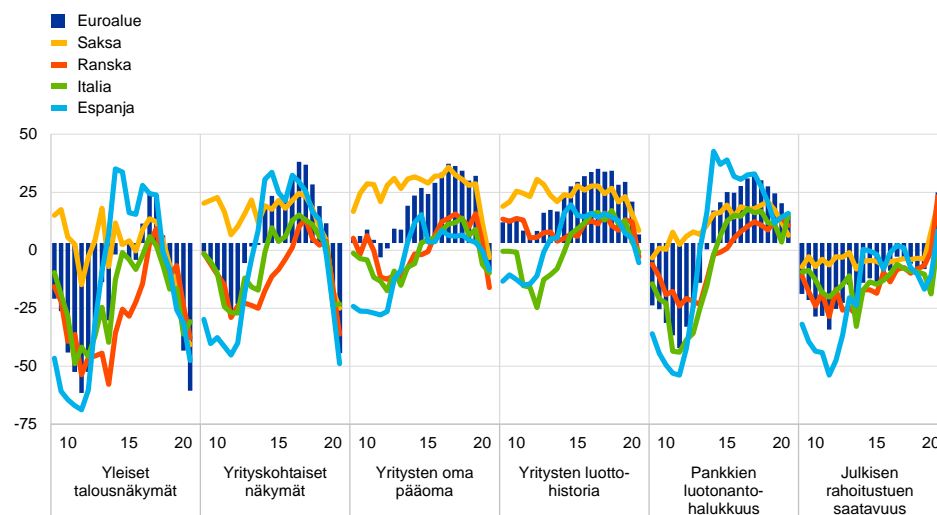
Marraskuun 2020 yritysten rahoituksensaantia koskevan kyselyn (SAFE) mukaan pk-yritykset raportoivat julkisen rahoitustuen saatavuuden parantuneen ensimmäistä kertaa vuoden 2009 jälkeen, mikä viittaa siihen, että useiden hallitusten aloitteet julkisten takauksien tarjoamiseksi pankkilainoille koronapandemian aikana ovat välittyneet näille yrityksille (ks. kuvio 21). Samaan aikaan yritykset kokivat paitsi yleisten talousnäkömyö yrityskohtaisten näkömyö ja pääomapositionsa vaikuttavan negatiivisesti rahoituksen saantiin. Euroalueen yritykset kertoivat myös liikevaihtonsa ja voittojensa heikentyneen tuntuvasti. Heikentymistä esiintyi laajalti eri maissa ja eri toimialoilla. Koska ulkoisen rahoituksen kysyntä likviditeettivajeista selviytymiseksi lisääntyi huomattavasti, rahoitusvaje (ulkoisen rahoituksen kysynnän ja saatavuuden välinen ero) kasvoi edelleen hieman. Lisäksi SAFE-kyselyn tulokset osoittivat, että pk-yritykset ja vähäisemmässä määrin suuryrityksetkin odottivat useimpien ulkoisen rahoituksen lähteiden, erityisesti pankkilainojen ja luottolimiittien, saatavuuden heikkenevän.



## Kuvio 21

### Pk-yritysten ulkoisen rahoituksen saatavuuteen vaikuttavat tekijät

(nettomääräisinä prosenttiosuuksina)



Lähde: EKP (SAFE).

Huom. Tiedot viittaavat SAFE-kyselyyn kyselykierrroksesta 3 (maalis–syyskuu 2010) kierrokseen 23 (huhti–lokakuu 2020).

### **Pankkien rahoitusolot ovat suotuisat, mutta luottoriskit rasittavat niiden taseita ja kannattavuutta.**

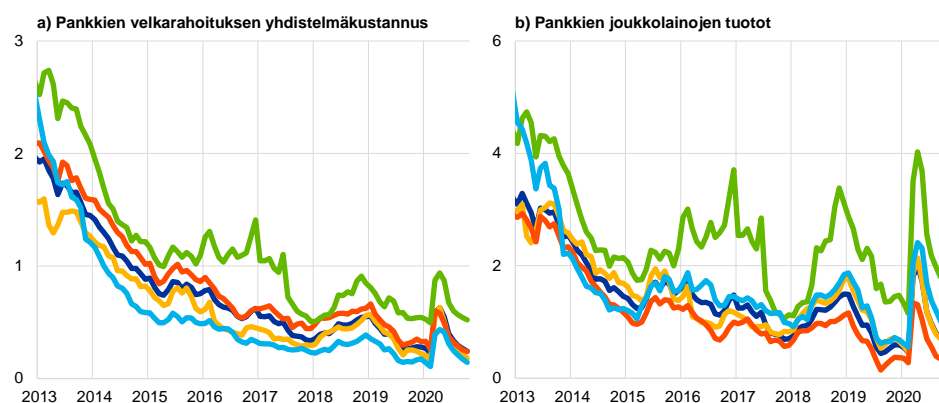
Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus, joka oli noussut koronapandemian puhkeamisen jälkeen, on palautunut lähelle pandemiaa edeltävän ajan pohjalukemiaan eli helmikuun 2020 tasoa (ks. kuvio 22). Tämä johtui enimmäkseen joukkolainojen alhaisemmista tuotoista, joita EKP:n rahapoliittiset toimet tukivat. EKP:n omaisuuserien osto-ohjelma ja pandemiaan liittyvä osto-ohjelma vaikuttavat suotuisasti joukkolainojen tuottoon, mistä on etua myös pankkien liikkeeseen laskemien arvopaperien hinnoittelulle. Lisäksi pankit ovat osittain korvanneet markkinalähtöisen rahoituksen kohdennetuilla pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla, mistä on seurannut laskupaineita pankkien joukkolainojen tuottoihin. Pankkien liikkeeseen laskemien katettujen joukkolainojen hinnat saavat myös suoraa tukea EKP:n kolmannesta katettujen joukkolainojen osto-ohjelmasta. Lisäksi euroalueen pankeilla, joiden osuus pankkirahoituksesta on merkittävä, talletuskorot pysyttelivät lokakuussa 2020 historiallisen alhaisilla tasoilla ja vahvistivat siten osaltaan pankkien suotuisia velkarahoitusoloja. Koronakriisin puhkeamisesta alkaen euroalueen pankit ovat yhä yleisemmin perineet yrityksiltä negatiivisia talletuskorkoja. Samaan aikaan suurimmassa osassa pankkien talletusrahoituksesta, varsinkin vähittäistalletuksissa, korot ovat yhä nollassa, mikä pitää pankkien nettokorkomarginaalit pieninä. Vaikka pankit hyötyvät suotuisista rahoitusoloista, pandemian aiheuttama lainansaajien luottokelpoisuuden heikkeneminen vaikuttaa negatiivisesti pankkien kannattavuuteen ja pääomapositioihin. Kuten lokakuun 2020 [euroalueen pankkien luotonantokysely](#) osoitti, pankit kiristivät luottokelpoisuusvaatimuksiaan vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä. Taustalla oli niiden riskiarvioiden synkkeneminen pandemian myötä.

## Kuvio 22

### Pankkien velkarahoituksen yhdistelmä kustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinalähtöisen velkarahoituksen yhdistelmä kustannus, vuotuisina prosentteina)

— Euroalue  
— Saksa  
— Ranska  
— Italia  
— Espanja



Lähteet: EKP, Markit iBoxx ja EKP:n laskelmat.

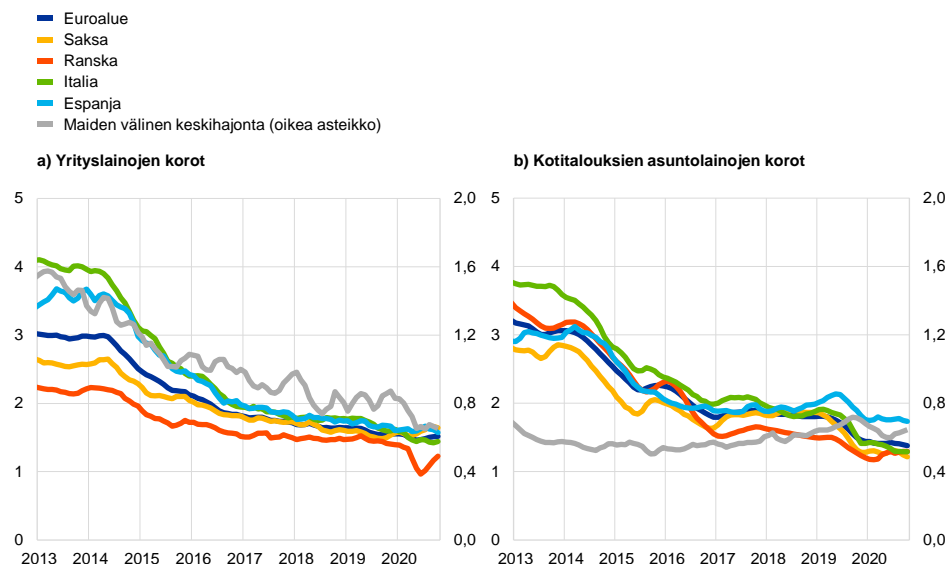
Huom. Talletusten yhdistelmä kustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuina vastaavilla kannan määrittä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2020.

**Pankkien antolainauskorot ovat edelleen hyvin suotuisat, mutta nousupaineita on odotettavissa.** Pankkien yrityslainojen yhdistelmäkorot pysyttelivät lokakuussa lähellä pohjalukemiaan 1,53 prosentissa, ja kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkorot laskivat ennätysmäisen alhaiselle tasolle 1,36 prosenttiin (ks. kuvio 23). Tämä kehitys oli laaja-alaista euroalueen maissa. Lisäksi pankkien hyvin pienten lainojen ja suurten lainojen välinen korkoero vakautui tasolle, joka alitti ennen pandemiaa vallinneen tason. Samaan aikaan pandemian vakavat taloudelliset vaikutukset yritysten tuloihin, kotitalouksien työllisyysnäkyymiin ja lainansaajien yleiseen luottokelpoisuuteen aiheuttivat edelleen nousupainetta pankkien antolainauskorkoihin. Pankkien antolainauskorkojen tähänastinen suotuisa reaktio pandemiaan näyttää perustuvan kahteen taustatekijään. Ensimmäinen niistä on niiden toimien tehokkuus, joita EKP, pankkivalvojat ja hallitukset ovat toteuttaneet tasoittaakseen pandemiasokin suhdannevaihtelua voimistavaa vaikutusta luotonantoon. Tässä suhteessa joidenkin maiden julkisten lainantakausjärjestelyjen jatkaminen vähintään kesäkuuhun 2021 asti suoja edelleen pankkien antolainauskorkoja lainansaajiin liittyvän luottoriskin epäsuotuisalta kehitykseltä. Toisena tekijänä on pankkien antolainauskorkojen lyhyen aikavälin kehityksen suhteellinen staattisuus, joka johtuu siitä, että pankit absorboivat väliaikaisesti joissakin kustannuskomponenteissaan esiintyvät vaihtelut pitääkseen yllä asiakassuhteitaan.

## Kuvio 23

### Pankkien myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkoroko) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2020.

### Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä on arvioiden mukaan maltillistunut vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä.

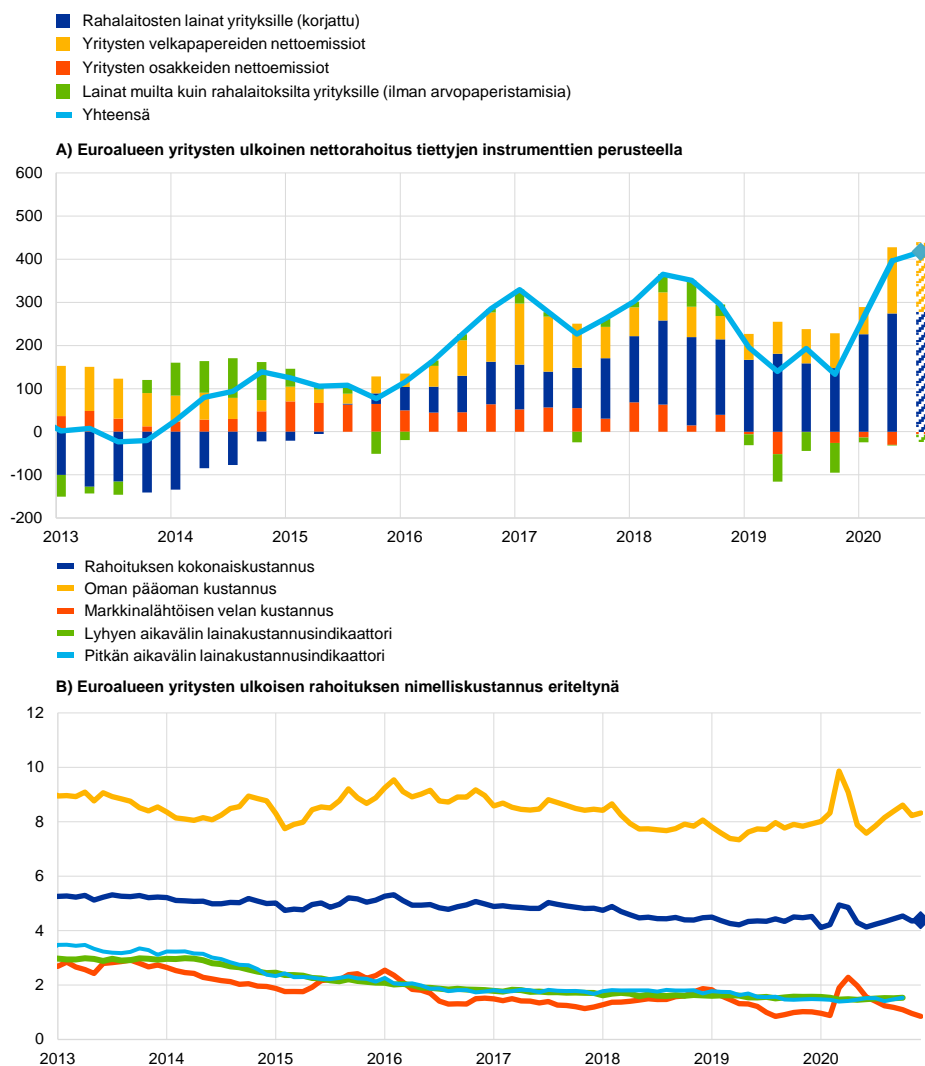
Tämän maltillistumisen taustalla on se, että lainanotto pankeilta ja velkapaperien nettoemissiot hidastuivat samalla neljänneksellä oltuaan ennätysmäisen korkeilla tasoilla toisella vuosineljänneksellä (ks. kuvion 24 kohta a). Yritysten liiketoiminnan kassavirtojen supistuminen ja siitä seurannut rahoitustarpeiden kasvu lievenivät väliaikaisesti, kun sulkutoimia höllättiin kolmannella vuosineljänneksellä koronataartuntojen ollessa alhaisella tasolla. Ulkoisen rahoituksen hidastuminen liittyi myös siihen, että yritykset kartuttivat likvideettipuskureitaan vuoden alkupuoliskolla (maaliskuusta kesäkuuhun), mikä taas johti luottokysynnän laskuun kolmannella vuosineljänneksellä. Samalla vuosineljänneksellä osakkeiden nettoemissiot kasvoivat, mutta kasvu keskittyi muutamiin yrityksiin, joista valtaosa toimii teknologiasektorilla. Muilta kuin pankeilta saatujen lainojen määrät pysyivät kolmannella vuosineljänneksellä edelleen alhaisella tasolla. Kaiken kaikkiaan ulkoisen rahoituksen kokonaismäärä oli suotuisten rahoitusolojen tukemana vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä edelleen vuosien 2016–2019 neljännesvuotuisen keskiarvon yläpuolella. Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli lokakuun lopussa 4,5 % (ks. kuvion 24 kohta b). Se oli noin 0,4 prosenttiyksikköä alempana kuin maaliskuun 2020 huipputasolla ja 0,4 prosenttiyksikköä ylempänä kuin pohjalukemissaan kesäkuussa 2020. Maalis- ja kesäkuun välinen lasku johtui osakerahoituksen ja markkinalähtöisen velan kustannusten jyrkästä pudotuksesta. Lokakuun lopusta tarkastelujakson loppuun (9.12.2020) rahoituksen kokonaiskustannuksen arvioidaan laskeneen noin 0,15 prosenttiyksiköllä

4,4 prosenttiin, mikä johtui sekä markkinalähtöisen velan että osakerahoituksen kustannusten laskusta.

## Kuvio 24

### Euroalueen yritysten ulkoinen rahoitus

(vuotuinen määrä miljardeina euroina – kohta a, vuotuiset prosenttiosuudet – kohta b)



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

Huom. Kohta a – Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan lainat rahalaitoksilta, velkapapereiden nettoemissiot, osakkeiden nettoemissiot ja lainat muilta kuin rahalaitoksilta. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Muilta kuin rahalaitoksilta saadut lainat sisältävät muilta rahoituslaitoksilta, vakuutusyhtiöiltä ja eläkerahastoilta saadut lainat ilman arvopaperistettuja lainoja. Raidallinen palkki ja vaaleansininen vinoneliö kuvaavat pikaennustetta vuoden 2020 kolmannelle neljännekselle. Kohta b – Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu pankkilainanoton, markkinalähtöisen velan ja osakerahoituksen kustannusten painotettuna keskiarvona vastaavien kannan määrien perusteella. Tummansininen vinoneliö kuvaa rahoituksen kokonaiskustannuksen marraskuun 2020 pikaennustetta, joka perustuu oletukseen, että pankkien antolainauskorot pysyvät ennallaan lokakuun 2020 tasoillaan. Kohdan a tuoreimmat havainnot ovat euroalueen tilinpitotietojen osalta vuoden 2020 toiselta neljännekseltä – vuoden 2020 kolmannen neljänneksen arvot perustuvat tietoihin EKP:n tase-eristä (BSI) ja arvopapereista (SEC) sekä Dealogicin tietoihin. Kohdan b tuoreimmat havainnot on päivätty 9.12.2020 markkinalähtöisen velan kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 4.12.2020 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä lokakuussa 2020 antolainauksen kustannusten osalta (kuukausittaiset tiedot).

## 6 Julkisen talouden kehitys

*Koronaviruspandemian huomattavaa negatiivista vaikutusta reaalityalouteen on lievennetty mittavilla finanssipoliittisilla tuilla, joissa on käytetty sekä automaattisia vakauttajia että euroalueen hallitusten harkinnanvaraisia toimia. Näiden tukien julkistaloudelliset kustannukset ovat kaikissa euroalueen maissa olleet huomattavan suuret, vaikka ne vaihtelevatkin merkittävästi maittain. Talouden heikkenemisen ja finanssipoliittisten tukien myötä euroalueen julkisen talouden alijäämän ennustetaan asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa kasvavan vuonna 2020 huomattavasti eli 8,0 prosenttiin BKT:stä, kun alijäämäsuhte vuonna 2019 oli 0,6 %. Tämän jälkeen alijäämäsuhteen odotetaan supistuvan 6,1 prosenttiin BKT:stä vuonna 2021 ja 3,9 prosenttiin vuonna 2022 sekä 3,0 prosenttiin vuonna 2023. Alijäämäsuhteen kohenemisen tärkeimmäksi taustatekijäksi arvioidaan hätäaputoimien vaiheittaista päättymistä, kun taas suhdannekomponentti paranee merkittävästi vasta vuodesta 2022 alkaen. Finanssipoliittisten toimien ja heikkenevän taloustilanteen myötä euroalueen kokonaisvelkasuhteen arvioidaan nousseen vuonna 2020 jyrkästi ja huipentuvan vuonna 2021, minkä jälkeen se laskee hyvin hitaasti. Euroalueen talouden rajun supistumisen vuoksi on yhä välttämätöntä, että finanssipolitiikan mitoitus säilyy kunnianhimoisena ja koordinoituna. Pandemiakriisiin liittyvien finanssipoliittisten toimien tulisi silti olla mahdollisimman kohdennettuja ja luonteeltaan väliaikaisia. Samaan aikaan yritysten ja kotitalouksien kysynnän heikkous ja kasvanut riski, että elpyminen viivästyy pandemian toisen aallon aiheuttaessa uusia sulkutoimia, vaativat edelleen jäsenvaltioilta finanssipoliittisia tukia. Kansallisen tason finanssipoliittisia toimia täydentävä Next Generation EU (NGEU) -rahasto edistää nopeampaa, vahvempaa ja yhtenäisempää elpymistä ja lisää EU:n jäsenvaltioiden talouden häiriönsietokykyä ja kasvupotentiaalia erityisesti, jos varat käytetään tuotannollisiin julkisiin investointeihin ja samalla parannetaan tuottavuutta rakenteellisin toimin.*

### **Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän ennakoidaan supistuvan jyrkästi vuonna 2020 ja elpyvän sitten vähitellen.**<sup>9</sup>

Näiden arvioiden perusteella euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhteen, joka vuonna 2019 oli 0,6 % BKT:stä, odotetaan kasvavan 8,0 prosenttiin vuonna 2020 ja supistuvan sitten 6,1 prosenttiin vuonna 2021 ja 3,9 prosenttiin vuonna 2022 sekä 3,0 prosenttiin vuonna 2023 (ks. kuvio 25). Rahoitusjäämän heikkeneminen vuonna 2020 johtuu suurelta osin perusjäämän huononemisesta, johon vaikuttavat talouden tukitoimet. Nämä ovat suuruudeltaan noin 4,5 % BKT:stä, ja suurin osa niistä on lisämenoja erityisesti yrityksille ja kotitalouksille suunnattujen tulonsiirtojen ja tukien muodossa, mukaan lukien lyhennetyt työajan järjestelyt ja lomautusjärjestelyt. Heikkeneminen johtuu myös suuresta negatiivisesta suhdannekomponentista, jossa kuvastuu euroalueen tuotannon jyrkkä supistuminen.<sup>10</sup> Rahoitusjäämän seuraavina vuosina tapahtuvan kohenemisen arvioidaan perustuvan aluksi suhdannekorjatun

<sup>9</sup> Ks. EKP:n verkkosivustolla 10.12.2020 julkaistut [euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2020](#).

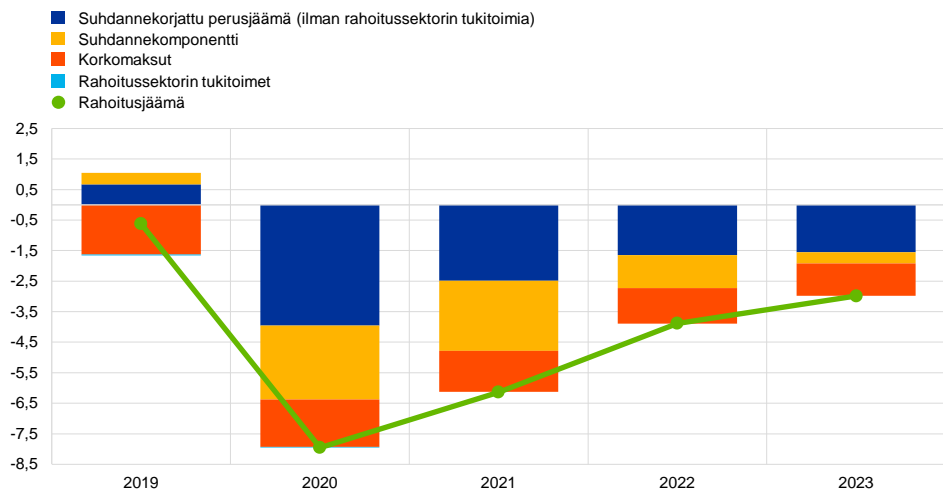
<sup>10</sup> On syytä huomata, että suhdanteen ja trendin erittelyyn liittyy tämänhetkisessä tilanteessa poikkeuksellisen paljon epävarmuutta.

perusjäämän elpymiseen sitä mukaa, kun osa hätäaputoimista päättyy vuodesta 2021 alkaen. Suhdannekierron osuuden odotetaan elpyvän merkittävästi vasta vuodesta 2022 alkaen, ja se pysyy negatiivisena koko arviointijakson ajan. Näissä finanssipoliittisissa arvioissa on kuitenkin poikkeuksellista epävarmuutta etenkin NGEU-rahaston menojen suuruuden, ajoituksen ja rakenteen osalta, mutta myös yleisemmin, sillä talouspolitiikassa joudutaan väistämättä reagoimaan pandemiatilanteen kehitykseen.

## Kuvio 25

### Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2020.  
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

**Euroalueen maiden talouksille suunnatun finanssipoliittisen tuen lisäksi maat ovat tarjonneet yrityksille mittavia lainatakauspaketteja niiden likviditeettiaseman lujittamiseksi.** Näiden takauksien yhteismäärä on noin 17 % koko euroalueen BKT:stä, mutta takauspakettien laajuus vaihtelee huomattavasti maittain. Lainatakaukset merkitsevät valtioille vastuusitoumuksia, ja ne takaukset, joiden perusteella vaaditaan maksuja, lisäävät siis julkisia menoja ja kasvattavat siten valtion velkaa.

**EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna euroalueen julkisen talouden näkymien arvioidaan olevan vuonna 2020 vähemmän negatiiviset, mutta vuosina 2021 ja 2022 negatiivisemmat.** Euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämää suhteessa BKT:hen on nyt korjattu ylöspäin 0,8 prosenttiyksiköllä vuodelle 2020 sekä alaspäin 1,2 prosenttiyksiköllä vuodelle 2021 ja 0,3 prosenttiyksiköllä vuodelle 2022. Vuoden 2020 julkisen talouden alijäämän jääminen ennakoitua pienemmäksi johtuu pääosin siitä, että suhdannekorjattu rahoitusasema ei ole niin negatiivinen kuin aiemmin arvioitiin, mutta myös hieman vähemmän negatiivisesta suhdannekomponentista. Tämän asetelman odotetaan kääntyvän päinvastaiseksi kahden seuraavan vuoden aikana, jolloin sekä suhdannekorjattu rahoitusasema että suhdannekomponentti muodostunevat aiempia odotuksia negatiivisemmiksi.

**Finanssipolitiikka on kokonaisuudessaan ollut vahvasti elvyttävää vuonna 2020, mutta vuosina 2021–2022 finanssipoliittisen tuen odotetaan supistuvan lievästi, kun hätäaputoimet päättyvät asteittain.**<sup>11</sup> Finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan olleen vuonna 2019 jossakin määrin elvyttävä, mutta vuonna 2020 sen odotetaan olevan voimakkaasti kasvua tukeva 4,8 prosentin tasolla suhteessa BKT:hen. Vuonna 2021 se sitä vastoin kiristyy arvioiden mukaan maltillisesti 1,5 prosentilla ja vuonna 2022 vielä 0,8 prosentilla ollakseen sitten vuonna 2023 kutakuinkin neutraali. Tämä kehitys heijastaa pandemiaan liittyvien poikkeuksellisten hätäaputoimien asteittaista päättymistä vuodesta 2021 alkaen. Finanssipolitiikan mitoituksen asteittaisesta kiristymisestä huolimatta koko julkisen talouden rahoitusasema pysyy huomattavan negatiivisena, kun talouden elpymistä edelleen tuetaan finanssipoliittisilla välineillä koko ennusteajanjakson mittaan.

**Euroalueen kokonaisvelkasuhde kasvoi vahvasti vuonna 2020, ja sen arvioidaan harppaavan noin 100 prosenttiin BKT:stä vuonna 2021 ja pienenevän sen jälkeen hyvin verkkaisesti.** Velkasuhteen kasvu 14,5 prosentilla vuonna 2020 ja 1,5 prosentilla vuonna 2021 kuvastaa paljolti suuria perusalijäämiä ja vuoden 2020 osalta hyvin epäsuotuisia velan koron ja talouden kasvuvauhdin suhteita. Vuonna 2020 kasvun taustalla on myös huomattava alijäämä-velkakoikaisu, joka johtuu pandemiaan liittyvistä politiikkatoimista, kuten yritysten ja kotitalouksien likviditeetin tukitoimista. Vuosina 2022 ja 2023 perusalijäämät ovat vielä merkittävällä tasolla mutta supistuvat, ja kun talouden toimeliaisuuden odotetaan elpymään, velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisten erojen kohenemisen suotuisat vaikutukset sekä negatiivinen alijäämä-velkakoikaisu vuonna 2022 enemmän kuin kompensoivat perusalijäämät (ks. kuvio 26). Tämän tuloksena velkasuhteen odotetaan olevan 97,8 % BKT:stä arviointijakson päättyessä vuonna 2023.

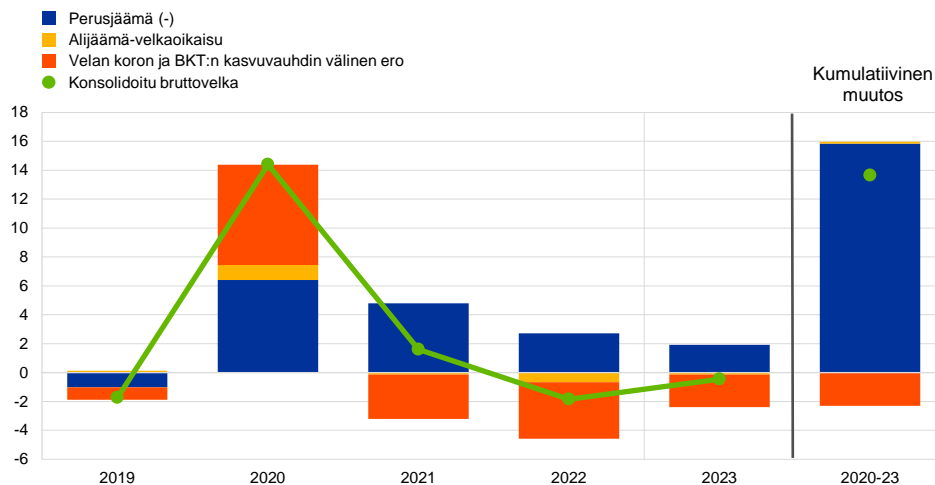
---

<sup>11</sup> Finanssipolitiikan 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. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen käsitettä tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa "[The euro area fiscal stance](#)".

## Kuvio 26

### Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkömiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2020.  
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

**Taseiden palauttaminen kriisiä edeltäneille tasoille vaatii huomattavan paljon aikaa.** Julkisen talouden epätasapainojen supistuminen riippuu muun muassa vuonna 2021 tapahtuvan elpymisen nopeudesta, jota etenkin useista koronarokotteista saadut hyvät uutiset vauhdittanevat. Lisäksi Euroopan unionin koordinoitujen finanssipoliittisten toimien odotetaan tuovan puhtia talouskasvuun. Samaan aikaan suotuisat rahoitusolot pitävät velanhoitokulut edelleen kurissa. Jatkossa on yhä tärkeää, että EU:n jäsenvaltiot saavat julkisen taloutensa jälleen kestäväälle pohjalle esimerkiksi vähentämällä julkista velkaa heti, kun taloudellinen toiminta on elpynyt<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Tarkempia tietoja vuoden 2021 alustavista talousarviosuunnitelmista ja Euroopan komission lausunnoista on tämän Talouskatsauksen kehikossa ”[Talousarviosuunnitelmat vuodelle 2021: arviointia koronakriisin aikaan](#)”.



# Kehikot

## 1 Aiempien kriisien maailmantalouteen jättämät arvet

**Koronavirus (covid-19) -pandemia muodostaa maailmantaloudelle sokin, joka hakee vertaistaan.** Ensinnäkin sokki on monikerroksinen, sillä kansanterveydellisen hätätilan lisäksi se aiheuttaa tarjontasokin (ankarien sulkutoimien myötä) sekä kysyntäsokin, joka johtuu työttömyyden ja epävarmuuden kasvusta. Toiseksi viruksen takia on ryhdytty monitahoisiin ja mittaviin politiikkatoimiin, joilla on helpotettu talouskasvuun kohdistuvia haittavaikutuksia mutta jotka saattavat pahentaa maailmantalouden olemassa olevia tasapainottomuuksia sekä herättää huolta julkisesta ja yksityisestä velkaantumisesta ja tulevasta velan takaisinmaksutarpeesta. Lisäksi eräät sektorit ovat kärsineet erityisen voimakkaasti sulkutoimista ja kuluttajien käyttäytymisen muutoksista, jotka todennäköisesti jatkuvat ainakin tehokkaan lääketieteellisen ratkaisun toteutumiseen saakka.

**Koronavirussokin monimutkaisen luonteen takia on tarpeen tarkastella sen vaikutuksia maailmantalouden pitkän aikavälin kasvupotentiaaliin.** Tässä kehikossa arvioidaan aiempia kriisejä ja välittymiskanavia, joiden kautta vaikutuksia kohdistuu potentiaaliseen tuotantoon.<sup>13</sup> Analyysiin liittyy suurta epävarmuutta, koska potentiaalista tuotantoa ei voida mitata havaintojen pohjalta. Lisäksi koronaviruskriisi on monella tapaa ainutlaatuinen, joten aiemmat kriisit eivät välttämättä kuvaa luotettavalla tavalla sen mahdollisia pitkäaikaisia vaikutuksia maailmantalouteen. Tämä johtuu keskeisesti muun muassa siitä, että sokin kesto, joka on eräs keskeisistä parametreista potentiaalisten haittavaikutusten arvioinnissa, on edelleen tuntematon.

**Perinteistä näkemystä, jonka mukaan talouden suhdannevaihtelut eivät vaikuta pitkän aikavälin kasvuun, on taloustieteellisessä kirjallisuudessa kritisoitu.** Esimerkiksi työmarkkinoiden hystereesi-ilmiön (sokkien pitkäaikainen vaikutus työllisyyteen) olemassaoloa on tutkittu ja käsitelty runsaasti.<sup>14</sup> Lisäksi finanssikriisin jälkeisestä hitaasta elpymisestä kumpuavassa viimeaikaisessa kirjallisuudessa on osoitettu, että taantumilla on BKT:n tasossa näkyviä pitkäaikaisia ”arpeuttavia” haittavaikutuksia,<sup>15</sup> koska suhdanteisiin liittyvät tapahtumat vaikuttavat talouden tarjontapuoleen monen kanavan kautta ja siten muokkaavat pitkän aikavälin trendiä.

**Aiempien kriisien arpeuttavien vaikutusten tarkastelu tarjoaa jonkin verran viitteitä siitä, miten koronavirussokki saattaa vaikuttaa potentiaaliseen**

<sup>13</sup> Ks. myös Talouskatsauksen 7/2020 kehikko ”[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)”.

<sup>14</sup> Ks. esim. O.J. Blanchard ja L.H. Summers, ”[Hysteresis and the European Unemployment Problem](#)”, *NBER Working Papers*, nro 1950, National Bureau of Economic Research, 1986.

<sup>15</sup> Ks. esim. V. Serra, A. Fatás ja S.C. Saxena, ”[Hysteresis and Business Cycles](#)”, *CEPR Discussion Papers*, No DP14531, 2020; O. Jordà, M. Schularick ja A.M. Taylor, ”[Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered](#)”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, nro 2020-11, 2020; sekä J. Bluedorn ja D. Leigh, ”[Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters](#)”, *IMF Working Papers*, nro 18/163, 2018.

**tuotantoon.**<sup>16</sup> Aiempien epidemioiden paikallisen projektioanalyysin perusteella ensimmäinen vaikutus potentiaaliseen tuotantoon on suhteellisen lyhytaikainen, sillä se häviää yleensä kahden vuoden kuluttua epidemian päättymisestä (ks. kuvio A, ylempi vasen kohta).<sup>17</sup> On kuitenkin syytä huomata, että analyysissa tarkastellut aiemmat epidemiat olivat pääasiassa paikallisesti rajoittuneita tapahtumia, jotka eivät ole rinnastettavissa suureen maailmanlaajuiseen pandemiaan.<sup>18</sup> Siksi arviointiin on lisätty kaksi muuta ulkosyntyistä kokonaistuotantokriisiä eli öljyntuottajamaiden järjestön (OPEC) asettama öljysaarto vuosina 1973–1974, jota voidaan pitää negatiivisena ulkoisena tarjontasokkina saarron kohteena olevissa maissa,<sup>19</sup> sekä suurten sotien vaikutus<sup>20</sup>. Tulokset viittaavat siihen, että öljysaarrolla oli negatiivinen vaikutus potentiaaliseen tuotantoon vain ensimmäisenä vuonna sokin jälkeen (ylempi oikea kohta). Suuria sotia koskevat tulokset (alempi vasen kohta) vastaavasti viittaavat siihen, että ankarien alkuvaiheen vaikutusten jälkeen elpyminen sodista on yleensä nopeaa eikä pitkäaikaisia (yli nelivuotisia) haittavaikutuksia esiinny. Leveä luottamusväli kuitenkin kertoo siitä, että sotien pitkän aikavälin vaikutukset vaihtelevat huomattavasti.

---

<sup>16</sup> Seuraavat tulokset perustuvat lokaaleihin projektioihin, jotka on laadittu 117 maata käsittävällä paneelimalilla vuosilta 1970–2017. Riippumattomat muuttujat ovat potentiaalisen tuotannon kumulatiivisia kasvuvauhteja kunakin vuonna. Selittäviä muuttujia ovat neljän viipeen autoregressiiviset termit, kunkin tarkastellun tapahtuman sijaismuuttujat sekä maahan sidotut vaikutukset. Tietolähteinä käytetään potentiaalisen tuotannon osalta Penn World -taulukkoja alarineen ja finanssikriisien osalta artikkelia L. Laeven ja F. Valencia, "[Systemic Banking Crises Revisited](#)", *IMF Working Papers*, nro 18/206, 2018.

<sup>17</sup> Aiempia epidemioita ovat SARS (2003), sikainfluenssa (2009–2010), MERS (2013), Ebola-virus (2014–2015) ja Zika-virus (2016). Valtiota käsitellään epidemiasta kärsineenä, jos siellä on kirjattu vähintään kymmenen tartuntaa.

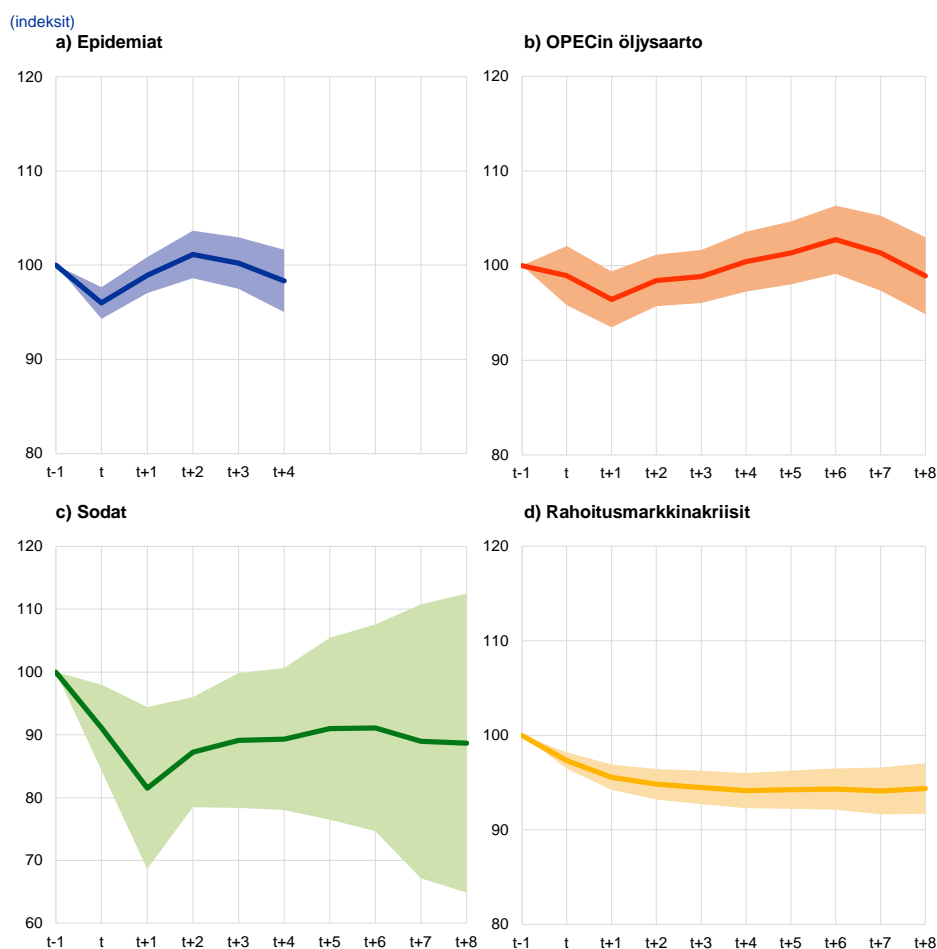
<sup>18</sup> Ks. myös Ò. Jordà, S.R. Singh ja A.M. Taylor, "[Longer-Run Economic Consequences of Pandemics](#)", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, nro 2020-09, 2020, jossa on tunnistettu merkittäviä pitkäaikaisia kokonaistaloudellisia seurauksia 15 suuresta pandemiasta 1300-luvulta lähtien.

<sup>19</sup> Estimointiotos käsittää seuraavat OPECin öljysaarron kohteena olleet valtiot: Alankomaat, Etelä-Afrikka, Kanada, Iso-Britannia, Japani, Portugali ja Yhdysvallat. Vaikka OPECin öljysaarrolla oli sen kohteena olleisiin valtioihin vain lyhytaikainen vaikutus verrattuna saarron ulkopuolisiin valtioihin, öljyn hinnan pysyvä nousu 1970-luvun öljykriisien (erityisesti toisen öljykriisin) seurauksena on saattanut vaikuttaa pysyvämällä tavalla globaaliin potentiaaliseen tuotantoon. Ks. myös Talouskatsauksen 7/2020 kehikko "[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)".

<sup>20</sup> Otos käsittää seuraavat sodat: Libanonin sisällissota (1975–1990), Persianlahden sota Irakissa (1990–1991), Jugoslavian sodat (1991–1999), Sierra Leonen sisällissota (1991–2002), toinen Kongon sota (1999–2003), Irakin sota (2003–2011), Syyrian sisällissota (2011–nykyhetki) ja Irakin sisällissota (2014–2017).

## Kuvio A

### Aiempien epidemioiden ja muiden kriisien vaikutus potentiaalisen tuotannon tasoon



Lähteet: EKP:n laskelmat perustuvat Penn World -taulukoihin sekä Laevenin ja Valencian artikkeliin (ks. alaviite 4).  
Huom. Yhtenäiset viivat kuvaavat kunkin vuonna t tapahtuneen tapahtuman vaikutusta potentiaaliseen tuotantoon vuoteen t+8 saakka eli kahdeksan vuoden ajan kyseisestä tapahtumasta ja varjostetut alueet kuvaavat 95 prosentin luottamusväliä. Vaikutus potentiaaliseen tuotantoon on estimoitu lokaalien projektoiden menetelmällä, joka perustuu globaaliin paneelimalliin, jossa kaikki tapahtumat ovat mukana samanaikaisesti, endogeenisuus kontrolloidaan neljällä viipeellä potentiaalisen tuotannon kasvuun ja vaikutukset on sidottu maittain. Koska useimmat analyysissä käsitellyt epidemiat ovat verrattain viimeaikaisia, otoksen avulla on mahdollista laskea niiden vaikutukset vain neljän vuoden jaksolle epidemian päätyttyä. Potentiaalinen tuotanto on määritelty tuotannon tasona, joka on sopuoinnussa talouden tuotantokapasiteetin kanssa.

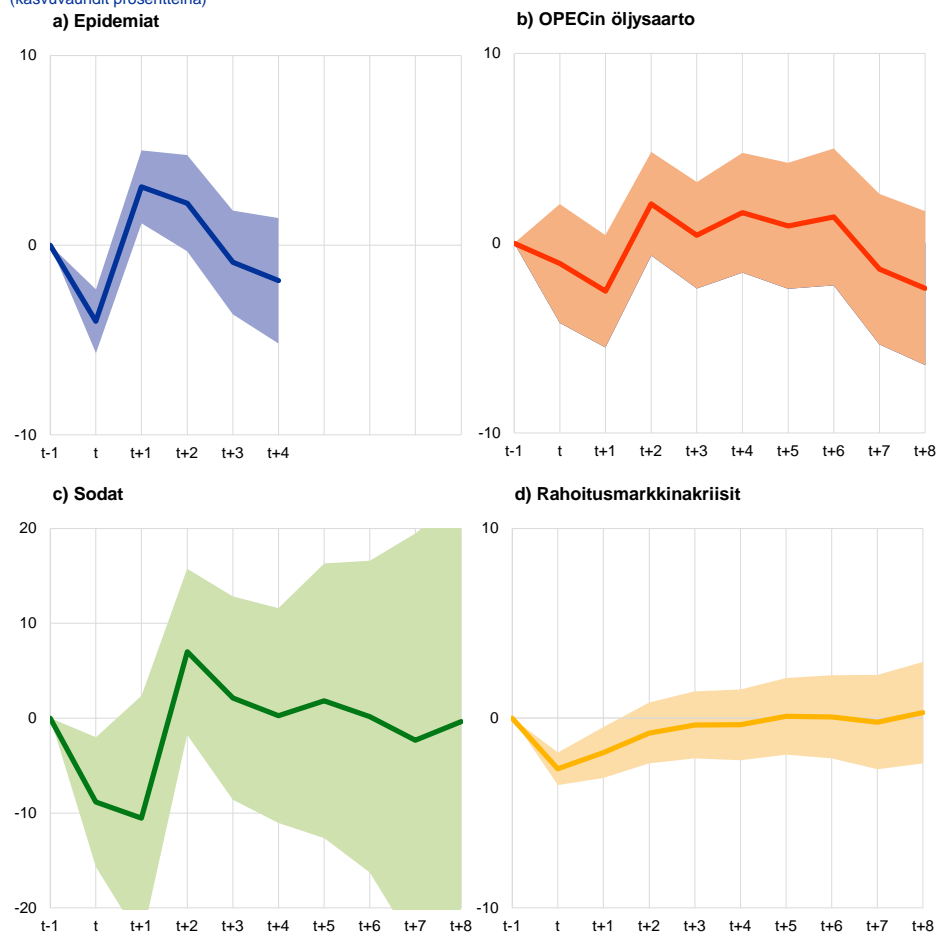
### Sitä vastoin rahoitusmarkkinakriiseihin liittyy hyvin pitkäaikainen

**potentiaalisen tuotannon putoaminen.** Aiempia rahoitusmarkkinakriisejä koskevat tulokset (esimerkkeinä sisäsyntyisistä eli talouden tasapainottomuuksien kasaantumisesta johtuvista kriiseistä) viittaavat noin 5 prosentin vajeeseen jopa 8 vuoden kuluttua, mikä on sopuoinnussa edellä käsitellyn viimeaikaisen kirjallisuuden kanssa. Tämä saa tukea myös siitä, että rahoitusmarkkinakriiseistä alkaneiden taantumien yhteydessä ei havaita kasvuvauhtien kiihtymistä potentiaaliaan nopeammaksi taantumien päättymisen jälkeen, mikä viittaa potentiaalisen tuotannon tasoon kohdistuviin pitkäaikaisiin haittavaikutuksiin (ks. kuvio B). Tämä poikkeaa ulkosyntyisistä kriiseistä (epidemiat, OPECin öljysaarto ja sodat), joissa alkuvaiheen supistumista seurasi normaalia nopeampi kasvu, jonka myötä talouden potentiaalinen tuotanto palautui pitkän aikavälin trendilleen.

## Kuvio B

### Aiempien epidemioiden ja muiden kriisien vaikutus potentiaalisen tuotannon kasvuun

(kasvuvauhdit prosentteina)



Lähteet: EKP:n laskelmat perustuvat Penn World -taulukoihin sekä Laevenin ja Valencian artikkeleihin (ks. alaviite 4). Huom. Yhtenäiset viivat kuvaavat kunkin vuonna t tapahtuneen tapahtuman vaikutusta potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtiin vuoteen t+8 saakka eli kahdeksan vuoden ajan kyseisestä tapahtumasta ja varjostetut alueet kuvaavat 95 prosentin luottamusväliä. Vaikutus potentiaaliseen tuotantoon on estimoitu lokaalien projektioiden menetelmällä, joka perustuu globaaliin paneelimalliin, jossa kaikki tapahtumat ovat mukana samanaikaisesti, endogeisuus kontrolloidaan neljällä viipeellä potentiaalisen tuotannon kasvuun ja vaikutukset on sidottu maittain. Koska useimmat analyysissä käsitellyt epidemiat ovat verrattain viimeaikaisia, otoksen avulla on mahdollista laskea niiden vaikutukset vain neljän vuoden jaksolle epidemian päätyttyä. Potentiaalinen tuotanto on määritelty tuotannon tasona, joka on sopusoinnussa talouden tuotantokapasiteetin kanssa.

**On näyttöä siitä, että rahoitusmarkkinakriisien jälkeisissä taantumissa kriisin vaikutus pääomakantaan on ollut erityisen pitkäaikainen.**<sup>21</sup> Aiempien rahoitusmarkkinakriisien vaikutusta on hyödyllistä tarkastella potentiaalisen tuotannon aluerien tasolla. Rahoitusmarkkinakriisi vaikuttaa alkuvaiheessa kaikkiin kolmeen tuotantofunktion tarjontapuolen tekijään (ks. kuvio C). Vaikka kokonaistuottavuuteen ja työmarkkinapanokseen kohdistuva negatiivinen vaikutus alkaa hävitä noin kolmen vuoden kuluttua, pääomakantaan kohdistuu pitkäaikaisia

<sup>21</sup> Koska epidemioiden, OPECin öljyosaston ja sotien vaikutus tarjontapuolen yksittäisiin tekijöihin on joko lyhytikäinen tai ei lainkaan merkittävä, kuten edellä todettiin potentiaaliseen kasvuun kohdistuvan lyhytaikaisen vaikutuksen osalta, niitä ei käsitellä tässä yhteydessä enempää. Ainoa poikkeus on epidemioiden haitallinen vaikutus työvoiman (ml. inhimillinen pääoma) tarjontaan; tämä vaikutus voimistuu ajan kuluessa. Epidemioita koskevat tulokset ovat samansuuntaisia Maailmanpankin viimeaikaisten tutkimusten kanssa. Ks. A. Dieppe (ed.), "Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies", World Bank, 2020.

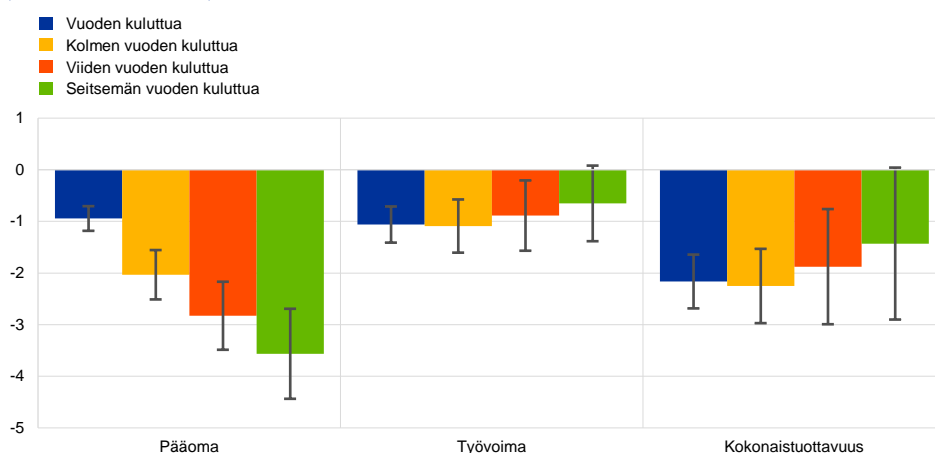
epäedullisia vaikutuksia, jotka ovat rahoitusmarkkinakriisien pitkäaikaisten haittavaikutusten pääasiallinen lähde.

**Koronavirus voisi vaikuttaa negatiivisesti pääomakantaan, kuten aiemmissa rahoitusmarkkinakriiseissä tapahtui.** Pääomakannan arvon lasku on todennäköisesti nopeutunut koronaviruksen seurauksena erityisesti kriisin rasittamilla pääomaintensiivisillä aloilla, kuten lentoliikenteessä, jossa osa pääomakannasta saattaa jäädä vanhanaikaiseksi, sekä muilla sektoreilla, jotka kärsivät kysyntäsokista. Lisäksi julkisen talouden vakautustarve kriisin jälkeen yhdistettynä yritysten vaikeisiin talousnäkyymiin saattaa johtaa pitkittyneeseen ali-investointijakssoon.<sup>22</sup>

### Kuvio C

Rahoitusmarkkinakriisien vaikutus potentiaalisen tuotannon tarjontapuolen osatekijöihin

(Kumulatiiviset kasvuvauhdit)



Lähteet: EKP:n laskelmat perustuvat Penn World -taulukkoihin sekä Laevenin ja Valencian artikkeliin (ks. alaviite 4).

Huom. Palkit kuvaavat rahoitusmarkkinakriisien vaikutusta kuhunkin tarjontapuolen erään ilmoitetun vuosien määrän kuluttua kriisistä. Virhepalkit kuvaavat 95 prosentin luottamusväliä. Vaikutus potentiaaliseen tuotantoon on estimoitu lokaalien projektoiden menetelmällä, joka perustuu globaalin paneelimalliin, jossa kaikki tapahtumat ovat mukana samanaikaisesti, sisäisyntisyyttä kontrolloidaan neljällä viipeellä potentiaalisen tuotannon kasvuun ja vaikutukset on sidottu maittain. Potentiaalinen tuotanto on määritetty tuotannon tasona, joka on sopusoinnussa talouden tuotantokapasiteetin kanssa.

**Koska koronavirussokki on iskenyt ennen muuta työvoimavaltaisiin sektoreihin, työvoiman tarjontaan alkuvaiheessa kohdistuva vaikutus voi olla voimakkaampi kuin aiempien rahoitusmarkkinakriisien yhteydessä.** Kuljetusta lukuun ottamatta koronaviruksen rajoitustoimista eniten kärsineet sektorit (vähittäiskauppa, majoitus- ja ravitsemistoiminta, viihde ja virkistys) ovat yleisesti ottaen enemmän työvoima- kuin pääomavaltaisia (ks. kuvio D). Samaan aikaan myös sellaiset sektorit, jotka eivät ole olleet sulkutoimien kohteena, ovat saattaneet kärsiä epäsuorasti, jos niiden välituotteiden myynti sulkutoimista kärsineille

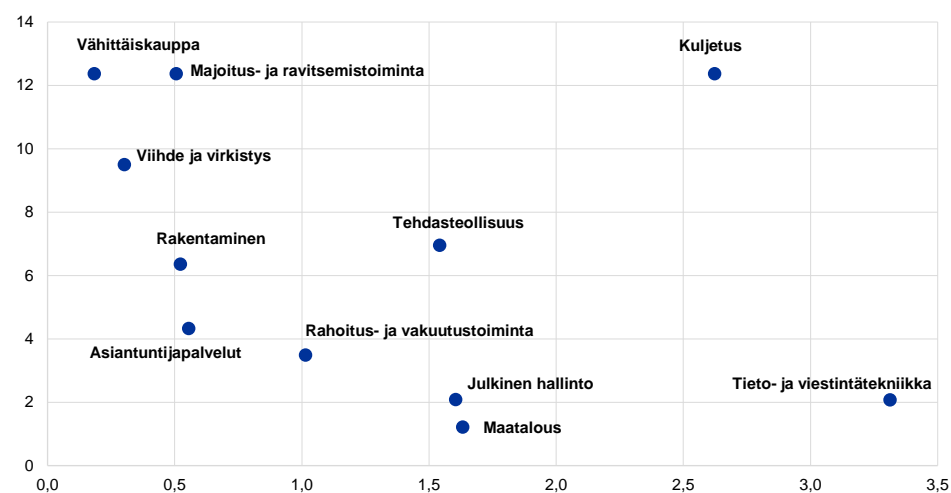
<sup>22</sup> Vuoden 2020 alkupuoliskolla globaalit investoinnit (ilman euroaluetta) supistuivat noin 11 % eli enemmän kuin globaalin finanssikriisin jälkeen: vuoden 2008 kolmannelta neljännekseltä vuoden 2009 ensimmäiseen neljännekseen globaalit investoinnit supistuivat kumulatiivisesti 8 %. OECD:n arvioiden mukaan globaalit investoinnit olisivat vielä vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä 4 % pienemmät kuin vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä (luvut perustuvat Australian, Ison-Britannian, Japanin, Kanadan, Korean ja Yhdysvaltojen painottamattomaan keskiarvoon). Ks. "OECD Economic Outlook No 107 - Single-hit scenario - Edition 2020/1", OECD Economic Outlook: Statistics and Projections (tietokanta), OECD, 2020.

sektoreille on heikentynyt.<sup>23</sup> Se, jäävätkö nämä työllisyystappiot pysyvämmiksi, riippuu nopeudesta, jolla työvoima sijoittautuu uudelleen eri sektoreille ja yrityksiin. Pandemiaan liittyvät työmarkkinaseuraukset, kuten työvoiman väheneminen työnhauun lopettavien määrän kasvun tai kehittyvistä maista kehittyneisiin suuntautuvien globaalien muuttovirtojen hidastumisen vuoksi, saattavat johtaa työvoiman pitempiaikaiseen supistumiseen. Tämä supistuminen yhdessä koulujen sulkemisista johtuvien inhimillisen pääoman kertymiseen kohdistuvien vaikutusten kanssa saattaa pahentaa työvoiman tarjonnan menetyksiä.<sup>24</sup> Samaan aikaan on syytä huomata, että menetykset riippuvat politiikkatoimista ja näiden vaikutusten hillitsemiseen pyrkivän työmarkkinapolitiikan onnistumisesta.<sup>25</sup>

## Kuvio D

Sektorikohtaiset menetykset koronaviruksen hillintätoimenpiteiden vuoksi sekä pääoman / työvoimaintensiivisyyden suhde

(x-akseli: kiinteä pääomakanta työntekijää kohden; y-akseli: arvioitu arvonlisäysmenetyks prosentteina)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja EU KLEMS -tietokanta.

Huom. Toimialakohtaiset covid-19-sulkutoimista johtuvat tappiot perustuvat EKP:n asiantuntijoiden arvioon, joka perustuu globaalin talousjärjestelmän kannalta merkittävien maiden otokseen ja on laskettu painottamattomana keskiarvona.

Pääoma/työvoimaintensiivisyysuhde lasketaan jakamalla kiinteä pääomakanta (vuonna 2017) työpanoksella (työntekijöiden lukumäärä vuonna 2017) kullakin sektorilla 19 maan otoksen painottamattoman keskiarvon perusteella.

**Vaikka koronaviruskriisillä voi olla myös negatiivinen vaikutus tuottavuuteen, digitaalisiin teknologioihin siirtyminen saattaa olla pitkällä aikavälillä positiivista.** Koronaviruskriisi saattaa vaikuttaa kokonaistuottavuuteen monin eri tavoin. Ensinnäkin koronaviruksen vaikutus saattaa tilapäisesti lukita voimavaroja tuottamattomille sektoreille, ja tuotantoresurssien kohdistuminen nopeasti kasvaville

<sup>23</sup> Ks. L. Laeven, "Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation", *CEPR Discussion Papers*, nro DP15022, 2020.

<sup>24</sup> Ks. S. Burgess ja H.H. Sievertsen, "Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education", *VoxEU*, 2020, jonka mukaan "lyhyelläkin poissaololla koulusta on vaikutusta taitojen kehittymiseen".

<sup>25</sup> Ks. Talouskatsauksen 5/2020 kehikko "A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market".

toimialoille vie todennäköisesti aikaa.<sup>26</sup> Lisäksi innovointi saattaa kärsiä tutkimus- ja kehitystoimintainvestointien vähenemisestä yhtäältä julkisella sektorilla talouden tasapainottamistarpeen takia ja toisaalta yksityisellä sektorilla kohonneen epävarmuuden takia. Lisäksi globaalien arvoketjujen palauttaminen kotimaahan koronakriisin jäljiltä saattaa heikentää innovaatioiden ja tiedon kansainvälistä leviämistä. Samaan aikaan digitaalisten teknologioiden käytön lisääntyminen koronakriisin myötä voi kuitenkin myös kiihdyttää maailmantalouden digitalisaatiota ja siten vaikuttaa positiivisesti kokonaistuottavuuteen.<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> Tämän tapahduttua kokonaistuottavuus saattaa kuitenkin hyötyä voimavarojen kohdistumisesta tuottavammille sektoreille. Lisäksi koronasokilla saattaa olla voimakkaampi vaikutus alhaisen tuottavuuden yrityksiin, ja tämä taas voi periaatteessa vaikuttaa positiivisesti kokonaistuottavuuteen. Ks. Talouskatsauksen 7/2020 artikkelin "[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)" kehikko 2.

<sup>27</sup> Itse asiassa viimeaikaisessa euroalueen johtavien yritysten kyselyssä pandemian pitkäaikaisiksi tarjontapuolen vaikutuksiksi ilmoitettiin useimmiten etätöiden lisääntyminen ja digitalisaation kiihtyminen (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Pandemian pitkäaikaisvaikutukset keskeisille yrityksille tehdyn kyselytutkimuksen valossa").

## 2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 22.7.–3.11.2020

**Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä vuoden 2020 viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 22.7.–15.9. ja 16.9.–3.11.2020.** Tarkastelujakson aikana vuoden mittaan esiintynyt koronaviruspandemiaan liittyvä markkinoiden volatiliiteetti tasaantui. Keskuspankkien toteuttamat toimet tukivat edelleen markkinoiden toimintaa kesän aikana.

**Likviditeetin määrä pankkijärjestelmässä jatkoi kasvuaan vuoden 2020 viidennellä ja kuudennella pitoajanjaksolla.** Tärkeimmät kasvun taustatekijät olivat kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) kolmannen sarjan selvitys sekä omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) toteutetut ostot.

### 2.1 Likviditeettitarpeet

**Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 2 044,5 miljardia euroa.** Likviditeettitarve oli 109,8 miljardia euroa suurempi kuin vuoden 2020 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 107,3 miljardia euroa ja oli 1 901,6 miljardia euroa. Vähimmäisvarantovelvoitteet puolestaan kasvoivat 2,6 miljardia euroa ja olivat 142,9 miljardia euroa.

**Valtioiden talletukset olivat tarkastelujakson aikana selvästi tärkein likviditeettiä vähentänyt tekijä.** Valtioiden talletusten kasvu jatkui, joskin edellistä jaksoa hitaampana. Valtioiden talletukset kasvoivat keskimäärin 146,7 miljardia euroa 727,9 miljardiin euroon. Euroalueen valtioiden talletusten määrä oli ennätyskellisen suuri, ja niiden keskimääräinen osuus eurojärjestelmän taseesta oli yli 11 %, kun se edellisellä tarkastelujaksolla oli noin 9 % ja vuoden kahdella ensimmäisellä pitoajanjaksolla 6 %. Likviditeettiä lisäävien tekijöiden määrä puolestaan kasvoi 41,6 miljardia euroa, mutta niiden kasvun vaikutus jäi valtioiden talletusten kasvun likviditeettiä vähentävää vaikutusta vähäisemmäksi. Erityisesti euromääräisten nettosaamisten määrä kasvoi 83,7 miljardia euroa, mitä hieman tasoitti valuuttamääräisten nettosaamisten väheneminen 42,1 miljardia euroa (ks. taulukon A osa ”Varat”).

Kaiken kaikkiaan rahapoliittisissa operaatioissa jaetun likviditeetin määrä oli tämänkin tarkastelujakson aikana huomattavasti suurempi kuin riippumattomien tekijöiden likviditeettiä vähentävä nettovaikutus.



## Taulukko A

### Eurojärjestelmän likviditeetti

#### Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 22.7.2020–3.11.2020						Edellinen tarkastelujakso: 6.5.2020–21.7.2020	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 22.7.2020– 15.9.2020		Kuudes pitoajanjakso 16.9.2020– 3.11.2020		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
<b>Riippumattomat tekijät</b>	<b>2 998,3</b>	<b>(+149,0)</b>	<b>2 976,9</b>	<b>(+37,5)</b>	<b>3 022,9</b>	<b>(+46,0)</b>	<b>2 849,3</b>	<b>(+339,1)</b>
Liikkeessä olevat setelit	1 384,9	(+27,3)	1 381,2	(+15,6)	1 389,1	(+7,9)	1 357,6	(+58,1)
Valtioiden talletukset	729,7	(+146,7)	712,9	(+41,7)	749,0	(+36,0)	583,0	(+261,5)
Muut riippumattomat tekijät <sup>1</sup>	883,7	(-25,1)	882,8	(-19,7)	884,8	(+2,0)	908,8	(+19,5)
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitalletukset</b>	<b>2 562,7</b>	<b>(+529,6)</b>	<b>2 483,3</b>	<b>(+278,6)</b>	<b>2 653,5</b>	<b>(+170,2)</b>	<b>2 033,1</b>	<b>(+437,5)</b>
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteet<sup>2</sup></b>	<b>142,9</b>	<b>(+2,6)</b>	<b>142,4</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>143,6</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>140,4</b>	<b>(+4,7)</b>
<b>Talletusmahdollisuus</b>	<b>435,4</b>	<b>(+104,8)</b>	<b>413,2</b>	<b>(+57,2)</b>	<b>460,7</b>	<b>(+47,5)</b>	<b>330,5</b>	<b>(+72,3)</b>
<b>Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Lähde: EKP.

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

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: 22.7.2020–3.11.2020						Edellinen tarkastelujakso: 6.5.2020–21.7.2020	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 22.7.2020–15.9.2020		Kuudes pitoajanjakso 16.9.2020–3.11.2020		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
<b>Riippumattomat tekijät</b>	<b>1 097,0</b>	<b>(+41,6)</b>	<b>1 097,9</b>	<b>(+26,9)</b>	<b>1 096,0</b>	<b>(-1,9)</b>	<b>1 055,4</b>	<b>(+22,6)</b>
Valuuttamääräiset nettosaamiset	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3	(+60,5)
Euromääräiset nettosaamiset	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2	(-37,9)
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	<b>5 020,5</b>	<b>(+728,6)</b>	<b>4 897,3</b>	<b>(+338,0)</b>	<b>5 161,4</b>	<b>(+264,1)</b>	<b>4 291,9</b>	<b>(+824,7)</b>
Avomarkkinaoperaatiot	5 020,5	(+728,6)	4 897,3	(+338,0)	5 161,4	(+264,1)	4 291,9	(+824,7)
Huutokauppaoperaatiot	1 625,9	(+419,8)	1 573,7	(+182,6)	1 685,6	(+111,9)	1 206,1	(+464,3)
<b>Perusrahoitusoperaatiot</b>	<b>1,3</b>	<b>(+0,7)</b>	<b>1,3</b>	<b>(+0,5)</b>	<b>1,3</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>0,6</b>	<b>(-0,4)</b>
<b>Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)</b>	<b>1,6</b>	<b>(-0,6)</b>	<b>2,0</b>	<b>(-0,3)</b>	<b>1,1</b>	<b>(-0,8)</b>	<b>2,2</b>	<b>(-0,9)</b>
<b>Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)</b>	<b>40,4</b>	<b>(-242,4)</b>	<b>45,9</b>	<b>(-124,1)</b>	<b>34,0</b>	<b>(-11,9)</b>	<b>282,8</b>	<b>(-188,3)</b>
<b>Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)</b>	<b>1 582,7</b>	<b>(+890,8)</b>	<b>1 524,5</b>	<b>(+436,1)</b>	<b>1 649,1</b>	<b>(+124,6)</b>	<b>691,9</b>	<b>(+541,5)</b>
<b>Ylimääräiset pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot</b>	<b>-</b>	<b>(-228,6)</b>	<b>-</b>	<b>(-129,6)</b>	<b>-</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>228,6</b>	<b>(+112,4)</b>
Suorat arvopaperisijoitukset	3 394,6	(+308,8)	3 323,6	(+155,3)	3 475,8	(+152,2)	3 085,8	(+360,4)
<b>Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma</b>	<b>0,5</b>	<b>(-0,2)</b>	<b>0,5</b>	<b>(-0,1)</b>	<b>0,5</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>0,6</b>	<b>(-0,5)</b>
<b>Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma</b>	<b>2,8</b>	<b>(-0,1)</b>	<b>2,8</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>2,8</b>	<b>(-0,1)</b>	<b>2,9</b>	<b>(-0,0)</b>
<b>Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma</b>	<b>285,8</b>	<b>(+3,5)</b>	<b>285,0</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>286,8</b>	<b>(+1,9)</b>	<b>282,3</b>	<b>(+9,3)</b>
<b>Velkapaperiohjelma</b>	<b>33,1</b>	<b>(-3,6)</b>	<b>34,0</b>	<b>(-1,1)</b>	<b>32,0</b>	<b>(-2,0)</b>	<b>36,7</b>	<b>(-5,5)</b>
<b>Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma</b>	<b>29,6</b>	<b>(-1,2)</b>	<b>29,9</b>	<b>(-0,8)</b>	<b>29,3</b>	<b>(-0,6)</b>	<b>30,8</b>	<b>(+0,9)</b>
<b>Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma</b>	<b>2 283,2</b>	<b>(+53,1)</b>	<b>2 268,6</b>	<b>(+24,0)</b>	<b>2 299,9</b>	<b>(+31,4)</b>	<b>2 230,2</b>	<b>(+79,4)</b>
<b>Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma</b>	<b>232,3</b>	<b>(+15,3)</b>	<b>227,2</b>	<b>(+6,3)</b>	<b>238,2</b>	<b>(+11,0)</b>	<b>217,0</b>	<b>(+18,0)</b>
<b>Pandemiaan liittyvä väliaikainen osto-ohjelma</b>	<b>527,3</b>	<b>(+242,0)</b>	<b>475,6</b>	<b>(+125,8)</b>	<b>586,3</b>	<b>(+110,7)</b>	<b>285,3</b>	<b>(+258,7)</b>
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.

## Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 22.7.2020–3.11.2020			Edellinen tarkastelujakso: 6.5.2020– 21.7.2020
	Viides ja kuudes pitoajanjakso	Viides pitoajanjakso 22.7.–15.9.2020	Kuudes pitoajanjakso 16.9.2020– 3.11.2020	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso
Likviditeettitarpeet yhteensä <sup>1</sup>	2 044,5 (+109,8)	2 021,6 (+11,6)	2 070,7 (+49,2)	1 934,7 (+321,3)
Riippumattomat tekijät <sup>2</sup>	1 901,6 (+107,3)	1 879,2 (+10,4)	1 927,2 (+48,0)	1 794,3 (+316,6)
Ylimääräinen likviditeetti <sup>3</sup>	2 998,0 (+634,5)	2 896,5 (+335,8)	3 114,1 (+217,6)	2 363,6 (+509,8)

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

(keskikorko; prosenttia)

	Nykyinen tarkastelujakso: 22.7.2020–3.11.2020			Edellinen tarkastelujakso: 6.5.2020– 21.7.2020
	Viides ja kuudes pitoajanjakso	Viides pitoajanjakso 22.7.2020– 15.9.2020	Kuudes pitoajanjakso 16.9.2020– 3.11.2020	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso
Perusrahoitusoperaatiot	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Maksuvalmiusluotto	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Talletusmahdollisuus	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)
Eoniakorko <sup>1</sup>	-0,468 (-0,01)	-0,467 (-0,00)	-0,469 (-0,00)	-0,460 (-0,01)
€STR-korko	-0,553 (-0,01)	-0,552 (+0,00)	-0,554 (-0,00)	-0,545 (-0,01)

Lähde: EKP.

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

1) €STR-viitekorko plus 0,085 prosenttiyksikköä alkaen 1.10.2019. Eoniakoron ja €STR-koron muutosten erot johtuvat pyöristyksestä.

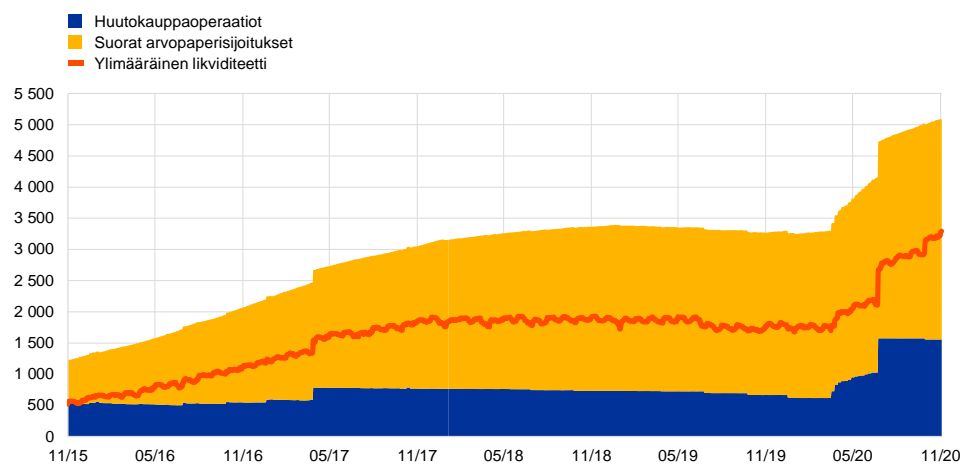
## 2.2 Likviditeetin tarjonta rahapoliittisissa operaatioissa

**Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 728,6 miljardia euroa ja oli 5 050,5 miljardia euroa (ks. kuvio A).** Yli puolet eli 58 % avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin lisäyksestä toteutettiin kohdennettujen pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan kautta ja loput 42 % suorien omaisuserien ostojen kautta.

## Kuvio A

### Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.  
Huom. Tuoreimmat tiedot 3.11.2020.

**Eurojärjestelmän luotto-operaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyymi kasvoi tarkastelujaksolla 419,8 miljardia euroa, mikä pääosin johtui kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) kolmannen sarjan neljännen ja viidennen operaation toteuttamisesta.** TLTRO-operaatioiden kolmannen sarjan kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyymi kasvoi 890,8 miljardia euroa, mutta sen vaikutusta vähensivät jonkin verran toisen sarjan operaatioiden erääntymiset ja vapaaehtoiset takaisinmaksut sekä siirtymävaiheen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (LTRO) erääntyminen. Taustalla oli vastapuolten siirtyminen taloudellisesti houkuttelevampien TLTRO-operaatioiden kolmanteen sarjaan. Vapaaehtoisten takaisinmaksujen määrä TLTRO-operaatioiden toisessa sarjassa oli yhteensä 242,4 miljardia euroa. Siirtymävaiheen operaatioiden (ns. "bridge LTRO") erääntyminen vähensi likviditeettiä 228,6 miljardia euroa. Näiden 12.3.2020 aloitettujen operaatioiden tarkoitus oli tarjota rahoitusta suotuisin ehdoin ja helpottaa vastapuolten siirtymistä TLTRO-operaatioiden kolmanteen sarjaan. Tarkastelujakson aikana EKP toteutti myös huhtikuussa 2020 julkistetusta seitsemän ylimääräisen rahoitusoperaation sarjasta (pandemiaan liittyvä kohdentamattomien pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarja, PELTRO) kolmannen, neljännen ja viidennen operaation. Näiden rahoitusoperaatioiden tarkoitus on ylläpitää rahamarkkinoiden sujuvaa toimintaa varautumisjärjestelyn avulla. PELTRO-operaatioiden kautta jaettu lisälikviditeetti oli 7,5 miljardia euroa. Perusrahoitusoperaatioiden ja kolmen kuukauden pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden vaikutus jäi vähäiseksi. Niiden likviditeettiä lisäävä vaikutus kasvoi yhteensä 0,1 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden.

**Samanaikaisesti eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyymi kasvoi 308,8 miljardia euroa ja oli 3 394,6 miljardia euroa. Tämä johtui netto-ostojen jatkumisesta omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP).** Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyt keskimääräiset ostot olivat 527,3 miljardia, mikä merkitsi

242,0 miljardin euron kasvua edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen volyymi kasvoi kaikista osto-ohjelmista eniten. Seuraavaksi eniten volyymi kasvoi julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka volyymi oli 2 283,2 miljardia euroa (keskimääräinen kasvu 53,1 miljardia euroa), sekä yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka volyymi oli 232,3 miljardia euroa (keskimääräinen kasvu 15,3 miljardia euroa).

## 2.3 Ylimääräinen likviditeetti

**Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi kasvoi 634,5 miljardia euroa eli 2 998,0 miljardiin euroon (ks. kuvio A).** Eurojärjestelmän tileille tehtyjen varantovelvoitteen ylittävien sekkilitalletusten määrä kasvoi 529,6 miljardia euroa 2 562,7 miljardiin euroon, ja talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö kasvoi 104,8 miljardia euroa 435,4 miljardiin euroon. Ylimääräinen likviditeetti tiettyyn enimmäismäärään asti on vapautettu talletusmahdollisuuden tileihin sovellettavasta negatiivisesta talletuskorosta. Tämä tarjoaa pankeille taloudellisen kannustimen tehdä talletuksia sekkitileille talletusmahdollisuuden tilien sijasta.

## 2.4 Korkokehitys

**€STR-korko laski keskimäärin 0,08 prosenttiyksikköä edelliseen tarkastelujaksoon nähden ylimääräisen likviditeetin lisääntymisen vuoksi.**

€STR-korko oli tarkastelujakson aikana keskimäärin -0,553 prosenttia, kun se edellisellä tarkastelujaksolla oli keskimäärin -0,545 prosenttia.<sup>28</sup> EKP:n ohjauskorot eli talletusmahdollisuuden, perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusluoton korot pysyivät tarkastelujakson aikana ennallaan.

<sup>28</sup> Eonikorko, joka lokakuusta 2019 lähtien on €STR-korko plus kiinteä korkolisä (0,085 prosenttiyksikköä), mukaili €STR-korkoa.

## Lyhyen aikavälin talouskehityksen arviointi pandemia-aikana

**Koronaviruspandemian laukaiseman äkillisen ja syvän taantuman vuoksi euroalueen reaalisien BKT:n kasvun reaaliaikaiseen ennustamiseen käytettyjä vakiintuneita menetelmiä on jouduttu muokkaamaan.** Pandemian vakavat taloudelliset vaikutukset ovat mullistaneet tilastollisten ja taloudellisten muuttujien välisiä tavanomaisia suhteita.<sup>29</sup> Vakiintuneilla lyhyen aikavälin ennustemalleilla ei sen vuoksi ole pystytty tavoittamaan vuoden 2020 kahdella ensimmäisellä neljänneksellä tapahtuneen talouskasvun hidastumisen mittaluokkaa (ensimmäisellä neljänneksellä 3,7% ja toisella 11,8 % edelliseen neljännekseen verrattuna) eikä elpymistä kolmannella neljänneksellä, jolloin talouskasvu oli 12,6 %. Poikkeuksellisen dynamiikan vuoksi euroalueen reaalisien BKT:n kasvun reaaliaikaiseen ennustamiseen käytettyjä vakiintuneita menetelmiä on päivitetty. Tässä kehikossa kuvataan neljä EKP:n asiantuntijoiden muokkaamaa menetelmää koronaviruspandemian erityispiirteiden ja vaikutusten huomioimiseksi.

**Ensimmäisessä menetelmässä hyödynnetään tietoja eri maissa toteutettujen pandemian rajoituskeinojen vaikutuksista.** Pandemian hillitsemiseksi toteutettujen sosiaalisten kontaktien rajoitustoimien taloudellista vaikutusta eri maissa arvioitiin yksinkertaisella menetelmällä.<sup>30</sup> Yhdistetyllä paneeliregressiomenetelmällä, jota voidaan nimittää pandemia-ajan maatason malliksi, tutkittiin OSI (Oxford Stringency Index) -indeksillä mitattujen rajoitustoimien ja reaalisien BKT:n välistä yhteyttä eri maissa.<sup>31</sup> Kun tarkastellaan kaikista euromaista kerättyjä tietoja vuoden 2020 kolmelta ensimmäiseltä neljännekseltä, reaalisien BKT:n ja OSI-indeksin välisen suhteen vaihtelu eri maissa näyttää asettuvan lineaariseen malliin melko hyvin (ks. kuvio A). Pandemia-ajan maatason mallilla tehtyjen reaaliaikaisten arvioiden perusteella euroalueen reaalin BKT supistui vuoden 2020 toisella neljänneksellä 7,9 % ja kasvoi kolmannella neljänneksellä 6,3 % edelliseen neljännekseen nähden (ks. kuvio B).

<sup>29</sup> Ks. myös M. Lenza ja G.E. Primiceri, "How to Estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, nro 2461, EKP, elokuu 2020.

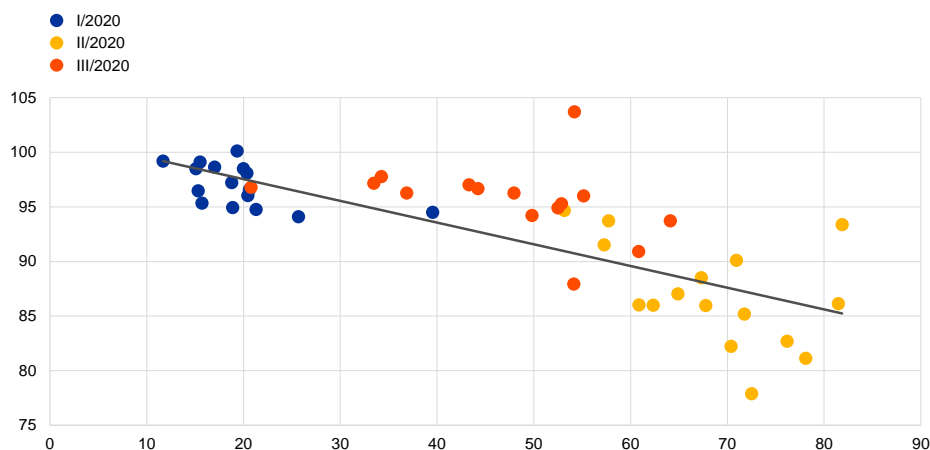
<sup>30</sup> Ks. myös N. Battistini ja G. Stoevsky, "Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area", *Taloukskatso* 3/2020.

<sup>31</sup> Ks. myös T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow ja S. Webster, "Oxford COVID-19 Government Response Tracker," Blavatnik School of Government, 2020.

## Kuvio A

### Euroalueen reaalin BKT ja OSI-indeksi (Oxford Stringency Index) euroalueen maissa vuonna 2020

(x-akseli: indeksi, IV/2019 reaalin BKT = 100; y-akseli: indeksi, max = 100)



Lähteet: Eurostat, Hale ym. (2020), EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Kuviossa viiva osoittaa yhdistetyn paneeliregression lineaarista trendiä (sovite). Analyysi perustuu 19 euroalueen maan aineistoon vuoden 2020 kolmelta ensimmäiseltä neljännekseltä. Kulmakerroin on OSI-indeksin estimoitu jousto suhteessa reaaliiseen BKT:hen.

### Toisessa menetelmässä käytetään tiheästi päivittyviä indikaattoreita, koska niistä saaduilla tiedoilla voidaan nopeasti tavoittaa äkilliset muutokset taloustilanteessa.

Vaikka kuukausittaiset indikaattorit ovat hyvä nykytilannetta koskeva tietolähde, niiden julkaisemisessa on pieni viive. Vakiintuneista poikkeavien päivittäisten tai viikoittaisten aikasarjojen (esim. luottokorttimaksujen, sähkönkulutuksen ja liikkuvuuden) perusteella on saatu ajantasaisempi kuva pandemian talousvaikutuksista. Näitä tietoja on kuitenkin syytä tarkastella varoen, sillä ne voivat sisältää kohinaa, ne kattavat vain lyhyen jakson ja niihin vaikuttavat monimutkaiset kausivaihtelutekijät.<sup>32</sup> Nämä haasteet huomioon ottaen euroalueen reaalin BKT:n lyhyen aikavälin ennustamisen vakiintuneita menetelmiä laajennettiin ottamalla mukaan viikoittaisten luottokorttimaksujen aineisto.<sup>33</sup> Tämä lisäinformaatio tavoittaa omalta osaltaan reaaliaikaisen kehityksen niissä kahdessa BKT:n komponentissa, joihin pandemia on vaikuttanut voimakkaammin (palvelujen tuotanto tarjontapuolella ja yksityinen kulutus menopuolella), joten se on parantanut lyhyen aikavälin ennustemallien tarkkuutta. Toisin kuin vakiintuneet mallit, joiden perusteella talouskasvun hidastuminen ja elpyminen arvioitiin lieviksi, muokatut lyhyen aikavälin ennustemallit viittasivat euroalueen reaalin BKT:n keskimäärin 7,0 prosentin hidastumiseen vuoden 2020 toisella neljänneksellä ja ripeään 8,4 prosentin nousuun kolmannella neljänneksellä (ks. kuvio B).

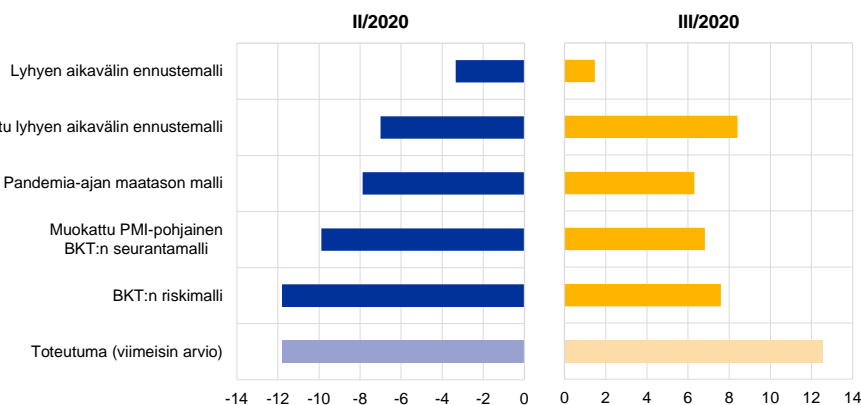
<sup>32</sup> Ks. D. Hinge, "COVID-19 policy-making and the need for high-speed data", centralbanking.com, elokuu 2020.

<sup>33</sup> Ks. Talouskatsauksen 2/2020 artikkeli M. Bańbura ja L. Saiz, "Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB".

## Kuvio B

### Muokatuilla malleilla laaditut euroalueen reaalisen BKT:n ennusteet

(prosentteja; neljännesvuosikasvu)



Lähteet: Eurostat, Hale ym. (2020), IHS Markit, EKP, EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Muokattu lyhyen aikavälin ennustemalli sisältää viikoittaisten luottokorttimaksujen ja muiden sellaisten vakiintuneiden indikaattorien tiedot, jotka olivat saatavilla 15 päivää ennen euroalueen BKT:n alustavan pika-arvion julkaisua. Muokatussa PMI-pohjaisessa BKT:n seurantamallissa sovelletaan tuotantoa koskevaan ostopäällikköiden yhdistelmäindeksiin epälineaarista sääntöä, jossa on otettu huomioon sekä indeksin neljännesvuosittainen muutos että BKT:n aiempi kasvu. BKT:n riskimallissa arvioidaan vuoden 2020 kolmannen neljänneksen kehitystä tarkastelemalla ehdollisen jakauman vasemmanpuoleisen hännän 5. persentiiliä ja vuoden 2020 kolmannen neljänneksen kehitystä odotetun ripeän elpymisen pohjalta tarkastelemalla ehdollisen jakauman oikeanpuoleisen hännän 1. persentiiliä. Kaikki raportoidut reaalisen BKT:n ennusteet ovat reaaliaikaisia arvioita.

### Kolmannessa menetelmässä muokataan BKT:n ja ostopäällikköiden indeksin (Purchasing Manager's Index, PMI) välistä lineaarista suhdetta.

Tuotantoa koskeva PMI-yhdistelmäindeksi on kuukausittainen diffuusioindeksi, joka perustuu kyselytutkimukseen ja jonka vaihteluväli on 0–100. Indeksien arvo 50 tarkoittaa, että tehdasteollisuus- ja palvelusektorien yritysten tuotannossa ei ole tapahtunut muutosta edelliseen kuukauteen verrattuna. Ennen pandemiaa PMI-indeksiin sisältyvällä lineaarisella säännöllä (ns. reaalisen BKT:n seurantamalli) pystyttiin melko hyvin ennustamaan neljännesvuosittaista reaalisen BKT:n kasvua euroalueella.<sup>34</sup> Korona-aikana lineaarisella säännöllä ei ole saatu yhtä toimivia ennusteita. Tutkimuksessa toteuttiin kaksi muutosta, jotta kaikki mahdollinen PMI-indeksin sisältämä informaatio saataisiin hyödynnettyä. Ensimmäinen muutos oli, että vuoden 2020 kahden ensimmäisen neljänneksen reaalisen BKT:n kasvua arvioitaessa tarkasteltiin ainoastaan jakauman vasemmanpuoleista häntää. Muokatulla säännöllä saatu reaaliaikainen arvio euroalueen reaalisen BKT:n laskusta ensimmäisellä neljänneksellä oli 2,7 prosenttia ja toisella neljänneksellä 9,8 prosenttia. Lisäksi ennakoitiin, että lineaarisella säännöllä ei pystytä tavoittamaan odotusten mukaista nopeaa elpymistä kolmannella neljänneksellä. Niinpä toisella muutoksella pyrittiin niin ikään hyödyntämään PMI-indeksin muutoksesta saatavaa informaatiota ja otettiin lähtökohdaksi edellisellä neljänneksellä todettu BKT:n

<sup>34</sup> Lineaarinen sääntö tarkoittaa, että reaalin BKT:n kasvu on 10 % PMI-indeksin neljännesvuosittaisen keskiarvon ja luvun 50 erotuksesta. Lisätietoja säännöstä: ks. G. J. de Bondt, "A PMI-Based Real GDP Tracker for the Euro Area", *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), vol. 15(2), joulukuu 2019, s. 147-170.



kasvu.<sup>35</sup> Tämän muutoksen perusteella ennusteeksi saatiin 6,1 prosentin elpyminen vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä (ks. kuvio B).

### **Viimeisessä eli neljännessä menetelmässä hyödynnetään keskimääräisestä poikkeavia tapahtumia koskevaa informaatiota epälineaarisen mallin avulla.**

Taloudelliset muuttujat reagoivat talouden taantuma- ja kasvuvaiheisiin eri tavoin. Näiden reaktioiden epälineaarisuuden huomioimiseksi tutkijat käyttivät BKT:n riskimallia (GDP-at-risk), jossa kvantiiliregressioiden avulla linkitetään kukin reaalisen BKT:n kasvun kvantiili (esim. 5. persentiili) valittuun makrotalouden (esim. tuotantoa kuvaava PMI-yhdistelmäindeksi) ja rahoituksen tilaa mittaavaan muuttujaan.<sup>36</sup> Rahoitusjärjestelmän häiriöiden ja riskipreemioiden mittareita ovat CISS (Composite Indicator of Systemic Stress) -indikaattori ja yritysten joukkolainojen tuottoerot. Talouden poikkeuksellista hidastumista vuoden 2020 kahdella ensimmäisellä neljänneksellä pyrittiin ennustamaan tarkastelemalla reaalisen BKT:n kasvun odotusarvoa ehdollisen jakauman vasemmanpuoleisen hännän 5. persentiilin kohdalla. Reaalisen BKT:n kasvun yllättävää elpymistä kolmannella neljänneksellä puolestaan pyrittiin ennustamaan tarkastelemalla odotusarvoa ehdollisen jakauman oikeanpuoleisen hännän 1. persentiilin kohdalla. Normaalijakaumasta poikkeaville tapahtumille tyypilliseen tapaan vuoden 2020 kolmen ensimmäisen neljänneksen talouskasvun dynamiikka tavoitettiin jokseenkin hyvin tarkastelemalla reaalisen BKT:n kasvujakauman äärikvantileita (ks. kuvio C). Näille jakauman hännille lasketut odotusarvot kuvaavat BKT:n riskimallin ennustetta. Odotusarvojen perusteella euroalueen reaalisen BKT:n jyrkän laskun suuruudeksi arvioitiin 2,9 % ensimmäisellä neljänneksellä ja 11,8 % toisella neljänneksellä ja kolmannella neljänneksellä seuranneen huomattavan nousun suuruudeksi 7,6 prosenttia (ks. kuvio B).<sup>37</sup>

<sup>35</sup> Epälineaarista sääntöä sovelletaan kuukausittaisiin tietoihin siten, että lineaariseen sääntöön lisätään tuotantoa koskevan PMI-yhdistelmäindeksin neliö ja säännössä käytetty prosenttiosuus on 10 prosentin sijasta 15 prosenttia. Prosenttiosuuden perustana ovat koronapandemiaa edeltäneet kvantiiliregression avulla saadut arviot, joissa on käytetty talouskasvua koskevien havaintojen alinta desiliä. Epälineaarinen suhdelukusäntö tarkoittaa, että reaalin BKT:n kasvu on edellisen neljänneksen reaalin BKT:n kasvu kertaa suhdeluku, jonka osatekijät ovat PMI-indeksiin perustuvan mittarin nykyisen neljänneksen arvo ja sen edellisen neljänneksen arvo. PMI-indeksiin perustuva mittari on 15 % PMI-indeksin neljännesvuosittaisen keskiarvon ja luvun 50 erotuksesta miinus 5 % edellisen neljänneksen vastaavasta erotuksesta.

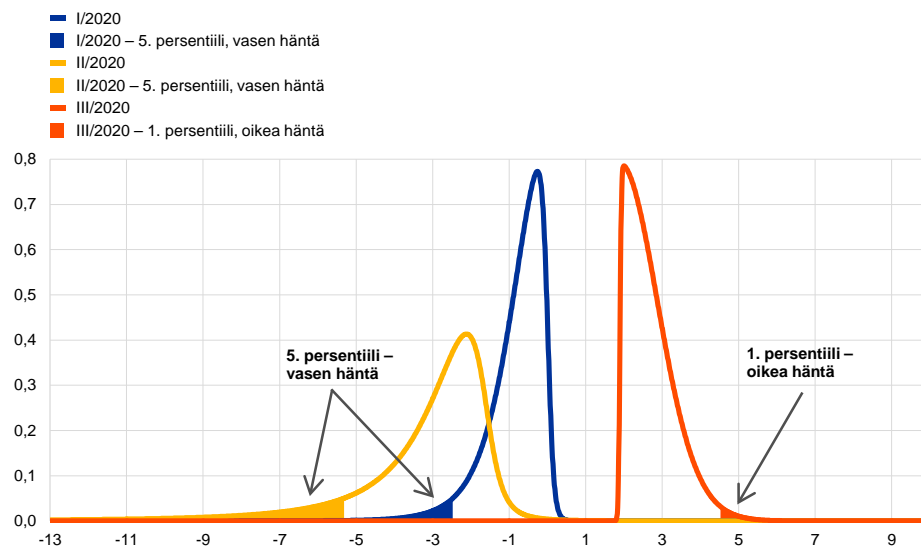
<sup>36</sup> Ks. T. Adrian, N. Boyarchenko ja D. Giannone, "Vulnerable Growth", *American Economic Review*, 109 (4), 2019, s.1263-89. Paneeliregression sovelluksista pandemia-aikoina ks. R.A. De Santis ja W. Van der Veken, "Macroeconomic risks across the globe due to the Spanish Flu", *Working Paper Series*, n:o 2466, EKP, marraskuu 2020. Sovelluksista euroalueella ks. myös J. M. Figueres ja M. Jarociński, "Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions", *Economic Letters*, vol. 191, kesäkuu 2020.

<sup>37</sup> Ehdollisen jakauman oikeanpuoleisen hännän 5. persentiiliä tarkastelemalla reaalisen BKT:n kasvuennusteeksi saatiin 5,6 prosenttia vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä.

## Kuvio C

### Euroalueen reaalisen BKT:n kasvu vuonna 2020 BKT:n riskimallin perusteella

(y-akseli: todennäköisyys; x-akseli: prosentteja, neljännesvuosittainen reaalisen BKT:n kasvu)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

### Epätavallisen suureen epävarmuuteen nähden tässä kuvatuilla neljällä menetelmällä tavoitettiin jotkin pandemian erityispiirteet varsin hyvin.

Kahdella ensimmäisellä menetelmällä saadut reaaliaikaiset ennusteet eivät täysin kuvastaneet toteutunutta erittäin jyrkkää laskua ja nousua. Sen sijaan ne tavoittivat vuoden 2020 toisen ja kolmannen neljänneksen kehityksen symmetrisyyden tavallista mallia tehokkaammin. Kaksi jälkimmäistä menetelmää puolestaan kuvastivat toisella neljänneksellä tapahtuneen talouskasvun romahduksen mittaluokkaa varsin hyvin, vaikkakaan ne eivät täysin tavoittaneet kolmannen neljänneksen vahvaa elpymistä, mikä todennäköisesti johtui PMI-indeksin epäsymmetrisestä reagoinnista poikkeustilanteeseen.

### Euroalueen lyhyen aikavälin talouskasvun arviointi vakiintuneista poikkeavilla menetelmillä pandemia-aikana edellyttää varovaisuutta.

Joissakin tässä kuvatuista menetelmistä on valittava parametreja tilanteen mukaan (esim. tietyt äärikvanttiilit) tai tehtävä malliin muutoksia (esim. PMI-pohjainen BKT:n seurantamalli). Toisaalta joihinkin vakiintuneista poikkeaviin tietoihin (esim. tiheästi päivittyvät indikaattorit, OSI-indeksi) sisältyy monimutkaista kausivaihtelua tai niiden otosten kattama aikaväli on hyvin lyhyt. Niinpä kunkin yksittäisen menetelmän soveltaminen ja etenkin niihin tarvittavien muutosten luonne edellyttää erityisen tarkkaa harkintaa. Jotkin menetelmät on erityisesti muokattu pandemiakriisiin sopiviksi, eivätkä ne välttämättä ole enää tarpeen, kun talouden dynamiikka normalisoituu. Näistä varauksista huolimatta kuvatut menetelmät ovat merkittävä parannus vakiintuneisiin menetelmiin, joilla euroalueen reaalista BKT:tä arvioidaan reaaliaikaisesti. Niiden tuomat lisätiedot tulevat tarpeeseen EKP:n asiantuntijoiden valmistellessa kokonaistaloudellisia arvioita ja arvioidessa pandemian toisen aallon vaikutuksia talouteen. Koska paluu normaalitilaan ei vaikuta todennäköiseltä lyhyellä aikavälillä, tässä kehikossa kuvatut pandemia-aikaan mukautetut

menetelmät tuonevat edelleen lisävalaistusta reaalisen BKT:n kasvuun, kunnes laaja immuniteetti koronavirukselle on saavutettu.

## Koronaviruspandemian vaikutuksen arviointi euroalueen tuontikorjatun kokonaiskysynnän hajotelman kautta

**Tässä kehikossa esitellään vaihtoehtoinen BKT:n hajottelumenetelmä, jossa otetaan huomioon, että jokainen kysyntäerä sisältää ulkomailta tuotuja tavaroita ja palveluja.** Tavanomainen BKT:n hajotelma kotimaisiin kulutuseriin ja nettovientiin mahdollistaa kotimaisten ja ulkomaisten kasvutekijöiden erillisen arvioinnin. Tällaisessa hajotelmassa kokonaistuonnin kontribuutio perinteisesti vähennetään erillisenä suurena kokonaisviennistä nettoviennin laskemiseksi. Todellisuudessa tuonnilla on kuitenkin vaikutusta kaikkiin BKT:n yksittäisiin alaeriin eli myös varastojen muutokseen ja kotimaiseen kysyntään – sekä erityisesti investointeihin vielä enemmän kuin yksityiseen ja julkiseen kulutukseen. Tavanomainen kansantalouden tilinpitokäytäntö on siis rajoittunutta, sillä se ylikorostaa kotimaisen kysynnän vaikutusta BKT:n kasvuun ja aliarvioi ulkomaisten tekijöiden vaikutusta kotimaiseen talouskasvuun.

### **Tuontikorjatussa BKT-mittarissa tuonti kohdistetaan kuhunkin kulutuserään ja vähennetään siitä erän tuonnin osuuden eli tuonti-intensiteetin perusteella.**

Tämän vaihtoehtoisen menetelmän avulla voidaan tarkastella kahta muutoin piiloon jäävää koronaviruksen taloudellisten vaikutusten välittymismekanismia. Ensinnäkin menetelmässä otetaan huomioon euroalueen ulkopuolisen loppu- ja välituotteiden tuonnin vaikutus kotimaiseen kysyntään – joka on kärsinyt globaaleista sulkutoimista – tarkastellen todellisia eräkohtaisia tuonti-intensiteettejä. Toiseksi siinä korostetaan ulkoisten tekijöiden vaikutusta vientiin, joka näyttäytyy selvemmin vasta, kun vientiin liittyvä euroalueen ulkopuolinen tuonti on netotettu pois euroalueen kokonaisviennistä. Tässä kehikossa esitellään näyttöä tuonti-intensiteetin tärkeydestä euroalueen talouskasvun erittelyssä pandemian aikana. Lisäksi siinä kuvataan toimialakohtaisiin sijaismuuttujiin perustuva jatkoanalyysi, jolla otetaan huomioon mahdolliset muutokset kulutuserien tuonti-intensiteeteissä pandemiajakson aikana.

**Euroalueen BKT:n tuonti-intensiteettikorjattu hajotelma<sup>38</sup> osoittaa, että kotimaiseen kulutukseen sisältyvä tuonti on ollut tärkeä kotimaisen kulutuksen kasvun taustatekijä vuonna 2020.** Perinteisen kansantalouden tilinpidon mukaisen BKT:n määritelmän mukaan euroalueen kotimainen kulutus aiheutti 14,0 prosenttiyksikköä euroalueen tuotannon 15,0 prosentin kumulatiivisesta supistumisesta vuoden 2020 alkupuoliskolla sekä 11,3 prosenttiyksikköä sen 12,5 prosentin neljännesvuositason kasvusta vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä (ks. kuvio A, kohta a). Jos vuoden 2020 menoeriä korjataan vuoden 2019 tuonti-intensiteeteillä, puhtaasti kotimaisen kysyntäerän osuus vuoden alkupuoliskon taloudellisista tappioista näyttää paljon rajallisempana ja viennin osuus suurempana (ks. kuvio A, kohta b). Tätä seuranneessa elpymisessä kotimainen

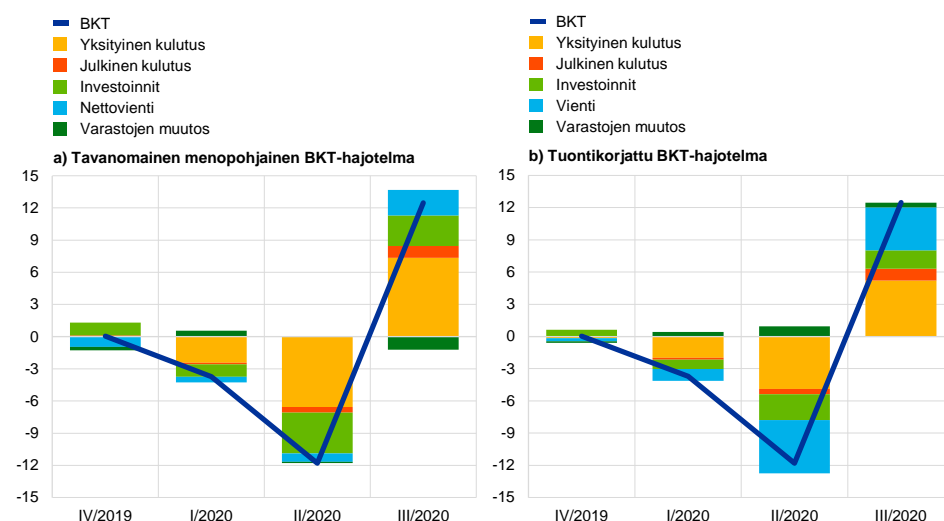
<sup>38</sup> Tuontikorjattu BKT:n menopuolen hajotelma kuvaa euroalueen ulkopuolisen viennin tärkeyttä talouden elpymisessä vuodesta 2013 alkaen, ks. "The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, elokuu 2017. Tuontikorjatulla kysynnän hajotelmalla oli keskeinen vaikutus myös ulkomaankaupan kehitykseen globaalin finanssikriisin aikana; ks. M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri ja N. Yamano, "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–2009", *American Economic Journal*, Vol. 5, nro 3, s. 118–151.

kysyntä kasvoi vähemmän tämän tarkastelun perusteella perinteiseen hajotelmaan verrattuna. Kaiken kaikkiaan vertailu osoittaa, että panos-tuotoskytkösten takia euroalueen talous on pandemian aikana ollut voimakkaammin altistunut ulkoisille sokeille kuin mihin perinteinen hajotelma viittaa.<sup>39</sup> Tämä johtuu siitä, että globaalien arvoketjujen kautta vienti on kiinteästi riippuvainen kotimaisen tuotannon rakenteesta. Lisäksi ulkoiset sokit voivat levitä ja voimistua johtuen sektorien keskinäisestä täydentävyydestä, joita saattaa syntyä panos-tuotoskytkösten ympärille.<sup>40</sup> BKT:n alarierien välittömät ja välilliset tuonti-intensiteetit voidaan laskea Eurostatin vuotuisten euroalueen panos-tuotostietojen<sup>41</sup> perusteella, jotka ovat saatavilla vuosilta 2005–2019. Näiden estimaattien mukaan tuonti-intensiteetti on ollut erityisen suuri viennissä ja investoinneissa, jonkin verran vähäisempi yksityisessä kulutuksessa ja erityisen pieni julkisissa kulutusmenoissa (ks. kuvio B, kohta a). Se on myös huomattavasti suurempi tehdasteollisuudessa kuin palveluissa.

### Kuvio A

#### Euroalueen BKT:n kasvu alarierineen vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä alkaen

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos, kasvuvaihtokertoimet prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Kohta a: tavanomainen menopohjainen BKT-hajotelma on kansantalouden tilinpidon tiedoissa käytetty menetelmä. Kokonaistuonti euroalueelle vähennetään euroalueen ulkopuolelle suuntautuvasta viennistä, jotta nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun voidaan laskea. Kohta b): tuontikorjattu BKT-hajotelma on laskettu kolmessa vaiheessa. Ensinnäkin kunkin menoerän vuotuinen tuonti-intensiteetti lasketaan Eurostatin symmetrisistä tuotekohtaisista euroalueen panos-tuotostiedoista. Toiseksi tuonti-intensiteettejä käytetään painoina estimoitaessa todellisia nimellisiä tuontivirtoja euroalueen ulkopuolelta, jotka kohdistuvat yksityiseen kokonaiskulutukseen, julkiseen kulutukseen, investointeihin ja vientiin. Koska tuonnin osuutta varastojen muutoksesta ei voida laskea, sen oletetaan olevan 50 %. Kolmanneksi estimoidut tuontivirrat johdetaan erikseen kullekin menoerälle sekä nimellisinä että reaalisina arvoina ja lasketaan kunkin erän tuontikorjattu vaikutus talouskasvuun. Huom. panos-tuotostiedoista lasketut nimelliset kokonaistuontivirrat eivät ole aina yhdenmukaisia suhteessa kansantalouden tilinpidon tietoihin perustuvien kokonaistuontivirtojen kanssa. Tästä syystä lopullisen tuontikorjatun BKT-hajotelman laskeminen edellyttää lisäoletusten tekemistä.

#### Euroalueen tuonti-intensiteeteissä on todennäköisesti tapahtunut muutoksia pandemian aikana. Kuvion A kohdassa b kuvatut tuontikorjaukset perustuvat kriisiä

<sup>39</sup> Arvio on sopuosinnussa suhteessa aiempiin havaintoihin globaalien arvoketjujen tärkeydestä maailmankaupan toiminnalle pandemian aikana, ks. Talouskatsauksen 5/2020 kehikko "The great trade collapse of 2020 and the amplification role of global value chains".

<sup>40</sup> Ks. Esim. V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub ja I. Werning, "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", *NBER Working Paper Series*, nro w26918, National Bureau of Economic Research, 2020; ja D. Acemoğlu, U. Akcigit ja W. Kerr, "Networks and macroeconomic shocks", *VoxEU*, 2016.

<sup>41</sup> Eurostatin symmetrisistä tuotekohtaisista panos-tuotostiedoista vuosilta 2005–2019 voidaan laskea tuonti-intensiteetti sekä kullekin kysyntäerälle että sektorille.

edeltäneisiin tuonti-intensiteetteihin ja oletukseen, että pandemia ei vaikuta kotimaisen kysynnän tuonti-intensiteettiin. Vaikka tuonti-intensiteetit ovatkin normaaliaikoina olleet verrattain vakaat, niillä on kuitenkin taipumusta muuttua selvemmin taantumissa (ks. kuvio B, kohta a).<sup>42</sup> Vaiheittainen nousutrendi normaaleina aikoina kuvastaa globalisaatiota ja sitä, miten globaalien arvoketjujen laajenemisen ja kansantalouksien erikoistumisen myötä ulkomaankauppa kasvaa kotimaista kysyntää nopeammin.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Ks. R. Bems, R.C. Johnson ja K.-M. Yi, "[Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession](#)", *IMF Working Papers*, nro WP/10/142, kesäkuu 2010.

<sup>43</sup> H. Kranendonk ja J. Verbruggen, "[Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States](#)", *De Economist*, Vol. 156, nro 3, Springer, 2008, s. 295–306.

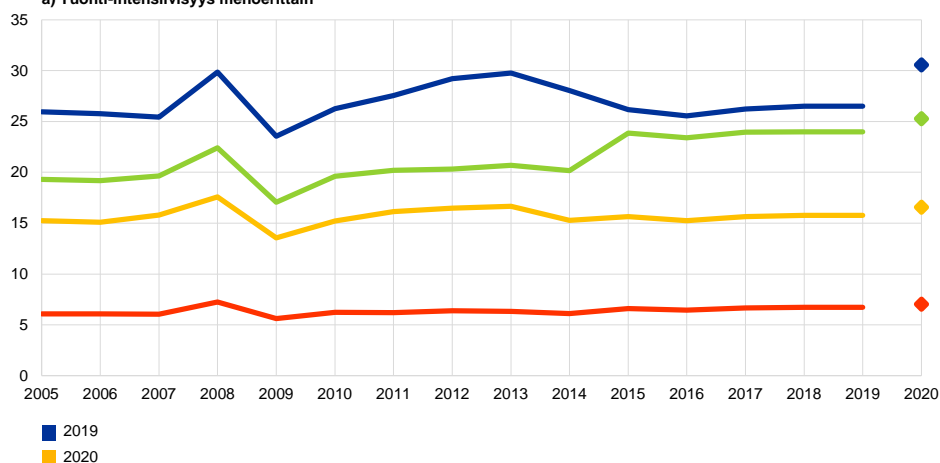
## Kuvio B

### BKT-hajotelman alaerien ja talouden pääsektorien tuonti-intensiteetit

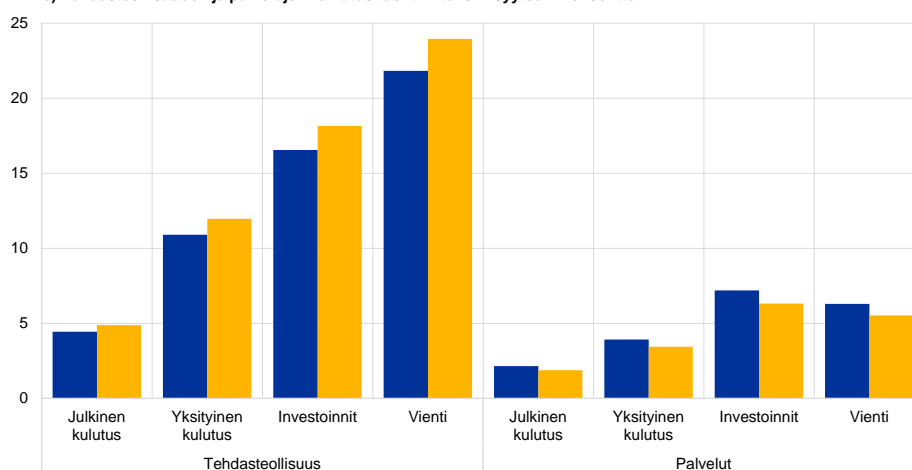
(Prosenttia; kasvuvaikutus prosenttiyksikköinä)

- Vienti
- Yksityinen kulutus
- Julkinen kulutus
- Investoinnit

a) Tuonti-intensiivisyys menoerittäin



b) Tehdasteollisuuden ja palvelujen vaikutus tuonti-intensiivisyyteen menoerittäin



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Kohdan a tuonti-intensiteetit on ilmoitettu lopputuotteiden ja välituotteiden intensiteettien summana. Nelikulmioilla osoitetut vuoden 2020 tuonti-intensiteetit ovat approksimaatioita, jotka on laskettu tuonnin ja arvonlisäyksen suhteen muutoksen perusteella kullekin menoerälle vuoden 2020 kolmen ensimmäisen vuosineljänneksen todellisista ulkomaankauppa- ja arvonlisäystiedoista. Vuoden 2020 arvot kohdassa b ovat sijaismuuttujia, jotka kuvaavat tehdasteollisuus- ja palvelusektorien kontribuutioita menoerien yleisiin vienti-intensiteetteihin. Vuoden 2020 tiedot perustuvat kolmen ensimmäisen vuosineljänneksen keskiarvoon. Maatalouden ja rakennusalan vaikutukset menoerien tuonti-intensiteetteihin olivat suuruudeltaan ja muutokseltaan merkittävästi vähäisemmät, ja ne jätettiin pois laskuista.

**Koronaviruspandemian aikana euroalueen ulkopuolisen tuonnin osuus tehdasteollisuudessa näyttää kasvaneen jonkin verran, kun taas palveluissa se on vähentynyt.** Koska Eurostatin panos-tuotostiedot vuodelta 2020 eivät ole vielä saatavissa, niiden sijaan on käytetty euroalueen ulkopuolisen sektorikohtaisen tuonnin ja arvonlisäyksen välistä suhdetta pääsektoreilla tuonti-intensiteettien sijaismuuttujina pandemian mahdollisen vaikutuksen arvioimiseksi vuoden 2020 kolmanteen neljännekseen saakka.<sup>44</sup> Nämä tiedot osoittavat kiintoisesti, että

<sup>44</sup> Lisätietoa tuonti-intensiteettien kehityksestä saadaan mahdollisesti kesällä 2021, kun Eurostatin panos-tuotostaulukot vuodelta 2020 julkaistaan.

pandemiajaksolla kokonaisuudessaan eli kolmas vuosineljännes mukaan lukien tehdasteollisuuden arvonlisäys supistui korostuneesti koko talouden laajuisten sulkutoimien aiheuttaman tarjontasokin myötä, kun taas viennin supistuminen oli vähäisempää. Tämä viittaa tehdasteollisuuden tuonti-intensiteetin kasvuun (ks. kuvio B, kohta b). Sitä vastoin palvelusektorilla euroalueen ulkopuolisen tuonnin supistuminen kyseisellä jaksolla oli arvonlisäyksen supistumista suurempi, sillä turismilla ja matkailulla<sup>45</sup> oli tuontiin erityisen negatiivinen vaikutus. Koska tehdasteollisuussektori muodostaa palvelusektoria paljon suuremman osuuden kaikkien menoerien tuontisisällöstä, yleiset tuonti-intensiteetit kasvoivat vuoden 2020 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä. Tällä tuontisisällön mahdollisella kasvulla ei kuitenkaan olisi merkittävää vaikutusta kuvion A kohdassa b kuvattuun tuontikorjatun BKT-hajotelman tulokseen.

**Yhteenvetona voidaan todeta, että euroalueen talouteen kohdistuvien kotimaisten ja ulkomaisten kontribuutioiden selvittely tuonti-intensiteettien perusteella viittaa siihen, että ulkoinen kontribuutio vuoden 2020 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä oli absoluuttisesti tarkastellen suurempi kuin perinteisen hajotelman mukaan, kun taas kotimaisen kysynnän vaikutus oli pienempi.** Tehdasteollisuuden ja palvelusektorin kontribuutioiden pandemian aikaisia muutoksia koskevaan viimeaikaiseen tietoon perustuva sijaismuuttuja viittaa siihen, että tuonti-intensiteetit ovat saattaneet kokonaisuutena tarkastellen kasvaa kriisin aikana. Tällä tuontisisällön muutoksella ei kuitenkaan olisi ollut merkittävää vaikutusta BKT:n tuontikorjattuun hajotelmaan.

---

<sup>45</sup> Ks. Talouskatsauksen 4/2020 kehikko ”[Koronavirukseen liittyvien sulkutoimien vaikutus matkapalvelujen kauppaan](#)” ja tämän Talouskatsauksen kehikko ”[Turismialan kehitys koronapandemian aikana](#)”.



## Turismialan kehitys koronapandemian aikana

**Koronaviruspandemian silmäänpiistävänä piirteenä on ollut liikkuvuuden jyrkkä ja syvä väheneminen, joka on romahduttanut turismin, matkapalvelujen kaupan ja ulkomaisten matkailijoiden kulutuksen.** Sulkutoimet ja sosiaalisen kanssakäymisen rajoitukset aiheuttivat tuntuvaan laskuun muutoin vakaassa palvelujen kulutuksessa. Tässä kehikossa tarkastellaan turismialan kehitystä ja sitä, miten tämän kehityksen vaikutukset kulutukseen ovat vaihdelleet eri maissa, sekä turismin ja matkailun elpymisnäkyviä lyhyellä aikavälillä.

**Turismin ja matkailun jyrkkä pudotus, joka on seurausta rajat ylittävään liikkumiseen liittyvistä rajoituksista ja epävarmuudesta (esimerkiksi karanteenitoimista), on romahduttanut ulkomaisten matkailijoiden kulutuksen.**

Tämän romahduksen vaikutukset näkyvät kotimaisen kulutuksen ja kansallisen kulutuksen välisessä erossa (ks. kuvion A kohta a). Kotimainen kulutus sisältää ulkomaisten matkailijoiden kulutuksen, mutta kansallinen kulutus vain maan asukkaiden kulutuksen.<sup>46</sup> Esimerkiksi Italiassa ja Espanjassa ulkomaisten matkailijoiden kotimainen kulutus laski vuoden 2020 toisella neljänneksellä yli 90 % vuositasolla, ja vastaavasti myös näiden maiden asukkaiden kulutusmenoissa ulkomailla tapahtui pudotuksia, jotka ylittivät merkittävästi kansallisen kulutuksen laskun.

**Rajat ylittävän matkustamisen vähentymisen myötä kulutuserot – ulkomaisten matkailijoiden nettomenoista syntyvä kotimaisen kulutuksen ylimäärä verrattuna kansalliseen kulutukseen – lähes hävisivät vuoden 2020 toisella neljänneksellä (ks. kuvion A kohta b).**<sup>47</sup> Toisin sanoen turismi toimi

koronapandemian aikana sokkia vahvistavana kanavana maissa, jotka ovat matkapalvelujen nettoviejiä (eli jotka vastaanottavat runsaasti turisteja, kuten Espanja, Kreikka ja Portugali), kun niiden kotimainen yksityinen kulutus supistui jyrkästi. Samaan aikaan turismi toimi sokkia lieventävänä kanavana maissa, jotka ovat matkapalvelujen nettotuojia (kuten Saksa).<sup>48</sup> Eryityisesti matkapalvelujen nettovelkojamaissa ulkomaisten matkailijoiden kulutusmenojen romahdus aiheutti kotimaisessa kulutuksessa suuremman pudotuksen kuin kansallisessa kulutuksessa. Kehitys oli vastakkaista maissa, jotka olivat matkapalvelujen nettovelallisia ennen koronapandemian puhkeamista. Tämä kuvio näkyy myös matkapalvelujen nettoviejämaiden matkustustaseen jyrkässä heikkenemisessä ja nettotuojamaiden matkustustaseen kohenemisessä (ks. kuvion A kohta a). Vuoden 2020 kolmannelta

<sup>46</sup> Kansalliset yksityiset kulutusmenot on käsite, joka sisältää maan asukkaiden yksityiset kulutusmenot riippumatta siitä, ovatko ne syntyneet kotimaassa vai ulkomailla. Kansallisten yksityisten kulutusmenojen käsitettä käytetään kotitalouksien yksityisen kokonaiskulutuksen raportoimiseen BKT:n menopuolella kansantalouden tilinpidossa. Kotimaiset yksityiset kulutusmenot taas on käsite, jossa kansallisiin yksityisiin kulutusmenoihin on lisätty nettotase ulkomaisten matkailijoiden kotimaassa syntyneistä menoista vähennettynä maan asukkaiden ulkomailla syntyneillä menoilla. Ks. lisätietoja näiden käsitteiden välisistä eroista Talouskatsauksen 5/2020 artikkelin "[Consumption of durable goods in the euro area](#)" kehikosta 1.

<sup>47</sup> Turistien kulutuksen lisäksi kulutuserot tässä kehikossa tarkoitettussa merkityksessä – eli kotimaisten yksityisten kulutusmenojen ja kansallisten yksityisten kulutusmenojen väliset erot – sisältävät myös muun rajat ylittävän palvelukaupan, kuten koulutus- ja terveysmenot.

<sup>48</sup> Tarkempia tietoja matkailusta ja turismista osana euroalueen palvelukauppaa on Talouskatsauksen 4/2020 kehikossa "[Koronavirukseen liittyvien sulkutoimien vaikutus matkapalvelujen kauppaan](#)".

neljännekseltä saatavilla olevat tiedot osoittavat, että kulutuserojen palautuminen pandemiaa edeltäneille tasoille on jäänyt osittaiseksi ja epätäydelliseksi.

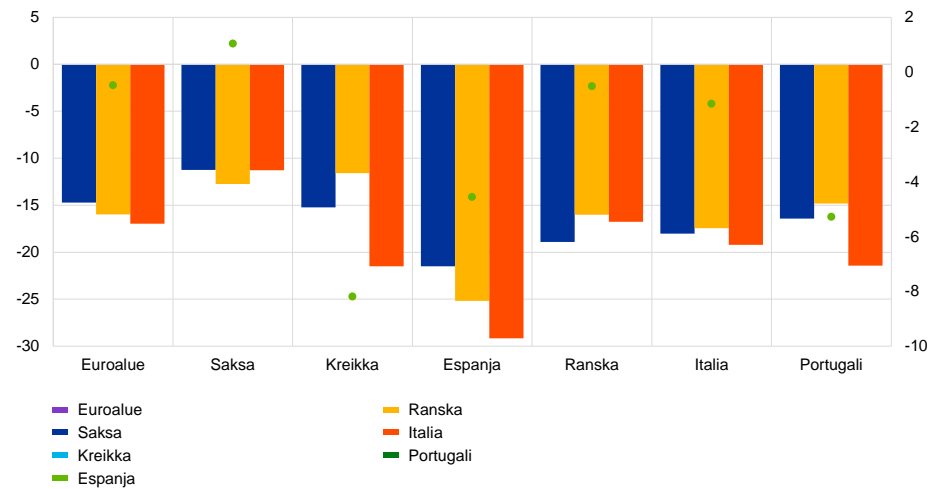
## Kuvio A

### Kansalliset ja kotimaiset yksityiset kulutusmenot ja matkapalvelujen kauppaa

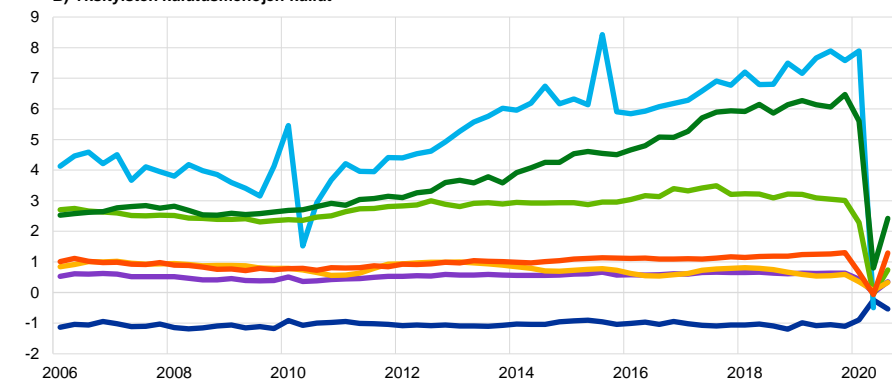
(kohta a: prosenttimuutokset vuositasolla (vasen asteikko) ja osuutena BKT:stä (oikea asteikko) vuoden 2020 toisella neljänneksellä; kohta b: osuus BKT:stä)

- BKT
- Kansalliset yksityiset kulutusmenot
- Kotimaiset yksityiset kulutusmenot
- Matkapalvelujen tase (oikea asteikko)

A) BKT, kansalliset ja kotimaiset yksityiset kulutusmenot ja matkapalvelujen kauppaa



B) Yksityisten kulutusmenojen kiihtymät



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Euroalue edustaa koko euroalueen yhteenlaskettuja tietoja. Kohdassa a matkapalvelujen tase esitetään osuutena BKT:stä. Kohdassa b yksityisten kulutusmenojen kiihtymät lasketaan yksityisten kulutusmenojen ja kansallisten kulutusmenojen välisenä erona, joka vastaa ulkomaisten matkailijoiden kotimaassa syntyneiden menojen nettotasetta, josta on vähennetty maan asukkaiden ulkomailla syntyneet menot. Kohdassa b tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 kolmannella neljännekseltä Kreikkaa lukuun ottamatta. Euroalueen osalta vuoden 2020 kolmas neljännes on arvioitu euroalueen maista osittain saatavilla olevien tietojen perusteella, eikä se sisällä Kreikan ja Luxemburgin tietoja.

### Osittaisesta elpymisestä huolimatta tiedot osoittavat, että ulkomaisen turismin ala pysyi vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä alamaissa. Tiedot

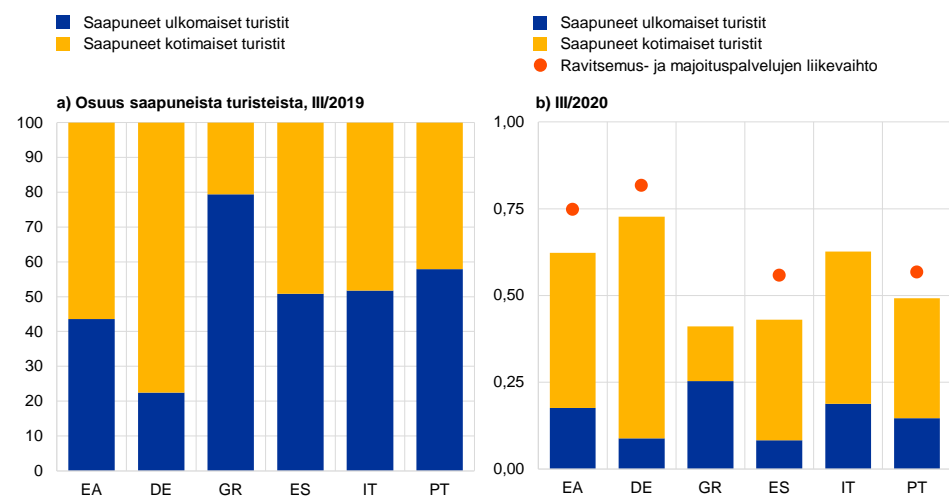
saapuneista turisteista osoittavat, että ulkomailta saapuneiden turistien määrät olivat edelleen merkittävän alhaiset verrattuna koronapandemiaa edeltäneeseen aikaan (ks. kuvion B kohta b). Kotimainen turismi sitä vastoin pysyi suhteellisen elinvoimaisena ja pystyi osittain kompensoimaan ulkomaisen turismin menetyksiä, vaikka jäikin vuoden 2019 tasoa vähäisemmäksi. Kesän aikana kysyntää oli erityisesti lyhyen matkan päässä oleville kohteille, ja useiden maiden hallitukset

toteuttivat aloitteita matkailun edistämiseksi.<sup>49</sup> Tuoreimmat saatavilla olevat tiedot viittaavat kuitenkin siihen, että elpyminen oli haurasta ja epätäydellistä. Saapuneiden turistien määrät jäivät euroalueella alle kahteen kolmannekseen viimevuotisista. Ulkomaiseen turismiin tukeutuvissa maissa, kuten Kreikassa ja Portugalissa (ks. kuvion B kohta a), turismi on edelleen kaukana normaaleista tasoistaan. Myös ravintola-alan ja vähäisemmässä määrin majoitusalan liikevaihto elpyi kotimaisten turistien ja paikallisten asukkaiden tukemina, mutta pysyi silti hyvin alhaisilla tasoilla.

## Kuvio B

### Saapuneet turistit ja palvelujen liikevaihto

(kohta a: prosentiosuus kokonaismäärästä; kohta b: suhteessa samaan vuosineljännekseen edellisenä vuonna)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tietojen rajallisen saatavuuden vuoksi saapuneiden turistien suhdeluvut koskevat Kreikan osalta elo–syyskuuta. Kreikasta ja Italiasta ei ole saatavilla ravitsemus- ja majoituspalvelujen liikevaihdon suhdelukuja.

### Koronatapausten käännyttyä jälleen laajalti nousuun useimmat euroalueen maat ovat palauttaneet rajoituksia lokakuusta 2020 alkaen. Tällä hetkellä

useimmat maat vaativat saapuville matkailijoilta koronatestin tai karanteenin, ja maahantulo EU:n ulkopuolelta on sallittu vain turvallisina pidetyistä maista tulijoille.<sup>50</sup> Useimmissa euroalueen maissa määrättiin uusia ulkonaliikkumiskieltoja ja suljettiin turistinähtävyydet ja vapaa-ajan kohteet, kuten museot, teatterit, baarit ja ravintolat. Matkustusrajoitusten palauttaminen lokakuusta alkaen merkitsee todennäköisesti, että ulkomaisen turismin korvautuminen kotimaisella turismilla vaikuttaa edelleen turismipalvelujen lyhyen aikavälin kehitykseen. Tuoreimmat rajoitukset saattavat myös muuttaa kriisin maantieteellisiä vaikutuksia alaan, sillä pahimmat vaikutukset kohdistuvat tällä kertaa talviturismikohteisiin.

### Ennakoivat indikaattorit viittaavat siihen, että turismialan tilanne heikkenee jälleen, kun rajoituksia palautetaan (ks. kuvio C). Matkustuskieltojen, rajoitusten

<sup>49</sup> Italiassa ja Kreikassa otettiin käyttöön rahallisia kannustimia kotimaisen turismin edistämiseksi, ja joissakin muissa maissa järjestettiin valtiollisia mainoskampanjoita. Ks. Maailman matkailujärjestö (UNWTO): "Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities", UNWTO Briefing Note – Tourism and COVID-19, nro 3, Madrid, syyskuu 2020.

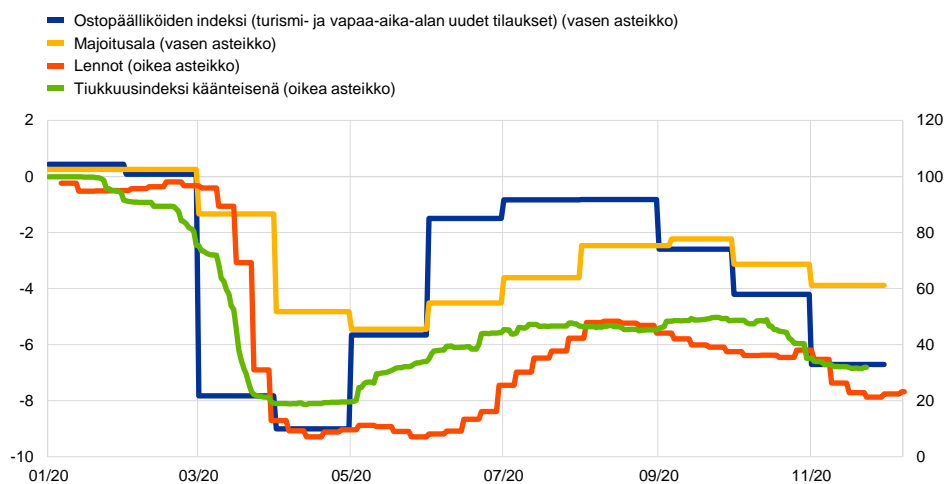
<sup>50</sup> Euroopan unionin neuvosto on julkaissut ohjeellisen luettelon epidemiologiselta tilanteeltaan turvallisista EU:n ulkopuolisista maista. Luettelo tarkistetaan säännöllisesti ja päivitetään tarvittaessa. Monet euroalueen maat ovat poistaneet matkustusrajoitukset luettelossa olevilta mailta.

ja uusien sulkutoimien (vihreä viiva) vuoksi matkustus väheni kesän jälkeen, ja luottamuksen heikkeneminen rasittaa vahvasti varauksia. Tämä näkyy lentokapasiteetin elpymisen (punainen viiva) kääntymisessä laskuun kaikissa euroalueen maissa. Tuoreimpien tietojen mukaan lentokapasiteetti on tällä hetkellä noin 25 % koronapandemiaa edeltäneestä tasosta. Ennakoivat indikaattorit, kuten turismi- ja vapaa-aika-alan ostopäälliköiden uudet tilaukset, heikkenivät jälleen marraskuussa ja pysyivät talouden supistumista kuvaavalla alueella. Luottamus majoitusalaan on niin ikään edelleen alamaissa ja paljon pitkän ajan keskiarvojaan alempana, kuten sitä koskeva Euroopan komission luottamusindikaattori osoittaa.

## Kuvio C

### Turismin tuoreimmat kehityssuunnat

(vasen asteikko: standardoitu indeksi; oikea asteikko: prosenttiosuus suhteessa samaan ajanjaksoon edellisessä vuonna)



Lähteet: Markit, Haver, Euroopan komissio, OAG, Eurostat ja Oxford COVID-19 Government Response Tracker.  
Huom. Ostopäälliköiden indeksi on EU:n alueelta. Majoitusalaa kuvaa Euroopan komission luottamusindikaattori. Lentoliikennetiedot koskevat vain Saksaa, Espanjaa, Ranskaa ja Italiaa. Tiukkuusindeksi on euroalueen maiden keskiarvo painotettuna maiden osuudella vuonna 2019 saapuneista turisteista. Tiukkuusindeksi raportoidaan käänteisenä (100 – arvo, jossa 100 merkitsee suurinta tiukkuutta) siten, että sarjassa kasvu vastaa höllennystä ja pienennys suurempaa tiukkuutta.

## 6 Pandemian pitkäaikaisvaikutukset keskeisille yrityksille tehdyn kyselytutkimuksen valossa

**Tässä kehikossa tarkastellaan koronaviruspandemian pitkäaikaisvaikutuksia talouteen EKP:n euroalueen keskeisille yrityksille tekemän erityiskyselyn perusteella.** Koronaviruspandemia on aiheuttanut talouden voimakkaimman hidastumisen vuosikymmeniin ja saanut myös aikaan yritysten toimintatapoihin ja kuluttajakäyttäytymiseen liittyviä muutoksia, joista osa saattaa jatkua nykyisen kriisin jälkeenkkin. Näillä muutoksilla saattaa olla pitkäaikaisvaikutuksia sekä kokonaistalouden muuttujiin kuten tuotantoon, työllisyyteen ja hintoihin että niiden välisiin suhteisiin.<sup>51</sup>

**Kyselytutkimuksen päätavoite oli selvittää euroalueen keskeisten yritysten käsityksiä koronaviruspandemian pitkäaikaisista vaikutuksista niiden liiketoimintaan.** ”Pitkäaikainen” määriteltiin tutkimuksessa niin sanotun uuden normaalitilan alkamiseksi, jolloin esimerkiksi rokotteen tai tehokkaamman hoidon kehittämisen ansiosta talouteen ei enää kohdistu viruksesta tai sen hallitsemiseen käytetyistä keinoista johtuvia merkittäviä häiriöitä tai äkillisiä muutoksia. Tutkimus jakautui kolmeen osioon. Ensimmäisessä osiossa yrityksiltä kysyttiin, mitä pitkäaikaisvaikutuksia ne arvelivat koronaviruspandemialla olevan liiketoimintaansa, esimerkiksi yrityksen organisaatioon tai markkinoihin, joilla yritys toimii. Toisessa osiossa kysyttiin, oliko vastaaja samaa vai eri mieltä väitteistä, jotka koskivat pandemiasta mahdollisesti aiheutuvaa uutta normaalitilaa. Kolmannessa osiossa selvitettiin, millaisia pitkäaikaisvaikutuksia pandemialla odotettiin olevan esimerkiksi myyntiin, työllisyyteen ja hintoihin. Kyselyyn vastasi 72 keskeistä rahoitussektorin ulkopuolista yritystä, joista noin 60 % toimi teollisuudessa ja noin 40 % palvelusektorilla. Tulosten tulkinnessa on syytä muistaa, että kokonsa ja liiketoimintojensa hajauttamisen vuoksi vastaajayrityksillä on todennäköisesti muita yrityksiä paremmat mahdollisuudet reagoida pandemian aiheuttamiin haasteisiin.

**Etätöön lisääntyminen ja digitalisaation kiihtyminen olivat useimmin mainitut pandemian pitkäaikaisvaikutukset.** Vastaajia pyydettiin lyhyesti kuvaamaan enintään kolme tärkeintä tapaa, joilla pandemia voisi aiheuttaa pitkäaikaisvaikutuksia yrityksen liiketoiminnalle, esimerkiksi yrityksen organisaatioon tai markkinoihin, joilla yritys toimii. Tämän avokysymyksen tulokset on esitetty kuviossa A. Yli 40 prosenttia vastaajista mainitsi lisääntyneen työnteon ”kotitoimistossa”, ja lähes yhtä suuri osuus mainitsi pandemian vaikutukseksi pitkällä aikavälillä toimintatapoihin vaikuttavien digitaalisten teknologioiden nopeutetun käyttöönoton. Noin viidesosa vastaajista mainitsi liikematkojen pysyvän vähenemisen tai etäkokousten lisääntymisen, ja sama osuus vastaajista mainitsi verkkokaupankäynnin tai yritysmarkkinoinnissa etämyynnin lisääntymisen. Niin ikään noin viidesosa toi esiin, että pandemian vuoksi toteutetut toimet voisivat pitkällä aikavälillä lisätä yrityksen häiriönsietokykyä tai joustavuutta.

<sup>51</sup> Aiempien pandemioiden pitkäaikaisvaikutuksista ja niiden vertautumisesta sotiin ks. Ö. Jordà, S. R. Singh ja A. M. Taylor, ”The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, n:o 9, 2020.

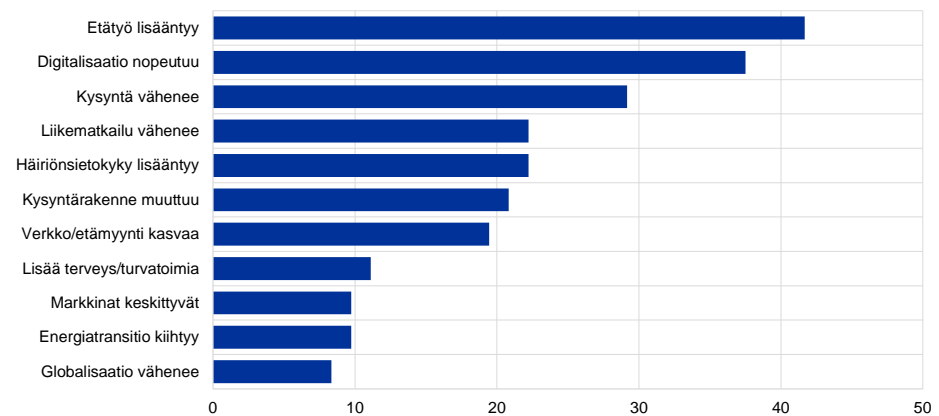
### Merkittävä osuus vastaajista mainitsi erityisenä huolenaiheena vähentyneen

**kysynnän tai kysyntärakenteen muutokset.** Lähes 30 prosenttia mainitsi, että tuotteiden tai palveluiden vähentynyt kysyntä oli yksi pandemian keskeisiä seurauksia yritykselle, kun taas yli 20 prosenttia toi esiin pysyvät muutokset kysyntärakenteessa. Tämä viitanee siihen, että jotkin pandemian tuomat muutokset elin- ja työskentelytapoihin, etenkin liiketoiminnan ja kulutuksen siirtyminen entistä suuremmissa määrin verkkoon sekä siitä seuraava matkustamisen väheneminen, tulevat jäämään pysyviksi.

### Kuvio A

Koronaviruspandemian tärkeimmät pitkäaikaisvaikutukset keskeisten yritysten mukaan

(prosenttia vastaajista)



Huom. Vastaajilta kysyttiin, mitä pitkäaikaisvaikutuksia (jos mitään) vastaaja odottaa koronaviruspandemiasta aiheutuvan yritykselle (esimerkiksi yrityksen organisaatiolle tai markkinoilla, joilla yritys toimii). Vastaajaa pyydettiin luettelemaan enintään kolme vaikutusta tärkeysjärjestyksessä, ja vastaukset luokiteltiin ryhmiin.

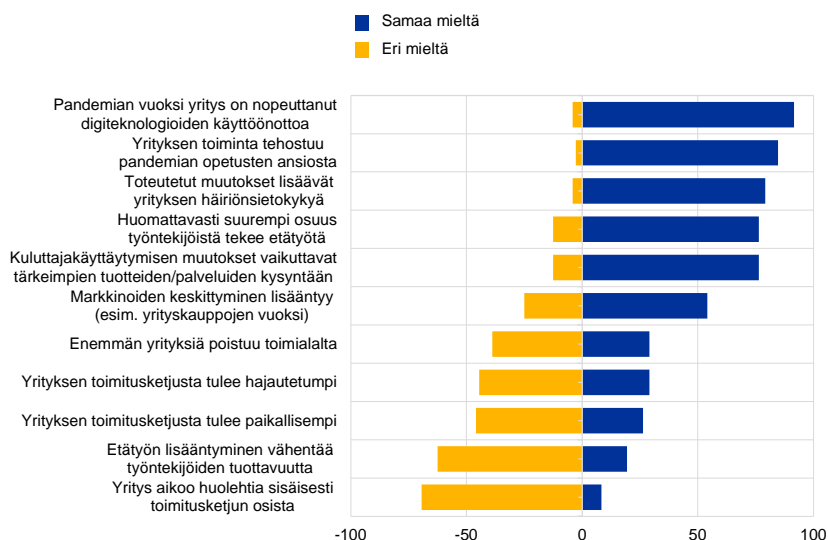
**Yli kolme neljännesosa vastaajista oli samaa mieltä väitteestä, että pandemian jälkeen yritys toimisi tehokkaammin ja sen häiriönsietokyky olisi parempi.** Kuviossa B esitetään vastausten jakauma kysyttäessä, ovatko vastaajat samaa vai eri mieltä pandemiasta mahdollisesti aiheutuvaa uutta normaalitilaa koskevista väitteistä. Yli 75 prosenttia oli samaa mieltä väitteestä, että pandemian aikana opitut käytännöt tehostavat yrityksen toimintaa ja että toteutetut muutokset lisäävät yrityksen häiriönsietokykyä. Yhdeksän kymmenestä vastaajasta oli nopeuttanut digitaalisten teknologioiden tai automaation käyttöönottoa, ja yli kolme neljäsosaa vastaajista oli samaa mieltä siitä, että merkittävästi suurempi osuus yrityksen työntekijöistä jatkaa etätyöskentelyä. Noin 60 prosenttia oli eri mieltä siitä, että etätyön lisääntyminen vähentäisi tuottavuutta, ja samaa mieltä tästä väitteestä oli vain 20 prosenttia. Vaikka etätyön haittapuolena pidettiin epämuodollisen henkilökohtaisen kanssakäymisen vähenemistä, etätyöllä oli vastaajien mielestä monia etuja. Niitä olivat esimerkiksi työmatkaan kuluvan ajan säästyminen, paremmat mahdollisuudet sovittaa yhteen koti- ja työvelvoitteet sekä entistä parempi tavoitettavuus.<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Vastaajat mainitsivat esimerkiksi, että etätyön seurauksena työntekijät olivat nyt lähes aina tavoitettavissa, kun aiemmin tavoitettavuutta heikensivät päivittäinen työmatka ja liikematkat. Lisäksi tuottavuuden todettiin parantuneen tietyissä virtuaalisesti toteutetuissa toiminnoissa, kuten myynnissä.

## Kuvio B

### Vastaajien näkemykset koronaviruspandemian pitkäaikaisvaikutuksia koskevista väitteistä

(prosenttia vastaajista)



Huom. Vastaajia pyydettiin ilmoittamaan, ovatko he samaa vai eri mieltä esitetystä, koronaviruspandemian pitkäaikaisvaikutuksia koskevista väitteistä. Vastausvaihtoehdot olivat: 1) samaa mieltä, 2) eri mieltä tai 3) ei osaa sanoa tai kysymys ei koske vastaajaa. Kuviossa "samaa mieltä" -vastaukselle on annettu arvo 1 ja "eri mieltä" -vastaukselle arvo -1.

**Pandemian katsottiin muuttavan kuluttajakäyttäytymistä pitkällä aikavälillä ja todennäköisesti lisäävän markkinoiden keskittymistä, mutta sen vaikutus toimitusketjuihin nähtiin paljon vähäisempänä.** Kolme neljäsosaa vastaajista oli samaa mieltä siitä, että pandemian aiheuttamat kuluttajakäyttäytymisen muutokset vaikuttavat yrityksen tärkeimmän tuotteen tai palvelun kysyntään pitkällä aikavälillä. Yli puolet vastaajista oli samaa mieltä väitteestä, että markkinat yrityksen toimialalla tulevat keskittymään entisestään (neljäsosa oli väitteestä eri mieltä) ja että keskittymiseen vaikuttavat enemmän yrityskaupat kuin yritysten poistuminen markkinoilta. Suurin osa yrityksistä, joita kysymys pandemian pitkäaikaisvaikutuksista toimitusketjuihin koski, ei uskonut toimitusketjun muuttuvan hajautetummaksi tai paikallisemmaksi. Ylivoimainen enemmistö ei katsonut, että yritys aikoo huolehtia entistä useammista toimitusketjun osista sisäisesti.

#### Useimmat vastaajat uskoivat, että pandemian pitkäaikaisvaikutukset

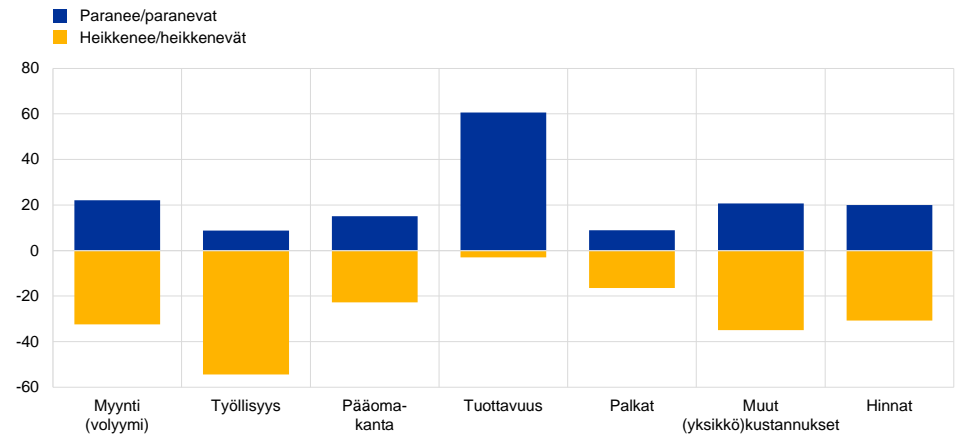
**tuottavuuteen ovat positiivisia, mutta työllisyyteen negatiivisia.** Kun vastaajia pyydettiin arvioimaan pandemian yleistä pitkäaikaisvaikutusta tiettyihin kokonaistalouden muuttujiin, 60 prosenttia arveli tuottavuuden kasvavan yrityksen toimialalla, ja vain erittäin harvat vastaajat arvelivat tuottavuuden heikkenevän pitkällä aikavälillä pandemian seurauksena. Sitä vastoin 55 prosenttia arveli pandemialla olevan negatiivisia pitkäaikaisvaikutuksia työllisyyteen, ja vain noin 10 prosenttia näki vaikutuksen työllisyyteen positiivisena. Tämän voi tulkita kertovan siitä, että yritykset ovat oppineet ylläpitämään tuotantoa sosiaalisten kontaktien välttämisen aiheuttamista työvoimapanoksen rajoituksista huolimatta ja tunnistavat tähän liittyvän tehokkuuden paranemisen. Suhteellisen harvat vastaajat uskoivat pandemialla olevan pitkäaikaisia vaikutuksia yrityksen pääomakantaan. Pandemian pitkäaikaisvaikutukset myyntiin (volyyymiin), hintoihin ja kustannuksiin arvioitiin

kokonaisuutena hieman negatiiviseksi, mutta useimmat vastaajat eivät ilmaisseet odottavansa pitkäaikaisvaikutusten toteutumista tai olevansa niistä epävarmoja.

### Kuvio C

#### Vastaajien näkemykset pandemian pitkäaikaisvaikutuksista kokonaistalouden muuttujiin

(prosenttia vastaajista)



Huom. Vastaajia pyydettiin arvioimaan, miten tietyt tekijät yrityksen toimialalla muuttuvat koronaviruspandemian vaikutuksesta pitkällä aikavälillä. Vastausvaihtoehdot olivat 1) paranee/paranevat, 2) heikkenee/heikkenevät, 3) ei muutosta tai 4) ei osaa sanoa. Kuviossa "paranee"-vastaukselle on annettu arvo 1 ja "heikkenee"-vastaukselle arvo -1.



## 7 Palkkakehityksen arviointi koronapandemian aikana: onko sopimuspalkkatiedoista apua?

**Koronaviruspandemian taloudellisten seurausten ja toteutettujen politiikkatoimien yhteisvaikutukset tekevät työmarkkinakehityksen tulkittamisesta haastavaa, ja sama koskee myös palkkakehitystä.** Viime vuosineljännesten aikana esimerkiksi työntekijäkohtaisissa työtunneissa on tapahtunut merkittäviä muutoksia, ja tämä yhdessä laajasti käytössä olevien lyhennetyt työajan järjestelyjen ja niiden tilastointiin liittyvien ongelmien kanssa hankaloittaa tunti- tai työntekijäkohtaisten työvoimakustannusten kaltaisten palkkakustannusindikaattorien tulkintaa.<sup>53</sup> EKP:n sopimuspalkkaindikaattori kuvaa työehtosopimusneuvottelujen tuloksia, eivätkä nämä erityiset tekijät vaikuta siihen suoranaisesti.<sup>54</sup> Se myös julkaistaan yleensä noin kuukautta aikaisemmin kuin neljännesvuosittaisen kansantalouden tilinpidon tietoihin perustuvat palkkakustannusindikaattorit. On kuitenkin syytä huomata, että pandemia on saattanut vaikuttaa myös sopimuspalkkojen indikaattoriominaisuuksiin, sillä sen aikana on tehty normaalia vähemmän työehtosopimuksia. Tässä kehitössä pohditaan, millainen rooli sopimuspalkkaindikaattorilla voi nykytilanteessa olla palkkakehityksen arvioinnissa ja ennustamisessa.

**Vaikka myös ajantasaisempia sopimuspalkkatietoja on saatavilla, sopimuspalkkojen kasvu reagoi yleensä työmarkkinaolosuhteiden muutoksiin vasta jonkinasteisella viipeellä.** Yleensä vie aikaa, ennen kuin työmarkkinoiden kireyteen liittyvät työttömyyden muutokset heijastuvat palkkaneuvotteluihin. Sopimuspalkkaindikaattori reagoi siksi työmarkkinoiden suhdannekehitykseen yleensä vasta usean vuosineljänneksen viipeellä (ks. kuvio A). Tämä johtuu siitä, että suurissa euroalueen maissa työehtosopimusneuvottelujen (jotka käydään enimmäkseen alakohtaisesti) alkamisajat ja kestot vaihtelevat ja niissä sovitaan palkoista usein vuotta pitemmälle ajanjaksolle. Tämän institutionaalisen piirteen lisäksi sopimuspalkkojen kasvun viimeaikainen kehitys ei viittaa siihen, että pandemiaan liittyvät työmarkkinoiden mullistukset olisivat vielä vaikuttaneet siihen merkittävästi. Vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä 1,9 prosenttiin, toisella neljänneksellä 1,7 prosenttiin ja kolmannella neljänneksellä 1,6 prosenttiin, mutta luvuissa näkyvät osittain vertailuajankohtien vaikutukset. Esimerkiksi vuoden 2020 kolmannen neljänneksen alhainen kasvuprosentti johtuu osittain siitä, että vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä Saksassa otettiin käyttöön erityisiä maksuja, jotka vaikuttivat kasvua nopeuttavasti.<sup>55</sup>

<sup>53</sup> Näitä kysymyksiä on tarkasteltu Talouskatsauksen aiemmissa numeroissa. Ks. Talouskatsauksen 4/2020 keuhko "Lyhennetyt työajan järjestelyt ja niiden vaikutukset palkkoihin ja käytettävissä oleviin tuloihin" sekä tämän Talouskatsauksen artikkelin "The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market" keuhko "Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic".

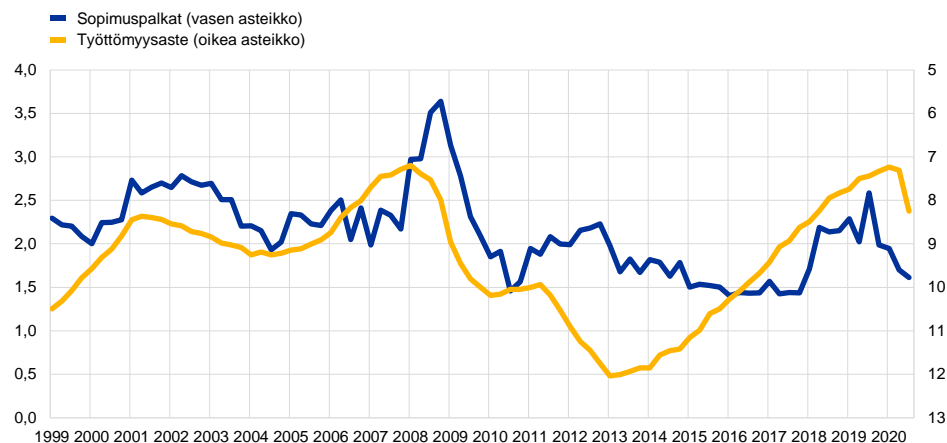
<sup>54</sup> EKP on julkaissut sopimuspalkkaindikaattoria vuodesta 2001 alkaen. Se perustuu yhdenmukaistamattomiin maatietoihin mahdollisten palkkapaineiden indikaattorina. Tarkempia tietoja on EKP:n syyskuun 2002 Kuukausikatsauksen keuhkossa "Palkkakehityksen seuranta ja sopimuspalkat".

<sup>55</sup> Lisätietoja on julkaisussa *Monthly Report*, vol. 71, nro 11, Deutsche Bundesbank, marraskuu 2019, s. 8.

## Kuvio A

### Sopimuspalkkojen kasvun ja työttömyysasteen kehitys

(vasen asteikko: vuotuinen prosenttimuutos, oikea asteikko: prosenttiosuudet)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä. Oikea asteikko on käänteinen.

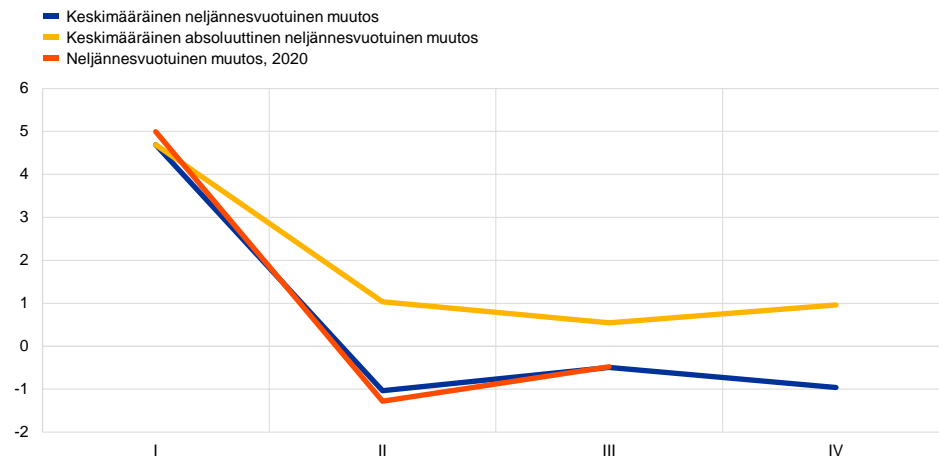
### Ennen pandemian puhkeamista tehdyt työehtosopimukset ovat edelleen hallitsevina sopimuspalkkaindikaattorin tuoreimmassa kehityksessä.

Indikaattorin neljännesvuotuiset muutokset osoittavat, että sopimuspalkkojen kehitys vuonna 2020 on toistaiseksi pitkälti seurailut vuodesta 1999 asti jatkuneen kehityksen keskiarvoa (ks. kuvio B). Sopimuspalkkojen muutokset ajoittuvat yleensä pääosin vuoden ensimmäiseen neljännekseen. Tämä pätee sekä sopimuspalkkaindikaattorin keskimääräisiin muutoksiin että keskimääräisiin absoluuttisiin muutoksiin. Sopimuspalkkaindikaattorin keskimääräisten absoluuttisten muutosten – jotka heijastavat sekä palkkojen nousujen että niiden laskujen keskimääräistä absoluuttista määrää – keskittyminen ensimmäiseen vuosineljännekseen osoittaa, että sopimuspalkkojen muutokset ajoittuvat todella pääosin alkuvuoteen. Yksityiskohtaisemmat tiedot viittaavat siihen, että sopimuspalkkojen kasvu vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä johtui lähes kokonaisuudessaan palkkojen kasvusta tammikuussa eli ennen pandemian alkua. Työehtosopimusten hallitseva rooli kunkin vuoden alussa viittaa siihen, että pandemian pääasialliset vaikutukset sopimuspalkkoihin saattavat tulla näkyviin vasta vuoden 2021 alusta alkaen, jolloin suuri osa työehtosopimuksista tulee uudelleen neuvoteltavaksi useissa euroalueen maissa.

## Kuvio B

### Sopimuspalkkojen muutosten kausivaihtelu

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos; tarkastelujaksona vuodet 1999–2020, ellei toisin mainita)



Lähteet: EKP:n sisäiset arviot ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä. Absoluuttiset muutokset johdetaan laskemalla yhteen nousujen ja laskujen absoluuttiset määrät.

### Tämänhetkisessä tilanteessa palkkaliukuma voi tarjota jonkin verran tietoa tulevasta.

Palkkaliukuma voidaan johtaa työntekijäkohtaisilla bruttopalkoilla mitatun todellisen palkan kasvun ja sopimuspalkkojen kasvun välisestä erosta.<sup>56</sup> Tältä pohjalta laskettu vuoden 2020 kolmen ensimmäisen neljänneksen negatiivinen palkkaliukuma (ks. kuvio C) kuvaa yritysten tosiasiallisten palkkakustannusten yleistä laskua, joka johtui muun muassa valtiollisista tukitoimista sekä bonuksien ja ylennysten vähenemisestä. Tähän palkkaliukumalaskelmaan kuitenkin vaikuttavat väistämättä työllisyyden rakenteen ja työntekijäkohtaisten keskimääräisten työtuntien muutokset, jotka nykytilanteessa ovat huomattavan suuria. Työllisyyden rakenne on todennäköisesti muuttunut, kun pandemia on vienyt työpaikkoja erityisesti palvelusektorilta, jolla on suhteellisen paljon matalapalkkaisia työpaikkoja. Tällöin keskipalkka on mekaanisesti noussut, ja se on osittain kompensoinut pandemian muilta osin negatiivisia vaikutuksia kokonaispalkkaliukumaan.<sup>57</sup> Palkkaliukuma kertoo, että sopimuspalkkoihin saattaa syntyä laskupainetta, jos työmarkkinatilanne huononee ja nykyisellään lyhennetyt työajan järjestelyjen piiriin kuuluvat työntekijät joutuvat työttömiksi.

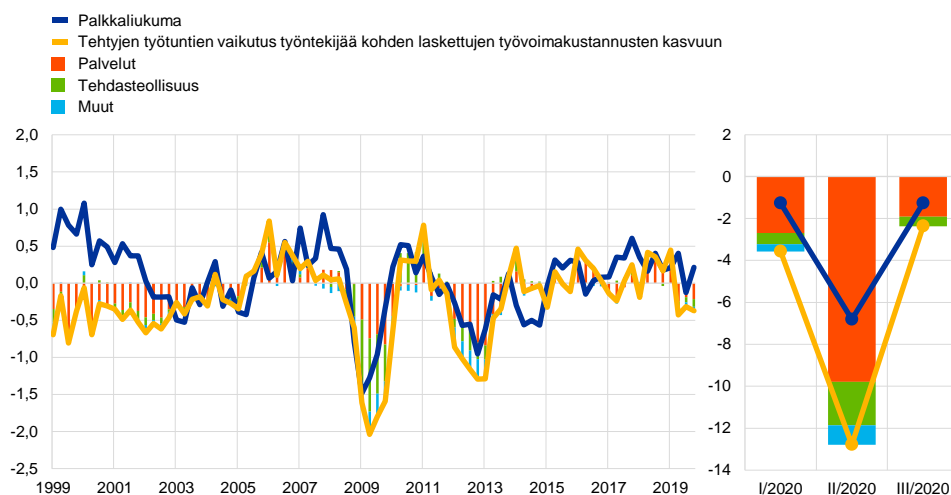
<sup>56</sup> Tämä viittaa siihen, että työntekijäkohtaisilla työvoimakustannuksilla mitattu palkkojen kokonaiskasvu voidaan jakaa sopimuspalkkojen kasvuun, palkkaliukumaan ja sosiaaliturvamaksujen muutosten vaikutukseen, joka määrittellään työntekijäkohtaisten työvoimakustannusten vuotuisen kasvun ja työntekijäkohtaisten bruttopalkkojen vuotuisen kasvun välisenä erona.

<sup>57</sup> Tällaisia rakenteellisia vaikutuksia käsitellään yksityiskohtaisemmin esim. julkaisussa E. E. Crust, M. C. Daly ja B. Hobjin, "The Illusion of Wage Growth", FRBSF, Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, elokuu 2020, ja Talouskatsauksen 8/2019 artikkelissa "The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth".

## Kuvio C

### Palkkaliukuma ja tehtyjen työtuntien vaikutus työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuun

(vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä. "Muut" viittaa kaikkiin muihin sektoreihin. Pylväät edustavat palvelujen, tehdasteollisuuden ja muiden sektorien osuuksia tehtyjen työtuntien kokonaisvaikutuksessa työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuun.

### Sopimuspalkkojen tämänhetkinen kasvu perustuu edelleen ennen pandemiaa tehtyihin työehtosopimuksiin, mikä rajoittaa sen informatiivista arvoa todellisten palkkojen tulevan kehityksen ennustamisessa.

Pandemian pääasialliset vaikutukset sopimuspalkkojen kasvuun tulevat luultavasti näkyviin vasta vuodesta 2021 alkaen, kun huomattava osa euroalueen maiden työehtosopimuksista tulee uudelleen neuvoteltavaksi. Palkkaliukuman kehitys yhdessä tehtyjä työtunteja ja työttömyyttä koskevien tietojen kanssa voi antaa viitteitä siitä, millaisessa ympäristössä nämä neuvottelut tullaan käymään. Tarkemmin eritellyt tiedot esimerkiksi eri toimialojen sopimuspalkkojen kasvusta olisivat suureksi avuksi analysoitaessa euroalueen palkkakehitystä yksityiskohtaisemmin.

## Talousarviosuunnitelmat vuodelle 2021: arviointia koronakriisin aikaan

**Euroopan komissio julkisti 18.11.2020 lausuntonsa euroalueen hallitusten vuoden 2021 alustavista talousarviosuunnitelmista.** Aiemmistä vuosista poiketen Euroopan komission tämänvuotinen arviointi, joka tehtiin koronapandemian vallitessa, oli luonteeltaan laadullinen eikä siinä keskitytty finanssipoliittisten sääntöjen numeromääräiseen noudattamiseen. Tämä johtui yleisen poikkeuslausekkeen<sup>58</sup> aktivoinnista, jonka nojalla jäsenvaltiot voivat poiketa vakaus- ja kasvusopimuksen sopeutusvaatimuksista tietyissä tarkoin määritellyissä erityistilanteissa, jollaisen muodostaa esimerkiksi vakava euroalueen tai koko unionin talouden heikkeneminen. Komissio perusti arviointinsa tällä kertaa maakohtaisiin finanssipoliittisiin suosituksiin, jotka neuvosto hyväksyi 20.7.2020, sekä ohjeistukseen, jonka se antoi syyskuussa kaikille jäsenvaltioille osoitetuissa kirjeissä ja jossa se ilmoitti, että tarvittavan finanssipoliittisen tuen varmistamiseksi yleinen poikkeuslauseke pysyy käytössä myös vuonna 2021. Komissio selvensi arvioinnissaan myös, että taloudellisten olosuhteiden salliessa jäsenvaltioiden olisi harjoitettava finanssipoliittikkaa, jonka tavoitteena on saavuttaa maltillisella tasolla oleva julkisen talouden rahoitusasema keskipitkällä aikavälillä ja varmistaa velkakestävyys samalla kun investointeja lisätään. Komissio totesi, että tukitoimien olisi oltava kohdennettuja ja väliaikaisia, jotta makrotalouden vakauttamistarve voitaisiin sovittaa yhteen julkisen talouden keskipitkän aikavälin kestävyuden varmistamisen kanssa. Pysyvät toimet, joita ei rahoiteta korvaavilla toimilla, saattavat näet heikentää julkisen talouden kestävyyttä keskipitkällä aikavälillä.

**Alustavat talousarviosuunnitelmat viittaavat siihen, että toimien painotuksessa siirrytään vuonna 2021 hätäaputoimista elpymistoimiin, joskaan niissä ei vielä täysin näy Next Generation EU (NGEU) -rahastosta saatava tuki.** Euroopan komission mukaan jäsenvaltiot ovat toteuttaneet pandemian johdosta mittavia finanssipoliittisia toimia, jotka ovat laajuudeltaan 4,2 % BKT:stä vuonna 2020 ja 2,4 % BKT:stä vuonna 2021. Vuonna 2020 finanssipoliittisten pakettien rakenne koostui pitkälti hätäaputoimista, joiden tarkoituksena oli lieventää kriisin välittömiä vaikutuksia eli hoitaa kansanterveystilannetta ja rajoittaa taloudellisia vahinkoja. Komission arvion mukaan nämä hätäaputoimet muodostivat noin 80 % vuoden 2020 finanssipoliittisista paketeista koko euroalueella. Vuodesta 2021 alkaen hätäaputoimien ennustetaan asteittain päättyvän, kun painopiste siirtyy elpymisen tukitoimiin. Euroopan komission alustavista talousarviosuunnitelmista laatimassa arvioinnissa ennakoidaan, että elpymistoimet, kuten välillisten verojen alennukset ja kasvaneet julkiset investoinnit, muodostavat vuonna 2021 yli 60 % finanssipoliittisista toimista. NGEU-rahaston ja erityisesti sen keskeisimmän osan, elpymis- ja palautumistukivälineen (RRF), täytäntöönpanon odotetaan alkavan vuonna 2021. Valmistelun nykyvaiheen perusteella näyttää kuitenkin erityisesti kansallisten

<sup>58</sup> 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. Käyttöön otettuna lauseke sallii jäsenvaltioiden poiketa väliaikaisesti sekä vakaus- ja kasvusopimuksen ennalta ehkäisevään osaan että sen korjaavaan osaan sisältyvistä julkisen talouden sopeutusvaatimuksista, kunhan se ei vaaranna julkisen talouden kestävyyttä keskipitkällä aikavälillä.

elpymis- ja palautumissuunnitelmien osalta siltä, että vain pieniä osia RRF:ään liittyvistä tuloista ja menoista on otettu huomioon Euroopan komission syksyn 2020 ennusteessa ja joissakin alustavissa talousarviosuunnitelmissa.

**Euroopan komissio ilmoitti, että vuoden 2021 alustavat talousarviosuunnitelmat ovat kokonaisuudessaan neuvoston hyväksymän finanssipoliittisen suosituksen mukaiset, mutta korosti pysyviksi suunniteltuihin toimiin liittyviä riskejä.** Komissio arvioi, että suurimmassa osassa euroalueen maista vuoden 2021 toimet ovat (enimmäkseen) väliaikaisia. Vain Ranskan, Italian, Liettuan<sup>59</sup> ja Slovakian suunnitelmissa viitataan toimiin, jotka eivät vaikuta väliaikaisilta tai kompensoivilla toimilla tasapainotetuilta. Belgian, Kreikan, Espanjan, Ranskan, Italian ja Portugalin osalta Euroopan komissio korosti, että näiden maiden ”julkisen talouden velka oli mittava ja keskipitkän aikavälin kestävyysaasteet suuria – –. Siksi niiden on erityisen tärkeää varmistaa, että samalla kun toteutetaan julkisen talouden tukitoimenpiteitä, turvataan julkisen talouden kestävyys keskipitkällä aikavälillä”. Vallitseva suuri epävarmuus vaikeuttaa toimien arviointia varsinkin, kun väliaikaisia ja rakenteellisempia toimia ei aina voi erottaa toisistaan, koska maat hyväksyvät toimia kriisiaaltojen kehityksen mukaan.

**Komission arviointia on tarkasteltava sen huomattavan ja poikkeavan vaikutuksen valossa, joka koronasokista ja finanssipoliittisista tukitoimista aiheutuu julkiseen talouteen, mutta myös vallitsevan suuren epävarmuuden valossa.** Vuonna 2020 ennustetusta rahoitusasemien heikkenemisestä keskimäärin noin 30 prosentin odotetaan kumoutuvan vuonna 2021 siten, että BKT:hen suhteutetut alijäämät pysyvät 3 prosentin kynnyksen yläpuolella kaikissa euroalueen maissa lukuun ottamatta Luxemburgia ja Kyprosta (ks. kuvio A). Espanjan, Ranskan, Italian ja Slovakian alijäämien ennustetaan olevan suurimmat, yli 7,5 % BKT:stä vuonna 2021. Poliitiikan pysyessä ennallaan alijäämät pysyttelisivät kolmessatoista euroalueen jäsenvaltiossa 3 prosentin kynnyksen yläpuolella vuonna 2022. Lisäksi koronasokin odotetaan pahimmin lisäävän velkaantuneisuutta niissä monissa maissa, joiden velkasuhteet olivat kriisin puhjetessa 100 prosentin tuntumassa tai sen yläpuolella (ks. kuvio B). Vain viiden euroalueen maan velkasuhteiden odotetaan pysyvän Maastrichtin sopimuksen mukaisen viitearvon (60 % BKT:stä) alapuolella vuonna 2022. Nämä maat ovat Viro, Latvia, Liettua, Luxemburg ja Malta.

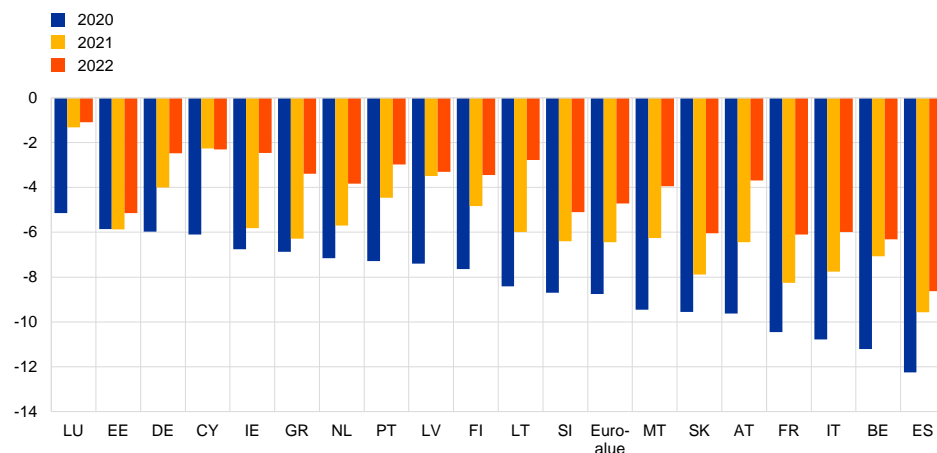
---

<sup>59</sup> Liettua esitti muuttumattoman politiikan oletukseen perustuvan alustavan talousarviosuunnitelman.

## Kuvio A

### Julkisen talouden rahoitusjäämät vuosina 2020–2022

(prosentteina BKT:stä)

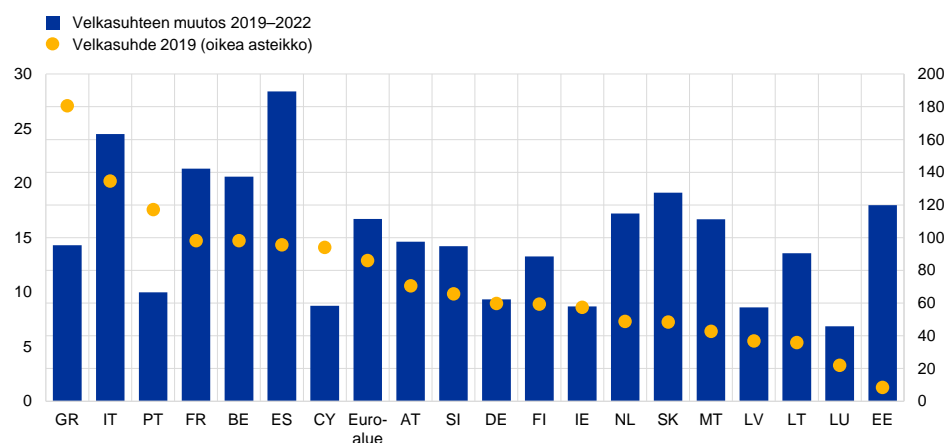


Lähteet: Euroopan komissio (AMECO-tietokanta) ja EKP:n laskelmat.

## Kuvio B

### Julkisen talouden bruttovelka vuosina 2019–22

(prosentteina BKT:stä)



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

### Euroopan komissio ei tässä vaiheessa aio käynnistää liiallisia alijäämiä koskevia menettelyjä BKT:hen suhteutetun 3 prosentin viitearvon ja velkasäännön rikkomusten perusteella.

Tällä hetkellä liiallista alijäämää koskevan menettelyn kohteena on vain Romania, jonka osalta menettely käynnistettiin huhtikuussa 2020. Euroopan komissio totesi marraskuun paketissaan, että kun otetaan huomioon "covid-19-pandemian puhkeamisen aiheuttama poikkeuksellinen epävarmuus ja sen poikkeukselliset makrotaloudelliset ja finanssipoliittiset vaikutukset, myös suunniteltaessa uskottavaa finanssipoliittikkaa, – päätöstä jäsenvaltioiden asettamisesta liiallisia alijäämiä koskevaan menettelyyn ei pitäisi tehdä". Samoilla perusteilla komissio ilmoitti, että tässä vaiheessa ei voitaisi tehdä päätöstä lisätoimista Romanian liiallista alijäämää koskevassa menettelyssä, joka oli käynnistetty huhtikuussa 2020 vuoden 2019 julkisen talouden alijäämän perusteella.

Se arvioi kuitenkin, että Romania ”ei ole mukauttanut julkisen talouden tilanteen merkittäviä taustatekijöitä, jotka olivat olemassa jo ennen pandemian alkamista vuonna 2020”. Euroopan komissio harkitsee keväällä 2021 uudelleen muiden liiallisia alijäämiä koskevien menettelyjen käynnistämistä vahvistettujen vuoden 2020 tietojen ja kevään 2021 talousennusteensa perusteella.

**Euroalueen talouden jyrkän supistumisen huomioon ottaen kunnianhimoinen ja koordinoitu finanssipolitiikan mitoitus on edelleen kriittisen tärkeä, kunnes on saavutettu kestävä elpyminen, joka mahdollistaa julkisen talouden rahoitusasemien palauttamisen maltilliselle tasolle.** Vuoden 2020 vahvasti elvyttävän finanssipolitiikan mitoituksen jälkeen Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteessa arvioidaan hätäaputoimien päättyvän vaiheittain, joskin finanssipoliittisen tuen ennustetaan pysyvän edelleen mittavana, kun elpymisen tukemiseksi hyväksytään uusia toimia. Niin kauan kuin kansanterveydellinen hätätila jatkuu eikä elpyminen vielä etene omalla painollaan, on tärkeää jatkaa väliaikaisia toimia, jotta jyrkimmät vaikutukset vältetään. Tästä huolimatta on ratkaisevan tärkeää, että toimet ovat oikea-aikaisia, väliaikaisia ja kohdennettuja, jotta finanssipoliittinen tuki annetaan mahdollisimman tehokkaasti ja samalla vältetään pitkäaikaiset vaikutukset julkisen talouden rahoitusasemiin kriisin jälkeisenä aikana. Näin varmistetaan julkisen talouden kestävyys. Epidemiologisen ja taloudellisen tilanteen salliessa huomio olisi siirrettävä sellaisen finanssipolitiikan harjoittamiseen, jonka tavoitteena on saavuttaa maltillisella tasolla oleva julkisen talouden rahoitusasema keskipitkällä aikavälillä ja samalla lisätä investointeja. Tältä osin NGEU-rahasto tarjoaa mahdollisuuden investointien tukemiseen ja kestävä elpymisen edistämiseen.



# Statistics

## Contents

1 External environment	S 2
2 Financial developments	S 3
3 Economic activity	S 8
4 Prices and costs	S 14
5 Money and credit	S 18
6 Fiscal developments	S 23

## Further information

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

## 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3.8	2.3	1.7	1.7	6.8	2.6	2.3	1.9	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2018	3.6	3.0	1.3	0.6	6.6	1.9	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2019	2.8	2.2	1.3	0.3	6.1	1.3	2.1	2.2	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2019 Q4	0.4	0.6	0.1	-1.9	1.6	0.1	1.9	2.1	2.0	1.4	0.5	4.3	1.0
2020 Q1	-3.5	-1.3	-2.5	-0.5	-10.0	-3.7	2.1	2.2	2.1	1.7	0.5	5.0	1.1
Q2	-6.9	-9.0	-19.8	-8.3	11.7	-11.7	0.9	1.6	0.4	0.6	0.1	2.7	0.2
Q3	.	7.4	15.5	5.3	2.7	12.5	1.3	1.7	1.2	0.6	0.2	2.3	0.0
2020 June	.	.	.	.	.	.	1.1	1.6	0.6	0.6	0.1	2.5	0.3
July	.	.	.	.	.	.	1.2	1.7	1.0	1.0	0.3	2.7	0.4
Aug.	.	.	.	.	.	.	1.3	1.6	1.3	0.2	0.2	2.4	-0.2
Sep.	.	.	.	.	.	.	1.3	1.7	1.4	0.5	0.0	1.7	-0.3
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	.	1.2	0.7	-0.4	0.5	-0.3
Nov. <sup>3)</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.3

Sources: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BIS (col. 9, 11, 12); OECD (col. 1, 2, 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 <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53.2	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.8	53.8	52.8	5.9	4.0	8.0
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.8	4.4	3.3	5.6
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.3	-0.8
2019 Q4	51.3	51.9	49.5	49.2	52.6	50.7	51.3	51.3	49.5	-0.9	-2.2	0.6
2020 Q1	46.1	47.9	47.4	44.4	42.0	44.2	46.7	45.9	46.0	-2.6	-2.0	-3.3
Q2	37.9	37.3	30.5	31.5	52.6	31.3	40.6	36.9	35.0	-9.7	-9.2	-10.3
Q3	51.9	53.1	57.5	45.6	54.7	52.4	52.6	51.7	48.9	9.4	9.1	9.9
2020 June	47.7	47.9	47.7	40.8	55.7	48.5	47.0	48.0	43.6	-9.7	-9.2	-10.3
July	50.2	50.3	57.0	44.9	54.5	54.9	51.4	49.8	46.3	-4.5	-4.7	-4.3
Aug.	52.6	54.6	59.1	45.2	55.1	51.9	53.3	52.4	49.5	3.8	2.5	5.2
Sep.	53.0	54.3	56.5	46.6	54.5	50.4	53.1	52.9	51.0	9.4	9.1	9.9
Oct.	54.1	56.3	52.1	48.0	55.7	50.0	53.6	54.3	50.3	.	.	.
Nov.	54.8	58.6	49.0	48.1	57.5	45.3	55.2	54.7	51.5	.	.	.

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 Financial developments

### 2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>						United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Overnight deposits (EONIA)	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	8
2017	-	-0.35	-0.37	-0.33	-0.26	-0.15	1.26	-0.02
2018	-0.45	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.31	-0.05
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020 May	-0.54	-0.46	-0.46	-0.27	-0.14	-0.08	0.40	-0.03
June	-0.55	-0.46	-0.49	-0.38	-0.22	-0.15	0.31	-0.05
July	-0.55	-0.46	-0.51	-0.44	-0.35	-0.28	0.27	-0.05
Aug.	-0.55	-0.47	-0.52	-0.48	-0.43	-0.36	0.25	-0.05
Sep.	-0.55	-0.47	-0.52	-0.49	-0.46	-0.41	0.24	-0.09
Oct.	-0.55	-0.47	-0.54	-0.51	-0.49	-0.47	0.22	-0.10
Nov.	-0.56	-0.47	-0.54	-0.52	-0.51	-0.48	0.22	-0.10

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.

### 2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	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	
2017	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2018	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
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 May	-0.57	-0.60	-0.63	-0.61	-0.36	0.24	0.48	0.14	-0.64	-0.69	-0.42	0.12
June	-0.57	-0.64	-0.69	-0.69	-0.45	0.19	0.50	0.14	-0.71	-0.77	-0.52	0.03
July	-0.58	-0.65	-0.71	-0.72	-0.49	0.16	0.42	0.07	-0.73	-0.80	-0.57	-0.04
Aug.	-0.58	-0.62	-0.66	-0.63	-0.37	0.25	0.58	0.30	-0.68	-0.71	-0.43	0.15
Sep.	-0.62	-0.64	-0.69	-0.71	-0.50	0.15	0.56	0.20	-0.69	-0.78	-0.58	-0.04
Oct.	-0.71	-0.75	-0.80	-0.81	-0.60	0.15	0.75	0.27	-0.81	-0.88	-0.68	-0.17
Nov.	-0.72	-0.72	-0.75	-0.75	-0.55	0.17	0.73	0.32	-0.75	-0.81	-0.62	-0.13

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.

### 2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	376.9	3,491.0	757.3	268.6	179.3	107.4	182.3	605.5	468.4	272.7	339.2	876.3	2,449.1	20,209.0
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
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 May	322.1	2,909.3	678.1	251.2	150.1	76.9	109.3	539.7	576.8	307.1	249.9	829.2	2,919.6	20,543.3
June	353.9	3,237.4	733.8	212.2	160.9	82.7	124.7	604.7	637.2	341.5	264.2	866.9	3,104.7	22,486.9
July	362.0	3,316.3	773.2	206.2	161.6	79.3	125.9	617.5	681.3	358.0	262.7	877.5	3,207.6	22,529.5
Aug.	361.8	3,297.7	785.5	207.6	161.9	78.9	123.8	641.3	677.3	355.8	253.6	841.5	3,391.7	22,874.2
Sep.	359.2	3,260.7	800.6	215.7	162.0	75.4	119.0	638.1	669.1	347.2	245.9	822.8	3,365.5	23,306.9
Oct.	355.1	3,180.4	784.7	220.4	162.0	69.8	112.9	641.0	660.8	350.5	240.0	809.1	3,418.7	23,451.4
Nov.	377.7	3,391.8	824.1	238.4	167.0	80.5	130.3	692.7	653.1	364.4	249.2	820.1	3,549.0	25,384.9

Source: Refinitiv.

## 2 Financial developments

### 2.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) <sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	By initial period of rate fixation			APRC <sup>3)</sup>	Composite cost-of-borrowing indicator			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year			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
2019 Nov.	0.03	0.42	0.23	0.73	5.61	16.49	5.36	5.53	6.26	2.21	1.43	1.59	1.61	1.48	1.80	1.47
Dec.	0.03	0.42	0.22	0.78	5.58	16.55	5.36	5.28	5.87	2.09	1.46	1.58	1.43	1.39	1.75	1.41
2020 Jan.	0.02	0.42	0.27	0.73	5.62	16.55	5.55	5.69	6.23	2.21	1.46	1.52	1.43	1.40	1.73	1.43
Feb.	0.02	0.36	0.32	0.70	5.63	16.60	5.48	5.58	6.13	2.20	1.43	1.54	1.38	1.36	1.71	1.41
Mar.	0.02	0.36	0.30	0.64	5.61	16.19	5.49	5.45	5.89	2.06	1.39	1.54	1.35	1.35	1.65	1.39
Apr.	0.02	0.36	0.22	0.73	5.39	16.06	3.62	5.50	5.55	1.99	1.30	1.54	1.36	1.43	1.67	1.44
May	0.02	0.36	0.23	0.70	5.27	16.06	4.14	5.30	5.65	1.83	1.47	1.58	1.40	1.41	1.70	1.42
June	0.02	0.35	0.23	0.71	5.29	16.01	4.43	5.14	5.57	1.87	1.44	1.64	1.38	1.39	1.68	1.42
July	0.02	0.35	0.22	0.74	5.17	15.91	4.75	5.27	5.71	2.00	1.43	1.58	1.34	1.38	1.67	1.40
Aug.	0.02	0.35	0.19	0.71	5.21	15.89	5.35	5.35	5.89	1.91	1.42	1.61	1.31	1.40	1.67	1.40
Sep.	0.02	0.35	0.18	0.71	5.24	15.85	5.08	5.25	5.75	1.94	1.39	1.61	1.31	1.37	1.66	1.38
Oct. <sup>(p)</sup>	0.02	0.35	0.20	0.69	5.17	15.84	5.06	5.26	5.80	2.03	1.37	1.58	1.27	1.36	1.65	1.36

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).

### 2.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) <sup>1), 2)</sup>

(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
2019 Nov.	0.02	-0.04	0.39	2.06	2.02	2.36	2.13	1.59	1.55	1.41	1.14	1.34	1.29	1.55
Dec.	0.01	0.00	0.42	2.09	2.01	2.28	2.08	1.58	1.54	1.39	1.26	1.21	1.37	1.56
2020 Jan.	0.01	-0.06	0.34	2.09	2.17	2.31	2.10	1.63	1.57	1.44	1.11	1.25	1.28	1.55
Feb.	0.00	-0.12	0.33	2.07	1.99	2.29	2.11	1.57	1.54	1.41	1.11	1.22	1.25	1.52
Mar.	0.00	-0.08	0.25	2.00	1.90	2.17	1.97	1.57	1.52	1.47	1.15	1.09	1.18	1.46
Apr.	0.00	-0.06	0.31	1.99	2.00	1.17	1.70	1.61	0.93	1.48	1.22	1.12	1.26	1.47
May	0.00	-0.10	0.39	1.91	1.87	1.22	1.62	1.54	0.87	1.56	1.23	1.07	1.31	1.45
June	0.00	-0.12	0.32	1.96	1.89	1.51	1.79	1.55	1.15	1.50	1.23	1.17	1.42	1.49
July	0.00	-0.18	0.27	1.87	1.98	1.86	1.86	1.60	1.31	1.51	1.23	1.17	1.38	1.51
Aug.	0.00	-0.20	0.39	1.85	1.88	1.90	1.94	1.57	1.40	1.49	1.29	1.30	1.20	1.51
Sep.	0.00	-0.20	0.26	1.90	1.95	2.11	1.94	1.54	1.44	1.49	1.22	1.32	1.31	1.51
Oct. <sup>(p)</sup>	0.00	-0.21	0.45	1.84	1.94	2.16	1.96	1.56	1.47	1.50	1.23	1.43	1.39	1.53

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.

## 2 Financial developments

### 2.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and initial maturity

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs (including Euro-system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro-system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
Short-term														
2017	1,240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1,217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1,283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020 Apr.	1,478	527	185	.	117	537	111	553	150	89	.	65	171	78
May	1,596	522	184	.	129	617	144	545	163	81	.	60	159	81
June	1,671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50
July	1,668	514	158	.	122	728	146	476	181	59	.	41	156	39
Aug.	1,666	505	154	.	121	744	142	383	153	56	.	29	112	34
Sep.	1,688	511	162	.	113	756	146	452	180	62	.	43	127	40
Long-term														
2017	15,353	3,560	3,059	.	1,223	6,866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15,746	3,688	3,162	.	1,247	7,022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16,313	3,818	3,398	.	1,321	7,151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 Apr.	16,709	3,943	3,418	.	1,373	7,326	648	460	135	70	.	54	180	20
May	16,878	3,945	3,416	.	1,407	7,447	663	341	58	52	.	50	162	19
June	17,104	3,973	3,452	.	1,433	7,569	676	424	100	94	.	38	172	20
July	17,106	3,936	3,162	.	1,445	7,890	673	304	55	66	.	32	140	12
Aug.	17,192	3,930	3,172	.	1,443	7,969	678	162	21	45	.	3	85	8
Sep.	17,319	3,949	3,214	.	1,460	8,006	692	313	65	79	.	26	124	19

Source: ECB.

1) For the purpose of comparison, annual data refer to the average monthly figure over the year.

### 2.7 Growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
Outstanding amount											
2017	16,593.2	4,079.8	3,214.5	.	1,293.4	7,304.7	700.9	7,950.7	612.5	1,245.6	6,092.6
2018	16,962.4	4,192.8	3,331.6	.	1,318.7	7,445.8	673.5	7,023.5	465.0	1,099.2	5,459.2
2019	17,595.7	4,368.2	3,578.3	.	1,405.5	7,557.2	686.5	8,587.9	538.4	1,410.7	6,638.8
2020 Apr.	18,186.9	4,470.6	3,603.6	.	1,490.4	7,863.6	758.7	6,966.3	340.0	1,081.6	5,544.7
May	18,473.9	4,467.0	3,600.5	.	1,535.4	8,063.6	807.3	7,273.2	359.5	1,115.6	5,798.1
June	18,775.5	4,508.9	3,642.3	.	1,552.3	8,242.3	829.6	7,510.3	388.4	1,171.0	5,950.8
July	18,773.6	4,450.2	3,319.5	.	1,566.6	8,618.4	818.9	7,436.1	376.7	1,149.4	5,910.1
Aug.	18,858.2	4,434.9	3,326.2	.	1,563.8	8,713.2	820.0	7,723.5	395.0	1,191.3	6,137.2
Sep.	19,007.9	4,459.6	3,375.9	.	1,572.7	8,761.7	838.0	7,555.9	364.9	1,147.9	6,043.1
Growth rate											
2017	1.3	-0.5	0.1	.	6.0	2.2	0.4	1.0	6.1	2.8	0.2
2018	1.9	1.7	3.0	.	3.3	1.9	-4.3	0.7	0.3	2.4	0.4
2019	3.1	3.8	5.0	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0
2020 Apr.	4.4	3.4	4.6	.	6.9	4.2	7.7	0.0	0.1	0.0	0.0
May	5.9	3.2	4.1	.	10.2	6.4	16.3	0.0	0.0	0.1	0.0
June	7.3	4.5	4.6	.	11.7	8.2	20.3	0.0	-0.2	0.1	0.0
July	7.3	3.2	4.1	.	12.0	9.2	19.2	0.1	-0.3	0.3	0.1
Aug.	7.7	2.8	4.5	.	12.2	10.2	18.0	0.3	-0.1	0.5	0.3
Sep.	8.0	2.7	5.0	.	11.7	10.6	20.9	0.8	-0.1	2.1	0.7

Source: ECB.

## 2 Financial developments

### 2.8 Effective exchange rates <sup>1)</sup>

(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
2017	97.5	93.5	92.4	89.1	80.5	94.1	112.4	91.9
2018	100.0	95.7	94.0	90.5	80.8	95.5	117.3	95.1
2019	98.2	93.3	92.9	88.7	79.1	92.8	115.5	92.4
2019 Q4	97.7	92.4	92.6	88.4	78.1	92.0	114.9	91.4
2020 Q1	97.5	91.8	92.3	88.1	78.6	92.6	115.2	91.2
Q2	98.8	93.1	93.3	88.1	78.3	92.1	118.1	93.4
Q3	101.2	94.9	95.2	.	.	.	121.7	95.6
2020 June	99.8	94.0	94.1	-	-	-	119.1	94.1
July	100.5	94.6	94.6	-	-	-	120.3	94.9
Aug.	101.6	95.1	95.6	-	-	-	122.4	96.0
Sep.	101.6	95.0	95.5	-	-	-	122.5	95.9
Oct.	101.4	94.8	95.0	-	-	-	122.4	95.7
Nov.	100.7	94.2	94.2	-	-	-	121.6	95.0
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2020 Nov.	-0.7	-0.7	-0.9	-	-	-	-0.7	-0.7
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2020 Nov.	3.3	2.1	2.0	-	-	-	6.1	4.1

Source: ECB.

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

### 2.9 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
2017	7.629	7.464	26.326	7.439	309.193	126.711	4.257	0.877	4.5688	9.635	1.112	1.130
2018	7.808	7.418	25.647	7.453	318.890	130.396	4.261	0.885	4.6540	10.258	1.155	1.181
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
2019 Q4	7.801	7.439	25.577	7.471	331.933	120.323	4.287	0.861	4.7666	10.652	1.096	1.107
2020 Q1	7.696	7.490	25.631	7.472	339.137	120.097	4.324	0.862	4.7973	10.669	1.067	1.103
Q2	7.808	7.578	27.058	7.458	351.582	118.410	4.503	0.887	4.8378	10.651	1.061	1.101
Q3	8.086	7.527	26.479	7.445	353.600	124.049	4.441	0.905	4.8454	10.364	1.075	1.169
2020 June	7.973	7.568	26.681	7.455	347.686	121.120	4.445	0.899	4.8392	10.487	1.071	1.125
July	8.035	7.530	26.514	7.447	351.163	122.380	4.449	0.905	4.8383	10.354	1.071	1.146
Aug.	8.195	7.508	26.167	7.446	348.928	125.404	4.400	0.901	4.8376	10.309	1.077	1.183
Sep.	8.033	7.542	26.741	7.442	360.605	124.501	4.473	0.909	4.8602	10.428	1.079	1.179
Oct.	7.923	7.575	27.213	7.442	362.529	123.889	4.541	0.907	4.8747	10.397	1.074	1.178
Nov.	7.815	7.562	26.466	7.446	359.842	123.610	4.495	0.896	4.8704	10.231	1.079	1.184
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2020 Nov.	-1.4	-0.2	-2.7	0.0	-0.7	-0.2	-1.0	-1.3	-0.1	-1.6	0.4	0.5
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2020 Nov.	0.7	1.6	3.7	-0.3	7.9	2.7	4.9	4.5	2.1	-3.9	-1.8	7.1

Source: ECB.

## 2 Financial developments

### 2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total <sup>1)</sup>			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>												
2019 Q3	28,093.7	28,285.0	-191.3	11,636.3	9,441.5	9,639.0	12,022.3	-123.7	6,115.1	6,821.2	827.0	15,398.7
Q4	27,826.3	27,882.0	-55.7	11,517.1	9,375.3	9,888.0	12,094.7	-85.3	5,693.0	6,412.0	813.6	14,759.2
2020 Q1	27,459.7	27,552.2	-92.5	11,263.3	9,320.5	8,884.3	11,128.6	-99.0	6,544.8	7,103.1	866.3	15,530.2
Q2	27,985.8	28,057.9	-72.0	11,182.0	9,373.8	9,839.8	11,894.7	-68.0	6,127.1	6,789.3	905.0	15,207.1
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2020 Q2	242.9	243.5	-0.6	97.1	81.4	85.4	103.2	-0.6	53.2	58.9	7.9	132.0
<i>Transactions</i>												
2019 Q4	-363.4	-427.3	63.9	-166.0	-66.3	155.0	11.4	-5.3	-344.7	-372.4	-2.5	-
2020 Q1	609.3	597.7	11.6	-33.4	-60.5	-127.4	59.1	12.2	754.5	599.1	3.4	-
Q2	93.1	87.1	6.0	22.9	155.8	383.3	188.8	37.5	-353.8	-257.6	3.3	-
Q3	274.7	199.1	75.6	65.6	68.1	50.9	124.3	32.0	122.8	6.7	3.4	-
2020 Apr.	92.2	118.9	-26.7	-6.8	24.8	165.1	1.7	10.6	-78.3	92.4	1.7	-
May	95.0	103.7	-8.7	81.8	139.7	104.0	58.5	9.3	-101.7	-94.4	1.7	-
June	-94.1	-135.6	41.4	-52.1	-8.6	114.2	128.6	17.6	-173.7	-255.6	-0.1	-
July	175.5	190.5	-15.0	33.7	15.0	25.4	58.7	6.5	110.6	116.9	-0.5	-
Aug.	97.5	60.6	36.9	60.0	37.9	41.6	41.7	0.3	-5.7	-18.9	1.3	-
Sep.	1.6	-52.0	53.6	-28.0	15.3	-16.2	23.9	25.3	18.0	-91.2	2.6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2020 Sep.	613.7	456.7	157.0	-110.9	97.1	461.8	383.7	76.5	178.8	-24.1	7.6	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2020 Sep.	5.4	4.0	1.4	-1.0	0.9	4.0	3.4	0.7	1.6	-0.2	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 3 Economic activity

### 3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance <sup>1)</sup>			
	1	2	Private consumption 3	Government consumption 4	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup> 9	Total 10	Exports <sup>1)</sup> 11	Imports <sup>1)</sup> 12	
					Total construction 5	Total machinery 6	Intellectual property products 8					
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2017	11,216.7	10,731.3	6,041.3	2,301.2	2,312.1	1,099.7	714.7	491.2	76.8	485.4	5,305.5	4,820.2
2018	11,587.7	11,119.5	6,222.7	2,368.7	2,431.3	1,178.5	745.7	500.6	96.8	468.1	5,576.2	5,108.1
2019	11,935.5	11,492.0	6,377.9	2,454.0	2,624.3	1,258.9	771.9	586.7	35.9	443.5	5,755.7	5,312.2
2019 Q4	3,015.3	2,907.5	1,606.3	621.7	679.5	317.4	192.8	167.6	0.1	107.7	1,449.6	1,341.8
2020 Q1	2,918.2	2,825.1	1,539.2	625.7	648.2	311.8	175.1	159.7	12.0	93.1	1,388.7	1,295.6
Q2	2,598.7	2,518.2	1,346.6	627.2	544.1	273.1	143.4	125.8	0.2	80.5	1,106.8	1,026.3
Q3	2,897.4	2,760.1	1,530.3	639.7	616.2	307.9	179.9	126.6	-26.2	137.4	1,299.9	1,162.5
<i>as a percentage of GDP</i>												
2019	100.0	96.3	53.4	20.6	22.0	10.5	6.5	4.9	0.3	3.7	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2019 Q4	0.1	1.2	0.1	0.3	6.2	-0.4	-0.5	32.6	-	-	0.0	2.2
2020 Q1	-3.7	-3.3	-4.5	-0.6	-5.7	-2.5	-9.6	-7.2	-	-	-3.8	-3.0
Q2	-11.7	-11.2	-12.4	-2.2	-16.0	-12.5	-18.2	-20.7	-	-	-18.9	-18.2
Q3	12.5	10.3	14.0	4.8	13.4	13.2	24.9	0.8	-	-	17.1	12.3
<i>annual percentage changes</i>												
2017	2.6	2.3	1.8	1.1	3.8	3.4	5.3	2.8	-	-	5.5	5.2
2018	1.9	1.9	1.5	1.2	3.2	3.8	3.7	1.2	-	-	3.6	3.7
2019	1.3	1.9	1.3	1.9	5.8	3.5	2.3	16.4	-	-	2.5	3.9
2019 Q4	1.0	1.3	1.2	2.0	5.0	1.9	0.6	17.3	-	-	1.8	2.5
2020 Q1	-3.2	-1.7	-3.9	0.7	1.1	-2.5	-9.9	27.1	-	-	-3.1	0.2
Q2	-14.7	-14.1	-16.0	-1.9	-20.5	-14.3	-26.7	-24.9	-	-	-21.5	-20.7
Q3	-4.3	-4.2	-4.6	2.1	-4.7	-3.9	-8.1	-1.6	-	-	-8.7	-8.9
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019 Q4	0.1	1.1	0.0	0.1	1.3	0.0	0.0	1.4	-0.3	-1.0	-	-
2020 Q1	-3.7	-3.2	-2.4	-0.1	-1.3	-0.3	-0.6	-0.4	0.6	-0.5	-	-
Q2	-11.7	-10.8	-6.6	-0.5	-3.6	-1.3	-1.1	-1.1	-0.2	-0.9	-	-
Q3	12.5	10.1	7.3	1.1	2.8	1.4	1.4	0.0	-1.2	2.4	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2017	2.6	2.2	1.0	0.2	0.8	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	-	-
2018	1.9	1.8	0.8	0.2	0.6	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-
2019	1.3	1.8	0.7	0.4	1.2	0.4	0.1	0.7	-0.5	-0.5	-	-
2019 Q4	1.0	1.3	0.7	0.4	1.1	0.2	0.0	0.8	-0.9	-0.3	-	-
2020 Q1	-3.2	-1.6	-2.1	0.1	0.2	-0.3	-0.6	1.1	0.1	-1.6	-	-
Q2	-14.7	-13.7	-8.5	-0.4	-4.6	-1.5	-1.7	-1.4	-0.1	-1.0	-	-
Q3	-4.3	-4.0	-2.4	0.4	-1.0	-0.4	-0.5	-0.1	-1.0	-0.3	-	-

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.



## 3 Economic activity

### 3.2 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
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2017	10,055.8	176.2	2,001.8	498.9	1,909.3	469.5	468.2	1,134.6	1,146.7	1,900.0	350.7	1,160.9
2018	10,383.7	174.5	2,052.2	528.2	1,963.8	500.3	476.8	1,167.3	1,206.6	1,957.9	356.1	1,203.9
2019	10,693.1	178.5	2,064.5	570.1	2,026.8	530.6	481.3	1,204.8	1,251.4	2,020.4	364.7	1,242.4
2019 Q4	2,701.5	45.2	520.6	145.6	512.2	134.9	119.8	304.4	316.5	510.9	91.4	313.8
2020 Q1	2,624.4	45.0	500.2	141.9	480.2	133.2	120.8	302.6	306.3	507.9	86.3	293.7
Q2	2,339.2	45.4	427.6	125.8	379.8	127.5	114.6	297.3	259.7	491.7	69.8	259.5
Q3	2,604.8	44.3	494.8	143.8	470.0	136.5	118.7	305.2	290.7	518.5	82.2	292.6
<i>as a percentage of value added</i>												
2019	100.0	1.7	19.3	5.3	19.0	5.0	4.5	11.3	11.7	18.9	3.4	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2019 Q4	0.1	1.1	-0.7	0.2	0.2	0.9	-0.2	0.6	0.2	0.4	0.0	0.1
2020 Q1	-3.4	-1.6	-3.9	-3.2	-6.2	-1.3	-0.9	-0.8	-3.3	-2.1	-6.8	-6.9
Q2	-12.0	-0.1	-15.0	-12.6	-21.2	-4.4	-2.4	-2.3	-15.8	-6.9	-22.9	-9.4
Q3	12.3	0.7	16.0	13.9	23.1	6.9	3.4	2.3	12.0	9.5	21.6	14.3
<i>annual percentage changes</i>												
2017	2.6	0.5	3.4	1.9	2.8	6.5	1.6	0.9	5.0	1.2	2.1	2.3
2018	1.9	-0.2	1.7	2.4	1.8	6.4	0.9	1.3	3.7	1.0	0.9	1.6
2019	1.3	0.8	-0.9	3.0	1.9	4.7	1.3	1.5	1.6	1.1	1.3	1.6
2019 Q4	0.9	0.8	-1.4	1.8	1.8	4.4	0.9	1.7	0.7	1.1	1.1	1.7
2020 Q1	-2.9	-1.0	-4.9	-2.7	-5.7	1.9	-0.4	0.3	-2.7	-1.3	-6.4	-6.1
Q2	-14.7	-0.8	-19.0	-14.7	-25.7	-4.8	-3.4	-2.3	-18.3	-8.3	-28.1	-15.0
Q3	-4.4	0.0	-5.9	-3.4	-8.8	1.8	-0.3	-0.4	-8.6	0.2	-12.6	-3.5
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019 Q4	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-
2020 Q1	-3.4	0.0	-0.8	-0.2	-1.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.4	-0.2	-
Q2	-12.0	0.0	-2.9	-0.7	-3.9	-0.2	-0.1	-0.3	-1.9	-1.3	-0.7	-
Q3	12.3	0.0	3.0	0.7	3.8	0.4	0.2	0.3	1.3	1.9	0.6	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2017	2.6	0.0	0.7	0.1	0.5	0.3	0.1	0.1	0.6	0.2	0.1	-
2018	1.9	0.0	0.3	0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2019	1.3	0.0	-0.2	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-
2019 Q4	0.9	0.0	-0.3	0.1	0.3	0.2	0.0	0.2	0.1	0.2	0.0	-
2020 Q1	-2.9	0.0	-1.0	-0.1	-1.1	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-
Q2	-14.7	0.0	-3.7	-0.8	-4.9	-0.2	-0.2	-0.3	-2.1	-1.6	-1.0	-
Q3	-4.4	0.0	-1.1	-0.2	-1.7	0.1	0.0	0.0	-1.0	0.0	-0.4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 3 Economic activity

### 3.3 Employment <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	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	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2017	100.0	85.6	14.4	3.2	14.6	5.9	25.0	2.8	2.5	1.0	13.8	24.3	6.9
2018	100.0	85.8	14.2	3.1	14.6	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.2	6.8
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
<i>annual percentage changes</i>													
2017	1.6	2.0	-0.7	-0.5	0.9	1.2	1.8	3.2	-1.6	2.5	3.6	1.2	1.1
2018	1.6	1.8	0.1	-0.4	1.5	2.7	1.6	3.9	-1.1	2.0	2.8	1.2	0.2
2019	1.2	1.4	0.0	-1.9	0.8	2.0	1.3	3.6	-0.4	1.5	1.3	1.5	0.6
2019 Q4	1.0	1.3	-0.3	-1.6	0.2	1.2	1.2	2.7	0.2	-0.1	1.1	1.5	0.9
2020 Q1	0.4	0.6	-1.4	-3.2	-0.4	1.1	0.3	2.3	0.1	-1.1	0.3	1.2	-0.1
Q2	-3.0	-3.1	-2.6	-3.8	-2.2	-1.0	-5.7	0.5	-1.0	-2.0	-4.8	0.2	-5.9
Q3	-2.1	-2.0	-2.3	-3.0	-2.7	0.8	-4.2	0.9	-0.9	0.1	-3.6	0.6	-3.7
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2017	100.0	80.7	19.3	4.3	15.0	6.7	25.9	3.0	2.5	1.0	13.6	21.8	6.2
2018	100.0	81.1	18.9	4.3	15.0	6.8	25.8	3.0	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.8	3.1	2.4	1.0	13.9	21.8	6.1
<i>annual percentage changes</i>													
2017	1.1	1.6	-1.1	-0.8	0.6	1.1	1.1	3.1	-2.3	2.4	3.4	0.5	0.6
2018	1.7	2.1	0.0	0.1	1.4	3.3	1.5	4.1	-0.9	2.7	3.2	1.3	0.5
2019	0.9	1.2	-0.4	-2.6	0.3	1.8	0.9	3.6	-0.2	1.4	1.1	1.3	0.4
2019 Q4	0.5	0.9	-0.9	-1.9	-0.6	0.4	0.8	2.8	0.1	1.3	0.7	1.2	0.1
2020 Q1	-3.8	-2.9	-7.3	-3.8	-4.2	-4.4	-5.7	0.8	-2.5	-5.3	-2.6	-1.2	-8.1
Q2	-16.8	-15.4	-22.9	-6.9	-15.8	-17.9	-27.7	-5.9	-6.0	-16.9	-16.6	-5.8	-28.6
Q3	-4.7	-4.4	-5.9	-2.0	-5.6	-0.8	-8.6	-1.5	-2.4	-3.3	-6.4	0.0	-7.3
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2017	-0.5	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.1	-0.7	-0.1	-0.6	-0.1	-0.2	-0.7	-0.4
2018	0.1	0.3	-0.1	0.6	-0.1	0.6	-0.1	0.2	0.2	0.7	0.4	0.1	0.3
2019	-0.3	-0.2	-0.4	-0.7	-0.5	-0.2	-0.4	0.0	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
2019 Q4	-0.5	-0.4	-0.6	-0.3	-0.8	-0.8	-0.4	0.0	-0.1	1.4	-0.4	-0.3	-0.7
2020 Q1	-4.1	-3.6	-6.0	-0.6	-3.8	-5.4	-6.0	-1.5	-2.6	-4.3	-2.9	-2.4	-8.0
Q2	-14.3	-12.8	-20.9	-3.2	-13.9	-17.0	-23.3	-6.4	-5.0	-15.3	-12.4	-6.0	-24.1
Q3	-2.6	-2.4	-3.7	1.0	-3.0	-1.6	-4.6	-2.4	-1.5	-3.4	-3.0	-0.5	-3.8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 3 Economic activity

### 3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	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 2019			100.0		81.9	18.3			51.3		48.7			
2017	161.860	4.1	14.585	9.0	4.4	11.946	8.1	2.640	18.6	7.556	8.7	7.029	9.4	1.9
2018	162.485	3.7	13.211	8.1	3.8	10.823	7.3	2.388	16.8	6.809	7.8	6.402	8.5	2.1
2019	163.302	3.5	12.268	7.5	3.3	10.030	6.7	2.238	15.6	6.290	7.2	5.978	7.9	2.3
2019 Q4	163.376	3.4	11.979	7.3	3.2	9.756	6.5	2.223	15.6	6.110	7.0	5.869	7.7	2.2
2020 Q1	162.278	3.4	11.737	7.2	3.1	9.521	6.4	2.217	15.7	5.970	6.9	5.768	7.6	1.9
Q2	159.646	3.5	11.671	7.3	2.5	9.416	6.4	2.256	16.5	6.145	7.2	5.526	7.5	1.6
Q3	-	-	14.027	8.6	-	11.444	7.6	2.582	18.5	7.117	8.1	6.909	9.1	-
2020 May	-	-	12.321	7.7	-	10.033	6.8	2.289	17.2	6.373	7.4	5.948	8.0	-
June	-	-	12.747	7.9	-	10.378	7.0	2.369	17.6	6.580	7.6	6.167	8.3	-
July	-	-	14.140	8.7	-	11.519	7.7	2.621	18.9	7.179	8.2	6.960	9.2	-
Aug.	-	-	14.029	8.6	-	11.425	7.6	2.603	18.6	7.130	8.1	6.899	9.1	-
Sep.	-	-	13.911	8.5	-	11.389	7.6	2.522	17.9	7.042	8.0	6.869	9.0	-
Oct.	-	-	13.825	8.4	-	11.274	7.5	2.551	18.0	7.032	8.0	6.793	8.9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, annual and quarterly data are derived as simple averages of the monthly data. 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 Q1 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).

### 3.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	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	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2017	3.0	3.2	3.4	3.9	1.4	1.2	3.0	7.9	2.5	1.6	3.4	0.8	5.7
2018	0.7	0.9	0.6	1.1	1.4	-1.5	1.7	2.8	1.6	1.4	1.9	0.6	0.9
2019	-1.3	-1.3	-2.4	-1.8	1.5	-1.9	2.0	-4.3	2.4	0.9	3.6	0.7	1.8
2019 Q4	-2.0	-2.1	-3.8	-2.8	1.9	-2.4	0.0	-5.9	2.1	0.6	3.5	-0.8	12.5
2020 Q1	-6.1	-6.1	-5.3	-10.2	-0.7	-5.6	-3.8	-6.5	-1.4	4.8	-4.7	-10.1	-27.4
Q2	-20.1	-21.2	-19.5	-28.0	-13.3	-10.6	-15.4	-26.4	-6.8	3.0	-11.1	-29.3	-50.8
Q3	-6.8	-7.1	-5.8	-11.6	-1.7	-4.9	-2.9	-8.0	2.3	2.6	3.2	-5.1	-6.9
2020 May	-20.3	-21.5	-19.4	-27.9	-14.6	-10.6	-10.4	-28.3	-2.7	5.8	-5.9	-26.9	-48.5
June	-11.8	-12.3	-12.6	-15.4	-7.2	-7.5	-4.5	-13.4	1.5	1.0	4.0	-14.0	-28.1
July	-6.8	-7.1	-8.6	-9.1	-1.4	-5.7	-3.3	-10.4	0.0	1.2	0.0	-6.0	-3.8
Aug.	-6.7	-7.2	-5.0	-12.5	-2.2	-4.6	0.4	-7.1	4.4	3.6	6.2	-3.7	-15.7
Sep.	-6.8	-7.2	-3.7	-13.3	-1.5	-4.5	-2.5	-6.5	2.5	2.9	3.2	-5.6	-1.8
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	4.3	5.1	5.4	-9.6	-4.8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2020 May	12.5	13.6	10.1	25.7	5.9	2.9	29.1	11.8	20.2	2.5	38.9	38.5	138.7
June	9.5	10.3	7.1	14.5	6.2	2.9	5.7	20.9	5.7	-3.2	12.0	19.6	39.9
July	5.3	5.9	5.1	6.9	5.0	1.6	0.0	2.2	-1.6	0.0	-4.3	9.1	29.3
Aug.	0.6	0.4	3.1	-1.7	-0.5	1.2	3.9	4.0	4.2	2.3	5.5	2.2	-0.2
Sep.	-0.4	-0.3	0.5	0.6	1.2	-1.0	-2.9	0.4	-1.7	-1.4	-1.9	-1.5	1.7
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	1.5	2.0	2.0	-3.7	2.9

Sources: Eurostat, ECB calculations, ECB experimental statistics (col. 8) and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

## 3 Economic activity

### 3.6 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	-11.7	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2017	110.4	5.7	83.1	-5.4	-3.0	2.3	14.7	89.9	57.4	58.5	55.6	56.4
2018	111.5	6.7	83.7	-4.9	7.0	1.3	15.2	90.4	54.9	54.7	54.5	54.6
2019	103.1	-5.1	81.9	-7.1	6.4	-0.4	10.7	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2019 Q4	100.6	-9.2	80.9	-7.7	4.9	-0.1	9.8	90.2	46.4	46.7	52.3	50.7
2020 Q1	100.0	-8.1	74.6	-8.8	3.4	-3.0	6.6	88.0	47.2	45.1	43.9	44.2
Q2	69.4	-27.2	70.2	-18.5	-14.9	-26.4	-39.2	85.6	40.1	34.2	30.3	31.3
Q3	86.9	-13.5	74.2	-14.5	-10.9	-11.4	-18.2	85.9	52.4	56.0	51.1	52.4
2020 June	75.8	-21.6	-	-14.7	-11.3	-19.4	-35.5	-	47.4	48.9	48.3	48.5
July	82.4	-16.2	72.1	-15.0	-11.4	-15.1	-26.2	85.5	51.8	55.3	54.7	54.9
Aug.	87.5	-12.8	-	-14.7	-11.8	-10.5	-17.2	-	51.7	55.6	50.5	51.9
Sep.	90.9	-11.4	-	-13.9	-9.5	-8.6	-11.2	-	53.7	57.1	48.0	50.4
Oct.	91.1	-9.2	76.3	-15.5	-8.3	-6.9	-12.1	86.2	54.8	58.4	46.9	50.0
Nov.	87.6	-10.1	-	-17.6	-9.3	-12.7	-17.3	-	53.8	55.3	41.7	45.3

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving ratio (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit share <sup>3)</sup>	Saving ratio (net)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Annual percentage changes					Percentage of net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12.2	93.7	1.7	2.3	5.4	4.6	4.6	35.1	6.9	77.2	4.1	9.6	2.7
2018	12.4	93.4	1.8	2.0	6.4	2.6	4.6	35.5	5.9	77.8	1.9	7.0	1.4
2019	12.9	93.8	1.8	2.6	4.8	5.7	3.8	34.7	5.7	77.6	2.4	3.5	1.9
2019 Q3	12.9	93.5	2.2	2.5	4.3	4.7	3.8	34.9	5.7	79.2	1.8	0.6	1.6
Q4	12.9	93.8	1.0	2.6	2.7	5.7	3.8	34.7	5.7	77.6	2.4	-8.1	1.9
2020 Q1	13.8	93.6	0.8	2.6	-0.2	3.0	4.2	33.7	4.6	78.9	2.5	0.0	2.1
Q2	16.5	94.9	-3.6	3.3	-14.2	4.0	4.3	31.0	4.1	83.3	2.6	-28.5	1.8

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 share uses net entrepreneurial income, which is broadly equivalent to current profits in business accounting.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 3 Economic activity

### 3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	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	
2019 Q4	1,099.3	1,034.8	64.4	610.2	519.7	254.0	247.4	205.9	205.5	29.2	62.3	16.4	19.0
2020 Q1	1,058.4	1,007.1	51.3	587.0	497.2	241.4	251.7	200.7	192.4	29.4	65.8	10.8	10.8
Q2	859.8	816.5	43.3	466.9	413.1	190.4	182.1	176.4	152.6	26.1	68.7	10.5	15.3
Q3	945.8	883.0	62.8	553.5	460.3	198.4	183.3	165.6	176.4	28.3	63.0	10.5	8.0
2020 Apr.	273.1	263.9	9.3	141.8	130.6	61.4	60.5	61.0	50.4	8.9	22.4	3.8	5.8
May	285.2	270.2	15.0	155.8	137.3	63.4	59.9	58.1	47.2	7.9	25.8	3.5	4.5
June	301.5	282.4	19.1	169.3	145.2	65.6	61.7	57.3	55.0	9.2	20.5	3.3	5.0
July	310.8	294.0	16.8	179.9	150.5	65.9	60.9	55.5	61.0	9.5	21.6	3.3	3.1
Aug.	312.3	291.4	20.9	183.2	152.1	64.2	60.6	55.6	58.8	9.3	20.0	4.1	1.8
Sep.	322.8	297.6	25.2	190.4	157.7	68.4	61.8	54.5	56.7	9.5	21.4	3.1	3.0
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2020 Sep.	3,963.3	3,741.5	221.8	2,217.6	1,890.3	884.2	864.5	748.6	726.8	113.0	259.9	48.3	53.1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2020 Sep.	34.7	32.7	1.9	19.4	16.5	7.7	7.6	6.5	6.4	1.0	2.3	0.4	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 3.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup>

(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>													
2019 Q4	2.2	-1.9	592.5	276.0	125.5	179.5	496.9	526.0	291.4	86.6	139.0	385.9	61.0
2020 Q1	-1.6	-4.0	578.4	275.3	115.7	176.1	480.5	507.6	284.0	82.8	133.9	370.6	56.4
Q2	-23.6	-21.5	446.8	218.1	87.2	132.8	369.0	422.9	220.2	77.2	118.7	319.4	26.3
Q3	-8.6	-11.6	531.7	.	.	.	447.9	468.1	.	.	.	357.2	.
2020 Apr.	-29.9	-25.3	135.5	69.7	26.4	37.6	109.6	135.5	72.8	24.8	36.2	99.6	7.9
May	-29.8	-26.6	147.7	71.9	28.8	44.2	123.3	139.5	71.6	25.4	39.9	106.9	7.8
June	-10.5	-12.1	163.5	76.6	32.0	51.0	136.1	147.9	75.8	27.0	42.5	112.8	10.5
July	-10.4	-14.3	173.0	80.0	34.9	54.5	145.5	154.3	79.8	27.9	43.6	116.8	11.4
Aug.	-12.6	-13.6	175.8	81.6	35.7	54.2	147.5	154.8	79.5	27.6	44.4	119.4	11.9
Sep.	-3.1	-7.1	182.9	.	.	.	154.9	159.0	.	.	.	121.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2019 Q4	0.0	-1.8	107.3	108.1	108.7	106.1	107.1	107.2	105.2	105.8	113.3	110.1	96.7
2020 Q1	-4.0	-4.7	103.7	106.7	100.1	102.6	102.2	103.9	103.7	100.4	108.6	105.0	98.3
Q2	-23.6	-16.4	81.6	86.6	75.7	78.9	79.1	92.1	89.8	94.3	96.7	91.1	81.5
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Mar.	-7.8	-8.8	98.7	104.1	91.6	95.0	95.2	97.5	98.3	94.4	100.6	95.8	92.4
Apr.	-29.9	-20.0	74.2	82.7	67.9	67.4	70.3	88.7	89.6	89.1	89.0	84.7	83.0
May	-29.7	-20.9	81.0	85.5	75.7	78.6	79.2	91.9	89.0	93.3	97.4	91.6	80.2
June	-10.6	-7.7	89.7	91.5	83.5	90.7	87.7	95.7	90.8	100.6	103.7	96.9	81.4
July	-9.7	-10.3	95.5	95.6	92.0	98.1	94.6	100.0	95.1	103.9	107.7	101.3	79.6
Aug.	-10.9	-9.8	97.9	98.7	94.5	98.0	96.9	100.5	95.2	102.6	109.8	103.5	81.5

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 3.8) and Eurostat's trade in goods (Table 3.9) are mainly due to different definitions.

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

## 4 Prices and costs

### 4.1 Harmonised Index of Consumer Prices <sup>1)</sup>

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						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										
% of total in 2020	100.0	100.0	71.1	55.1	44.9	100.0	14.6	4.4	26.2	9.8	44.9	87.6	12.4
2017	101.8	1.5	1.0	1.6	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.1
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2019 Q4	105.3	1.0	1.2	0.4	1.7	0.3	0.4	-0.1	0.1	0.2	0.4	1.0	1.2
2020 Q1	104.7	1.1	1.1	0.8	1.5	0.1	0.6	1.3	0.1	-1.3	0.1	1.2	0.8
Q2	105.5	0.2	0.9	-0.6	1.2	-0.4	0.7	3.7	-0.1	-7.9	0.3	0.2	0.5
Q3	105.1	0.0	0.6	-0.7	0.7	0.0	-0.2	-1.9	0.4	0.9	-0.2	-0.1	0.4
2020 June	105.7	0.3	0.8	-0.5	1.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	1.7	0.1	0.2	0.4
July	105.3	0.4	1.2	-0.1	0.9	0.2	-0.3	-1.9	1.6	0.5	-0.2	0.4	0.4
Aug.	104.9	-0.2	0.4	-0.9	0.7	-0.5	0.0	0.1	-1.7	0.0	0.0	-0.2	0.3
Sep.	105.0	-0.3	0.2	-1.0	0.5	0.0	0.0	0.3	-0.1	-0.4	0.0	-0.4	0.4
Oct.	105.2	-0.3	0.2	-0.8	0.4	0.1	0.1	0.5	0.1	0.4	0.1	-0.4	0.6
Nov. <sup>3)</sup>	104.8	-0.3	0.2	.	0.6	0.1	0.2	0.5	-0.1	-0.2	0.2	.	.

	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 2020	19.1	14.6	4.4	36.1	26.2	9.8	10.9	6.6	7.4	2.6	15.4	8.5
2017	1.8	1.5	2.4	1.5	0.3	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.1	2.1	0.8
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4
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
2019 Q4	1.8	1.9	1.6	-0.3	0.4	-2.1	1.5	1.5	2.4	-0.2	2.0	1.5
2020 Q1	2.2	2.0	2.8	0.0	0.5	-1.0	1.6	1.4	1.7	0.0	1.6	1.5
Q2	3.4	2.3	6.7	-2.7	0.2	-10.3	1.4	1.3	1.1	0.1	1.2	1.5
Q3	1.8	1.5	2.8	-2.0	0.4	-8.1	1.3	1.2	-0.4	-0.7	0.6	1.4
2020 June	3.2	2.3	6.0	-2.4	0.2	-9.3	1.4	1.3	1.1	0.3	1.2	1.5
July	2.0	1.6	3.1	-1.2	1.6	-8.4	1.3	1.2	0.2	-0.6	0.9	1.5
Aug.	1.7	1.5	2.3	-2.3	-0.1	-7.8	1.3	1.2	-0.8	-0.8	0.7	1.4
Sep.	1.8	1.4	3.1	-2.5	-0.3	-8.2	1.3	1.2	-0.6	-0.8	0.3	1.3
Oct.	2.0	1.3	4.3	-2.3	-0.1	-8.2	1.2	1.2	-0.9	-1.8	0.4	1.3
Nov. <sup>3)</sup>	1.9	1.3	4.2	.	-0.3	-8.4	.	.	.	.	.	.

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/ebu/eb201603.en.pdf>).

3) Estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

## 4 Prices and costs

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

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Con- struction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate 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			
2017	100.8	3.0	3.0	2.1	3.1	0.9	1.9	2.8	0.2	5.7	2.0	4.4	4.7
2018	104.1	3.3	2.4	1.5	2.7	1.0	0.4	0.1	0.6	8.4	2.4	4.8	4.1
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.0	4.2	4.6
2019 Q4	104.4	-1.4	0.0	0.4	-1.2	1.4	1.7	2.4	0.7	-6.0	1.9	4.3	4.2
2020 Q1	103.7	-1.7	0.0	0.4	-1.4	1.1	2.3	3.3	0.6	-7.4	1.5	5.0	3.9
Q2	100.2	-4.5	-3.0	-0.5	-2.7	1.0	1.1	1.5	0.6	-15.5	1.0	5.1	5.8
Q3	101.4	-2.7	-2.0	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.6	-9.3	.	.	.
2020 May	99.7	-5.0	-3.5	-0.7	-2.9	0.9	1.0	1.3	0.5	-17.3	-	-	-
June	100.5	-3.7	-2.3	-0.6	-2.5	1.1	0.7	0.8	0.5	-12.8	-	-	-
July	101.2	-3.2	-2.0	-0.4	-2.0	0.9	0.6	0.5	0.6	-10.9	-	-	-
Aug.	101.3	-2.6	-1.8	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.6	-8.7	-	-	-
Sep.	101.7	-2.3	-2.2	-0.3	-1.6	0.8	0.4	0.1	0.7	-8.3	-	-	-
Oct.	102.1	-2.0	-1.9	-0.2	-1.3	0.8	0.3	0.0	0.7	-7.6	-	-	-

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 4.3 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 <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			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	
2017	102.0	1.1	1.4	1.3	1.6	1.6	1.9	2.8	48.1	5.8	-3.5	16.6	6.6	-1.7	17.8
2018	103.4	1.4	1.7	1.5	1.7	1.9	1.5	2.2	60.4	-0.7	-5.9	4.3	-0.3	-5.7	5.7
2019	105.2	1.7	1.4	1.1	1.7	2.1	0.7	0.1	57.2	1.6	3.7	-0.1	2.6	7.4	-2.3
2019 Q4	105.9	1.7	1.2	1.0	1.7	1.4	0.3	-0.9	56.5	3.7	8.7	-0.6	5.0	13.4	-3.6
2020 Q1	106.5	1.9	1.4	1.2	2.6	1.9	-0.1	-1.2	45.9	1.8	7.4	-3.1	1.2	7.1	-4.9
Q2	107.4	2.4	1.4	0.7	4.8	1.4	-2.0	-4.4	28.5	-2.4	4.0	-8.1	-4.3	0.1	-9.2
Q3	106.5	1.0	0.7	0.2	1.6	0.8	-1.7	-2.9	36.5	2.1	1.9	2.4	-0.4	-1.6	1.0
2020 June	-	-	-	-	-	-	-	-	35.5	-1.6	1.8	-4.6	-3.0	-0.6	-5.7
July	-	-	-	-	-	-	-	-	37.3	-1.9	-0.5	-3.2	-3.9	-3.7	-4.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	37.4	4.9	2.2	7.3	1.9	-1.4	5.6
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	34.9	3.6	4.0	3.2	1.0	0.2	1.9
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	34.4	2.8	2.8	2.9	0.0	-1.2	1.4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36.5	3.6	0.5	6.6	-1.7	-7.1	5.0

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.

## 4 Prices and costs

### 4.4 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	-	-	-4.5	32.3	56.7	56.3	-	49.7
2017	9.3	5.2	7.1	2.8	12.9	64.6	56.3	55.1	51.6
2018	11.6	7.5	9.5	12.5	20.6	65.4	57.9	56.1	52.7
2019	4.3	7.2	9.0	7.4	18.3	48.8	57.1	50.4	52.4
2019 Q4	1.4	6.9	7.9	5.9	14.7	44.2	56.9	48.6	52.0
2020 Q1	2.0	6.6	7.4	3.9	13.3	45.6	54.7	48.0	49.7
Q2	-6.8	-3.7	-7.5	-11.7	11.0	44.2	48.1	46.1	43.3
Q3	-1.5	0.9	-0.7	-7.8	12.5	49.4	52.9	49.3	47.7
2020 June	-4.4	0.1	-3.9	-10.8	14.5	45.1	52.2	46.6	46.3
July	-1.1	-0.6	-0.1	-9.9	12.7	47.5	52.5	49.0	47.8
Aug.	-2.1	0.7	-1.1	-7.5	13.9	50.1	53.4	49.4	48.2
Sep.	-1.3	2.6	-1.0	-6.0	11.0	50.6	53.0	49.6	47.1
Oct.	0.7	3.1	-2.3	-7.0	9.3	52.9	53.1	50.5	48.7
Nov.	0.2	1.2	-4.2	-8.3	7.0	55.9	51.5	51.6	47.7

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

### 4.5 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 <sup>1)</sup>
			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	
2017	101.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.7	1.5
2018	104.2	2.4	2.3	2.7	2.5	2.1	2.0
2019	106.8	2.5	2.6	1.9	2.4	2.8	2.2
2019 Q4	113.2	2.4	2.4	1.9	2.2	2.8	2.0
2020 Q1	103.3	3.7	3.9	3.1	3.3	4.6	1.9
Q2	115.7	4.2	5.2	0.9	4.1	4.3	1.7
Q3	.	.	.	.	.	.	1.6

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).



## 4 Prices and costs

### 4.6 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												
2017	106.3	0.7	0.8	-0.7	1.3	0.4	-0.8	-2.0	4.2	1.3	1.8	1.0
2018	108.4	1.9	1.0	1.7	2.2	1.8	-0.1	0.3	4.4	1.9	2.3	2.5
2019	110.4	1.9	-1.0	3.3	0.9	1.4	0.8	0.4	2.6	1.1	2.6	2.0
2019 Q4	110.9	1.7	-0.1	2.6	0.9	1.1	0.0	0.9	-0.5	1.7	2.7	2.4
2020 Q1	114.0	4.3	-1.3	4.3	2.3	5.1	2.5	-0.3	1.1	4.4	4.9	7.1
Q2	119.3	8.4	-2.5	11.5	7.2	11.9	3.1	1.1	-5.0	9.4	10.8	21.6
Q3	113.9	2.9	-0.6	1.8	5.7	4.0	-0.5	-0.6	3.1	6.2	2.4	12.5
Compensation per employee												
2017	111.2	1.7	1.7	1.8	2.0	1.4	2.3	1.2	2.5	2.6	1.8	2.0
2018	113.6	2.2	1.2	1.9	1.9	2.1	2.3	2.4	3.7	2.8	2.1	3.2
2019	115.9	1.9	1.8	1.5	2.0	2.1	1.9	2.1	2.6	1.4	2.1	2.7
2019 Q4	116.7	1.7	2.4	1.0	1.4	1.6	1.6	1.6	1.4	1.3	2.3	2.6
2020 Q1	115.7	0.6	0.9	-0.4	-1.5	-1.1	2.2	-0.8	2.5	1.3	2.2	0.4
Q2	110.2	-4.7	0.6	-7.6	-7.6	-11.8	-2.4	-1.4	-5.3	-6.0	1.4	-7.1
Q3	117.1	0.6	2.4	-1.5	1.3	-1.1	0.4	0.0	2.6	0.6	2.0	2.1
Labour productivity per person employed												
2017	104.5	1.0	0.9	2.5	0.7	1.0	3.2	3.3	-1.6	1.3	0.0	1.0
2018	104.9	0.3	0.2	0.2	-0.3	0.3	2.4	2.1	-0.7	0.8	-0.2	0.7
2019	105.0	0.1	2.8	-1.7	1.0	0.7	1.0	1.7	0.0	0.3	-0.4	0.7
2019 Q4	105.2	0.0	2.4	-1.6	0.5	0.5	1.6	0.7	1.9	-0.4	-0.4	0.2
2020 Q1	101.5	-3.5	2.3	-4.5	-3.7	-5.9	-0.3	-0.4	1.4	-3.0	-2.5	-6.3
Q2	92.4	-12.1	3.1	-17.2	-13.8	-21.2	-5.3	-2.4	-0.3	-14.1	-8.5	-23.6
Q3	102.9	-2.2	3.0	-3.3	-4.2	-4.9	0.9	0.6	-0.5	-5.2	-0.3	-9.3
Compensation per hour worked												
2017	113.0	2.1	2.1	2.0	2.0	1.8	2.3	1.9	2.3	2.5	2.5	2.4
2018	115.2	1.9	0.8	2.0	0.9	1.9	2.0	2.3	2.8	2.1	2.1	2.7
2019	117.7	2.2	2.0	2.1	2.2	2.3	1.8	1.7	2.9	1.6	2.3	3.1
2019 Q4	118.3	2.0	2.3	1.7	2.0	1.8	2.0	1.5	1.1	1.6	2.6	3.5
2020 Q1	121.2	4.3	3.7	3.3	3.4	4.0	3.4	1.5	6.0	3.7	4.7	8.3
Q2	128.1	9.3	4.7	6.5	8.4	12.6	3.9	3.1	6.2	5.9	7.0	16.6
Q3	121.5	3.0	2.0	1.4	2.0	3.7	2.8	1.1	5.3	3.5	2.3	5.5
Hourly labour productivity												
2017	106.8	1.5	1.2	2.8	0.8	1.7	3.3	3.9	-1.5	1.5	0.6	1.4
2018	107.0	0.2	-0.4	0.3	-0.9	0.3	2.2	1.9	-1.3	0.5	-0.3	0.4
2019	107.5	0.4	3.4	-1.1	1.2	1.0	1.0	1.5	0.1	0.5	-0.2	0.9
2019 Q4	107.6	0.5	2.7	-0.8	1.4	1.0	1.6	0.8	0.5	0.0	-0.1	1.0
2020 Q1	107.7	0.6	2.9	-0.7	1.8	0.1	1.1	2.2	6.0	-0.1	-0.1	1.9
Q2	110.1	2.6	6.6	-3.8	3.9	2.8	1.1	2.7	17.6	-1.9	-2.6	0.6
Q3	107.8	0.4	2.0	-0.3	-2.7	-0.3	3.3	2.2	3.0	-2.3	0.2	-5.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 5 Money and credit

### 5.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

(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												
2017	1,112.6	6,636.4	7,749.0	1,198.7	2,261.3	3,460.0	11,209.0	74.6	509.6	80.7	664.8	11,873.9
2018	1,164.2	7,114.7	8,278.9	1,128.3	2,298.9	3,427.2	11,706.1	74.4	521.8	82.0	678.2	12,384.3
2019	1,221.5	7,726.9	8,948.4	1,073.2	2,362.5	3,435.7	12,384.1	78.7	529.1	19.4	627.2	13,011.3
2019 Q4	1,221.5	7,726.9	8,948.4	1,073.2	2,362.5	3,435.7	12,384.1	78.7	529.1	19.4	627.2	13,011.3
2020 Q1	1,265.3	8,079.2	9,344.5	1,075.3	2,368.6	3,443.9	12,788.3	109.9	537.3	50.3	697.5	13,485.8
Q2	1,302.8	8,425.1	9,727.9	1,075.5	2,400.9	3,476.4	13,204.3	95.2	582.3	17.1	694.6	13,898.9
Q3	1,330.5	8,617.1	9,947.6	1,077.0	2,423.4	3,500.4	13,448.0	100.3	612.8	1.6	714.8	14,162.8
2020 May	1,293.4	8,339.3	9,632.8	1,095.6	2,389.4	3,485.0	13,117.8	95.7	560.0	23.9	679.6	13,797.4
June	1,302.8	8,425.1	9,727.9	1,075.5	2,400.9	3,476.4	13,204.3	95.2	582.3	17.1	694.6	13,898.9
July	1,310.7	8,464.9	9,775.6	1,080.2	2,406.9	3,487.1	13,262.7	106.2	595.8	6.0	707.9	13,970.6
Aug.	1,321.7	8,528.8	9,850.5	1,047.6	2,414.7	3,462.4	13,312.8	91.7	593.7	5.5	690.9	14,003.7
Sep.	1,330.5	8,617.1	9,947.6	1,077.0	2,423.4	3,500.4	13,448.0	100.3	612.8	1.6	714.8	14,162.8
Oct. <sup>(p)</sup>	1,338.2	8,681.8	10,020.0	1,060.3	2,431.7	3,492.0	13,512.0	96.3	613.9	15.3	725.5	14,237.5
Transactions												
2017	36.5	592.2	628.7	-108.7	34.2	-74.5	554.3	6.5	-11.3	-15.8	-20.6	533.7
2018	50.6	468.0	518.6	-73.2	44.8	-28.5	490.1	-0.9	12.6	-0.9	10.8	500.9
2019	57.3	605.8	663.2	-59.7	61.5	1.8	665.0	4.1	-2.1	-56.6	-54.6	610.4
2019 Q4	17.8	130.5	148.3	-31.4	9.6	-21.8	126.5	4.6	-14.5	-1.0	-10.9	115.6
2020 Q1	43.8	347.7	391.5	0.0	6.1	6.0	397.5	30.9	8.3	28.9	68.1	465.6
Q2	37.5	342.9	380.4	2.1	32.7	34.8	415.3	-14.1	45.1	-34.0	-3.0	412.3
Q3	27.7	269.1	296.8	5.7	22.9	28.5	325.4	5.9	29.8	-14.1	21.6	347.0
2020 May	16.2	109.4	125.6	26.7	10.3	37.1	162.6	2.4	9.8	-9.5	2.7	165.4
June	9.4	87.4	96.8	-19.5	11.5	-8.0	88.8	-0.2	22.3	-7.2	14.9	103.7
July	7.9	118.8	126.8	9.4	6.2	15.6	142.3	12.0	13.5	-9.2	16.3	158.6
Aug.	11.0	65.9	76.8	-31.7	8.0	-23.7	53.1	-14.3	-2.8	-0.4	-17.6	35.5
Sep.	8.9	84.4	93.2	28.0	8.7	36.7	129.9	8.3	19.1	-4.5	22.9	152.8
Oct. <sup>(p)</sup>	7.6	63.7	71.3	-18.1	8.4	-9.7	61.6	-4.1	1.1	14.0	11.0	72.7
Growth rates												
2017	3.4	9.8	8.8	-8.2	1.5	-2.1	5.2	9.5	-2.2	-17.3	-3.0	4.7
2018	4.5	7.0	6.7	-6.1	2.0	-0.8	4.4	-1.3	2.5	-1.6	1.6	4.2
2019	4.9	8.5	8.0	-5.3	2.7	0.1	5.7	5.4	-0.4	-71.4	-8.0	4.9
2019 Q4	4.9	8.5	8.0	-5.3	2.7	0.1	5.7	5.4	-0.4	-71.4	-8.0	4.9
2020 Q1	7.1	11.0	10.4	-3.8	1.8	0.0	7.4	47.4	2.1	59.0	10.0	7.5
Q2	9.7	13.2	12.7	-3.3	2.6	0.7	9.3	28.2	11.0	-53.9	9.0	9.3
Q3	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-95.9	11.9	10.4
2020 May	9.2	13.1	12.5	-2.6	2.2	0.7	9.1	35.7	5.9	-37.9	6.2	9.0
June	9.7	13.2	12.7	-3.3	2.6	0.7	9.3	28.2	11.0	-53.9	9.0	9.3
July	9.8	14.1	13.5	-1.5	2.6	1.3	10.0	42.8	12.1	-77.4	10.9	10.1
Aug.	10.4	13.7	13.3	-5.1	2.9	0.3	9.6	28.3	8.5	-70.6	7.8	9.5
Sep.	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-95.9	11.9	10.4
Oct. <sup>(p)</sup>	10.7	14.3	13.8	-2.7	3.2	1.4	10.3	23.4	15.2	-67.0	14.0	10.5

Source: ECB.

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

## 5 Money and credit

### 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
<b>Outstanding amounts</b>													
2017	2,241.5	1,798.6	285.0	149.1	8.8	6,317.9	3,703.1	561.9	2,052.2	0.8	987.7	208.2	415.8
2018	2,334.2	1,901.4	277.3	147.9	7.6	6,645.3	4,035.6	517.8	2,090.6	1.3	996.0	204.8	436.2
2019	2,482.3	2,068.7	256.9	150.2	6.5	7,041.2	4,397.1	492.3	2,151.0	0.8	1,032.7	217.1	468.0
2019 Q4	2,482.3	2,068.7	256.9	150.2	6.5	7,041.2	4,397.1	492.3	2,151.0	0.8	1,032.7	217.1	468.0
2020 Q1	2,610.8	2,191.4	264.0	147.9	7.6	7,173.7	4,535.9	472.2	2,165.0	0.6	1,151.5	224.3	472.6
Q2	2,869.9	2,396.7	318.6	148.4	6.2	7,349.4	4,683.7	462.7	2,202.1	0.9	1,084.9	226.5	466.0
Q3	2,958.3	2,481.2	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.4	240.4	469.6
2020 May	2,821.4	2,352.1	317.0	147.5	4.9	7,301.0	4,644.2	465.0	2,190.9	0.9	1,104.2	232.2	461.2
June	2,869.9	2,396.7	318.6	148.4	6.2	7,349.4	4,683.7	462.7	2,202.1	0.9	1,084.9	226.5	466.0
July	2,918.6	2,434.2	331.8	147.2	5.3	7,395.6	4,728.0	456.2	2,210.3	1.1	1,028.2	241.4	474.4
Aug.	2,937.5	2,462.5	323.7	146.9	4.3	7,437.8	4,768.3	450.7	2,217.7	1.1	1,005.9	233.7	467.9
Sep.	2,958.3	2,481.2	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.4	240.4	469.6
Oct. (p)	2,968.9	2,488.0	328.8	147.0	5.1	7,534.1	4,856.4	443.3	2,233.4	1.1	1,051.6	237.2	478.4
<b>Transactions</b>													
2017	182.3	184.0	-1.8	-0.8	1.0	255.0	305.2	-82.1	33.4	-1.5	51.6	8.0	27.3
2018	94.6	106.8	-9.7	-1.0	-1.4	326.6	325.4	-45.0	45.6	0.5	1.7	-3.6	19.2
2019	149.6	167.1	-18.9	1.7	-0.4	394.6	360.2	-26.2	61.0	-0.5	26.9	11.0	29.7
2019 Q4	34.4	38.7	-3.2	-1.9	0.8	85.7	84.2	-11.9	13.5	-0.2	-6.7	-2.4	2.5
2020 Q1	125.9	120.8	6.4	-2.2	1.0	131.3	138.1	-20.6	14.0	-0.2	116.1	6.8	4.5
Q2	261.2	206.7	55.4	0.5	-1.3	177.6	149.0	-9.2	37.4	0.3	-71.4	2.7	-6.5
Q3	94.7	88.6	6.6	-1.3	0.9	144.3	134.8	-15.6	25.0	0.1	46.1	14.6	3.9
2020 May	106.9	75.5	32.5	0.3	-1.4	52.9	43.1	-2.0	11.8	0.0	-10.2	4.4	-5.1
June	48.8	44.6	2.0	0.9	1.3	49.5	40.4	-2.2	11.2	0.0	-18.2	-5.6	4.8
July	56.3	42.7	15.4	-1.1	-0.7	48.9	46.0	-5.7	8.3	0.2	17.1	15.7	8.5
Aug.	18.5	27.5	-7.8	-0.3	-1.0	44.4	42.3	-5.4	7.5	-0.1	-21.0	-7.6	-6.5
Sep.	20.0	18.5	-1.0	0.1	2.5	51.0	46.4	-4.5	9.1	-0.1	50.0	6.6	1.8
Oct. (p)	9.2	6.6	4.2	0.1	-1.8	42.9	39.5	-3.3	6.6	0.1	-7.6	-3.2	8.7
<b>Growth rates</b>													
2017	8.7	11.3	-0.7	-0.5	12.3	4.2	9.0	-12.7	1.7	-65.3	5.4	4.0	7.1
2018	4.2	5.9	-3.4	-0.7	-16.2	5.2	8.8	-8.0	2.2	66.7	0.2	-1.7	4.6
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.8	5.9	8.9	-5.1	2.9	-36.8	2.7	5.3	6.8
2019 Q4	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.8	5.9	8.9	-5.1	2.9	-36.8	2.7	5.3	6.8
2020 Q1	9.7	12.1	-2.2	-1.0	24.5	6.1	9.8	-8.5	2.4	-56.9	16.9	5.7	2.7
Q2	19.2	20.7	21.1	-1.8	-13.8	7.4	11.3	-9.4	3.6	-48.0	5.0	3.7	0.6
Q3	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
2020 May	17.6	19.1	18.3	-2.0	-31.5	7.0	10.9	-9.3	3.2	-38.4	9.7	7.3	-0.1
June	19.2	20.7	21.1	-1.8	-13.8	7.4	11.3	-9.4	3.6	-48.0	5.0	3.7	0.6
July	20.5	21.5	27.2	-2.8	-15.6	7.4	11.3	-10.2	3.8	-39.9	8.7	10.2	3.5
Aug.	19.9	21.3	24.6	-3.4	-31.4	7.5	11.5	-11.0	4.0	-40.8	4.8	0.8	1.1
Sep.	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
Oct. (p)	20.5	21.6	27.0	-3.0	-28.5	7.9	11.9	-11.4	4.3	-34.0	7.3	7.1	2.4

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 Money and credit

### 5.3 Credit to euro area residents <sup>1)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans <sup>2)</sup>	6	7	8	9	10	11
<b>Outstanding amounts</b>												
2017	4,623.3	1,034.2	3,575.2	13,114.4	10,870.9	11,166.3	4,325.7	5,600.3	836.5	108.5	1,442.0	801.5
2018	4,684.1	1,008.4	3,664.3	13,416.5	11,123.0	11,483.4	4,405.0	5,741.9	849.8	126.4	1,519.9	773.6
2019	4,660.6	986.8	3,662.1	13,865.7	11,452.5	11,839.8	4,475.8	5,931.2	893.5	152.0	1,562.7	850.4
2019 Q4	4,660.6	986.8	3,662.1	13,865.7	11,452.5	11,839.8	4,475.8	5,931.2	893.5	152.0	1,562.7	850.4
2020 Q1	4,794.5	1,007.2	3,775.6	14,056.3	11,692.1	12,068.0	4,604.9	5,965.5	960.8	160.9	1,565.2	799.0
Q2	5,279.0	1,005.9	4,261.4	14,242.1	11,780.6	12,163.1	4,718.2	5,995.6	912.6	154.2	1,644.9	816.5
Q3	5,737.1	1,003.0	4,722.3	14,200.3	11,867.0	12,224.9	4,731.7	6,066.1	912.2	156.9	1,519.1	814.3
2020 May	5,118.5	1,012.2	4,094.6	14,227.9	11,805.6	12,179.9	4,716.4	5,981.9	953.0	154.4	1,625.8	796.6
June	5,279.0	1,005.9	4,261.4	14,242.1	11,780.6	12,163.1	4,718.2	5,995.6	912.6	154.2	1,644.9	816.5
July	5,563.8	1,004.6	4,547.4	14,117.4	11,808.6	12,179.6	4,727.6	6,016.4	910.0	154.5	1,491.9	816.9
Aug.	5,622.7	1,000.7	4,610.2	14,173.2	11,841.5	12,205.3	4,750.4	6,031.4	904.3	155.4	1,514.8	816.9
Sep.	5,737.1	1,003.0	4,722.3	14,200.3	11,867.0	12,224.9	4,731.7	6,066.1	912.2	156.9	1,519.1	814.3
Oct. <sup>(p)</sup>	5,804.1	1,003.8	4,788.5	14,229.4	11,898.2	12,257.8	4,738.7	6,091.4	909.3	158.8	1,527.0	804.2
<b>Transactions</b>												
2017	289.1	-43.6	332.0	363.1	274.4	316.6	85.4	173.3	19.3	-3.6	63.8	24.9
2018	91.5	-28.2	119.7	375.0	307.5	382.2	124.1	166.1	-0.3	17.7	88.5	-21.1
2019	-87.3	-23.3	-64.4	452.6	378.4	422.4	115.7	200.5	41.3	21.1	30.8	43.4
2019 Q4	12.9	-14.6	27.4	94.3	78.9	103.3	6.3	59.0	7.7	5.9	-0.4	15.8
2020 Q1	145.5	19.7	125.8	237.8	249.3	242.7	135.5	40.5	64.5	8.8	19.8	-31.3
Q2	465.2	-1.8	467.0	182.3	96.5	103.6	120.7	35.8	-53.4	-6.7	74.7	11.2
Q3	258.9	-2.8	261.7	154.1	104.6	86.9	29.1	71.9	0.6	3.0	44.4	5.0
2020 May	143.4	-1.6	145.0	101.3	78.1	76.0	50.1	22.1	7.5	-1.5	18.1	5.1
June	144.4	-6.1	150.5	16.6	-17.5	-7.7	3.6	17.9	-38.8	-0.2	16.9	17.1
July	97.1	-1.4	98.4	63.8	43.3	37.0	19.0	23.4	0.4	0.5	18.0	2.4
Aug.	65.7	-3.7	69.4	60.5	36.0	28.7	21.8	18.7	-5.5	0.9	21.1	3.4
Sep.	96.1	2.3	93.9	29.8	25.3	21.1	-11.7	29.8	5.6	1.6	5.3	-0.8
Oct. <sup>(p)</sup>	55.3	1.1	54.1	36.2	31.6	35.4	7.5	26.1	-3.8	1.8	11.8	-7.2
<b>Growth rates</b>												
2017	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	2.0	3.2	2.3	-3.2	4.6	3.2
2018	2.0	-2.7	3.4	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	0.0	16.3	6.1	-2.6
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.1	2.0	5.5
2019 Q4	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.1	2.0	5.5
2020 Q1	1.6	0.4	2.0	4.2	4.8	5.0	5.0	3.3	11.4	20.7	3.0	-0.7
Q2	13.5	0.4	17.2	4.7	4.7	4.8	6.5	3.2	3.9	16.3	7.1	0.6
Q3	18.9	0.0	24.1	4.9	4.7	4.6	6.5	3.5	2.6	7.5	9.1	0.1
2020 May	9.7	1.1	12.1	4.9	5.2	5.3	6.7	3.3	8.6	20.9	6.8	-2.3
June	13.5	0.4	17.2	4.7	4.7	4.8	6.5	3.2	3.9	16.3	7.1	0.6
July	15.5	0.2	19.8	4.9	4.7	4.7	6.5	3.3	3.5	14.8	9.2	0.4
Aug.	16.6	-0.7	21.4	5.0	4.5	4.6	6.5	3.3	2.2	10.7	10.7	1.0
Sep.	18.9	0.0	24.1	4.9	4.7	4.6	6.5	3.5	2.6	7.5	9.1	0.1
Oct. <sup>(p)</sup>	20.3	0.0	25.9	4.9	4.6	4.6	6.3	3.6	1.6	14.1	10.3	-1.3

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 Money and credit

### 5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households <sup>1)</sup>

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2				
<b>Outstanding amounts</b>										
2017	4,325.7	4,360.0	985.1	821.6	2,518.9	5,600.3	5,867.2	655.0	4,216.1	729.2
2018	4,405.0	4,489.1	991.4	844.2	2,569.4	5,741.9	6,024.9	682.6	4,356.4	702.9
2019	4,475.8	4,578.4	968.3	877.7	2,629.8	5,931.2	6,223.7	720.2	4,523.7	687.4
2019 Q4	4,475.8	4,578.4	968.3	877.7	2,629.8	5,931.2	6,223.7	720.2	4,523.7	687.4
2020 Q1	4,604.9	4,706.4	1,003.6	917.2	2,684.1	5,965.5	6,254.1	715.2	4,565.1	685.3
Q2	4,718.2	4,830.2	958.5	993.0	2,766.7	5,995.6	6,276.7	701.1	4,603.9	690.6
Q3	4,731.7	4,845.2	930.5	1,014.5	2,786.7	6,066.1	6,334.1	702.6	4,667.6	695.9
2020 May	4,716.4	4,819.0	964.1	998.8	2,753.4	5,981.9	6,264.8	698.9	4,593.3	689.6
June	4,718.2	4,830.2	958.5	993.0	2,766.7	5,995.6	6,276.7	701.1	4,603.9	690.6
July	4,727.6	4,835.3	950.1	997.4	2,780.2	6,016.4	6,291.3	704.4	4,621.6	690.4
Aug.	4,750.4	4,858.8	943.3	1,015.5	2,791.6	6,031.4	6,307.2	702.6	4,632.8	696.0
Sep.	4,731.7	4,845.2	930.5	1,014.5	2,786.7	6,066.1	6,334.1	702.6	4,667.6	695.9
Oct. <sup>(p)</sup>	4,738.7	4,845.7	917.3	1,010.3	2,811.1	6,091.4	6,358.2	704.6	4,690.1	696.7
<b>Transactions</b>										
2017	85.4	135.2	0.2	39.2	46.1	173.3	165.5	45.2	133.9	-5.8
2018	124.1	175.9	18.0	32.8	73.3	166.1	188.4	41.2	134.2	-9.3
2019	115.7	143.3	-12.4	43.3	84.8	200.5	215.5	41.0	168.6	-9.2
2019 Q4	6.3	21.6	-8.5	8.6	6.2	59.0	61.6	9.5	51.7	-2.2
2020 Q1	135.5	136.4	32.9	44.1	58.4	40.5	38.1	-3.7	45.0	-0.9
Q2	120.7	131.0	-38.8	81.0	78.6	35.8	29.1	-12.3	39.2	8.9
Q3	29.1	34.1	-22.6	16.0	35.7	71.9	59.9	5.8	65.0	1.1
2020 May	50.1	47.6	-22.1	38.7	33.5	22.1	16.8	-1.1	18.4	4.8
June	3.6	14.2	-1.5	-4.7	9.8	17.9	16.6	3.4	11.7	2.9
July	19.0	16.8	-7.1	7.0	19.2	23.4	18.3	3.8	18.9	0.7
Aug.	21.8	22.8	-2.6	8.3	16.2	18.7	19.3	2.5	16.0	0.2
Sep.	-11.7	-5.5	-12.9	0.8	0.4	29.8	22.3	-0.5	30.1	0.2
Oct. <sup>(p)</sup>	7.5	1.7	-12.9	-3.8	24.1	26.1	25.2	2.3	22.4	1.4
<b>Growth rates</b>										
2017	2.0	3.2	0.0	5.0	1.8	3.2	2.9	7.4	3.3	-0.8
2018	2.9	4.1	1.8	4.0	2.9	3.0	3.2	6.3	3.2	-1.3
2019	2.6	3.2	-1.3	5.1	3.3	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2019 Q4	2.6	3.2	-1.3	5.1	3.3	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020 Q1	5.0	5.5	2.9	9.1	4.4	3.3	3.4	3.8	4.0	-1.2
Q2	6.5	7.1	-1.1	16.1	6.2	3.2	3.0	0.3	4.1	0.4
Q3	6.5	7.1	-3.8	17.3	6.8	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
2020 May	6.7	7.3	-1.5	17.5	6.2	3.3	3.0	0.3	4.2	0.1
June	6.5	7.1	-1.1	16.1	6.2	3.2	3.0	0.3	4.1	0.4
July	6.5	7.1	-2.2	16.3	6.5	3.3	3.0	0.4	4.2	0.7
Aug.	6.5	7.1	-3.3	17.0	6.8	3.3	3.0	0.3	4.1	0.8
Sep.	6.5	7.1	-3.8	17.3	6.8	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
Oct. <sup>(p)</sup>	6.3	6.8	-5.1	16.3	7.2	3.6	3.1	-0.1	4.5	1.5

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 Money and credit

### 5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2017	347.6	6,769.9	1,966.9	59.8	2,017.9	2,725.3	930.7	323.0	143.5	92.5
2018	389.2	6,817.4	1,940.0	56.1	2,099.7	2,721.6	1,030.0	460.2	187.0	194.9
2019	364.1	7,060.0	1,945.9	50.1	2,156.7	2,907.3	1,455.7	453.4	178.9	187.2
2019 Q4	364.1	7,060.0	1,945.9	50.1	2,156.7	2,907.3	1,455.7	453.4	178.9	187.2
2020 Q1	409.5	7,036.4	1,936.8	47.2	2,120.0	2,932.4	1,563.2	517.7	183.7	196.5
Q2	673.3	7,041.1	1,932.7	44.1	2,080.0	2,984.4	1,559.6	532.7	159.2	174.3
Q3	806.2	7,040.9	1,935.5	43.0	2,059.2	3,003.2	1,568.8	503.6	139.9	147.3
2020 May	600.3	7,047.2	1,934.3	45.2	2,101.4	2,966.3	1,552.8	545.6	196.5	211.4
June	673.3	7,041.1	1,932.7	44.1	2,080.0	2,984.4	1,559.6	532.7	159.2	174.3
July	756.1	7,046.5	1,936.5	43.6	2,047.0	3,019.5	1,536.6	555.5	162.3	174.1
Aug.	819.5	7,028.7	1,940.2	43.1	2,033.6	3,011.8	1,552.2	503.7	170.4	177.6
Sep.	806.2	7,040.9	1,935.5	43.0	2,059.2	3,003.2	1,568.8	503.6	139.9	147.3
Oct. <sup>(p)</sup>	864.3	7,037.5	1,931.7	42.7	2,037.4	3,025.6	1,574.0	531.9	148.7	154.4
<b>Transactions</b>										
2017	41.8	-73.6	-83.5	-6.6	-71.1	87.5	-96.7	-53.5	-61.2	-28.5
2018	45.5	51.0	-37.8	-4.9	16.1	77.6	88.4	42.6	16.2	23.6
2019	-24.4	106.1	-5.3	-3.3	27.6	87.1	309.4	17.3	-2.7	-2.5
2019 Q4	-21.1	4.2	-1.5	-3.4	-11.6	20.7	-3.9	-4.6	-5.3	-10.9
2020 Q1	45.7	-46.4	-6.7	-2.9	-47.6	10.8	68.3	13.3	4.7	9.3
Q2	264.0	-1.8	-2.4	-3.1	-14.4	18.0	-33.2	60.1	-24.5	-22.2
Q3	69.2	8.0	-0.3	-1.1	0.6	8.8	28.2	-17.0	-19.3	-27.1
2020 May	79.6	14.6	4.1	-1.0	-7.4	18.9	2.3	12.6	8.9	8.1
June	73.0	0.0	-0.9	-1.1	-6.5	8.5	8.2	7.5	-37.3	-37.0
July	19.3	-6.2	1.5	-0.5	-8.1	1.0	-26.8	37.7	3.2	-0.2
Aug.	63.3	4.0	4.2	-0.5	-10.5	10.8	33.2	-56.6	8.1	3.5
Sep.	-13.5	10.2	-6.0	-0.1	19.2	-2.9	21.8	1.9	-30.5	-30.3
Oct. <sup>(p)</sup>	58.2	-13.4	-2.8	-0.3	-23.0	12.7	2.0	24.0	8.8	7.2
<b>Growth rates</b>										
2017	13.4	-1.1	-4.0	-9.6	-3.4	3.4	-	-	-29.8	-23.5
2018	13.0	0.8	-1.9	-8.0	0.8	2.9	-	-	8.1	7.7
2019	-6.3	1.5	-0.3	-5.9	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2019 Q4	-6.3	1.5	-0.3	-5.9	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020 Q1	11.7	0.2	-0.1	-11.1	-2.6	2.8	-	-	-0.3	0.6
Q2	81.0	-0.5	-1.3	-19.5	-3.3	2.5	-	-	-10.5	-8.8
Q3	91.8	-0.5	-0.6	-19.4	-3.4	2.0	-	-	-24.1	-25.6
2020 May	63.3	0.1	0.0	-15.9	-2.6	2.5	-	-	-0.3	0.2
June	81.0	-0.5	-1.3	-19.5	-3.3	2.5	-	-	-10.5	-8.8
July	85.5	-0.5	0.0	-20.3	-4.1	2.1	-	-	-15.3	-15.6
Aug.	89.8	-0.1	1.3	-20.6	-4.3	2.4	-	-	-13.6	-16.6
Sep.	91.8	-0.5	-0.6	-19.4	-3.4	2.0	-	-	-24.1	-25.6
Oct. <sup>(p)</sup>	108.5	-0.6	-0.8	-17.5	-3.8	2.1	-	-	-32.8	-34.6

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
2016	-1.5	-1.7	0.0	0.2	0.1	0.6
2017	-0.9	-1.4	0.1	0.2	0.1	1.0
2018	-0.5	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.0	0.2	1.0
2019 Q3	-0.8	.	.	.	.	0.9
Q4	-0.6	.	.	.	.	1.0
2020 Q1	-1.1	.	.	.	.	0.5
Q2	-3.7	.	.	.	.	-2.1

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	
2016	46.3	45.8	12.6	13.0	15.3	0.5	47.7	44.2	10.0	5.4	2.1	22.7	3.6
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.2	43.3	9.9	5.3	1.9	22.4	3.8
2018	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.4	46.0	12.9	13.1	15.1	0.5	47.1	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8
2019 Q3	46.4	45.9	12.8	13.1	15.1	0.5	47.1	43.3	9.9	5.3	1.7	22.4	3.8
Q4	46.4	46.0	12.9	13.1	15.1	0.5	47.1	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8
2020 Q1	46.5	46.1	13.0	13.0	15.1	0.5	47.6	43.8	10.0	5.4	1.6	22.8	3.8
Q2	46.7	46.2	13.0	12.9	15.4	0.5	50.4	46.5	10.4	5.7	1.6	24.0	3.9

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
2016	90.1	3.3	15.7	71.0	47.5	30.8	42.6	9.4	80.7	17.9	29.9	42.3	87.9	2.2
2017	87.7	3.2	14.6	70.0	48.2	32.1	39.5	8.6	79.0	16.5	29.0	42.3	85.8	1.9
2018	85.8	3.1	13.8	68.8	48.0	32.4	37.8	8.1	77.7	16.1	28.4	41.3	84.2	1.6
2019	84.0	3.0	13.1	67.9	45.4	30.6	38.6	7.7	76.3	15.7	27.9	40.4	82.6	1.4
2019 Q3	85.8	3.2	13.3	69.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	84.0	3.0	13.1	67.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Q1	86.3	3.1	13.4	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	95.1	3.2	14.4	77.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	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
2016	-0.8	-0.6	0.2	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.4	1.6
2017	-2.4	-1.0	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.3	0.9
2018	-1.9	-1.4	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-1.7	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9
2019 Q3	-1.2	-0.9	0.6	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	-0.9	1.4
Q4	-1.7	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9
2020 Q1	-0.1	-0.5	0.5	0.7	0.5	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	1.8
Q2	8.9	2.1	3.5	3.0	2.8	0.2	-0.1	0.2	-0.2	0.7	3.4	7.4

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	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
2017	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.3	7.5	2.1	1.3	-0.1	2.4	2.1	0.3	1.1
2019 Q3	12.7	11.2	3.8	1.4	0.4	7.4	2.2	1.3	-0.1	2.6	2.3	0.3	1.0
Q4	12.2	10.8	3.6	1.4	0.3	7.5	2.1	1.3	-0.1	2.4	2.1	0.3	1.1
2020 Q1	12.3	10.9	4.1	1.3	0.3	7.5	2.0	1.2	-0.2	2.4	1.9	0.1	1.0
Q2	14.7	13.3	4.7	1.4	0.4	7.5	2.0	1.1	-0.2	2.3	2.0	0.1	0.9
2020 May	14.1	12.7	4.2	1.4	0.4	7.4	2.0	1.2	-0.2	2.4	2.1	0.1	1.1
June	14.7	13.3	4.7	1.4	0.4	7.5	2.0	1.1	-0.2	2.3	2.0	0.1	0.9
July	14.5	13.1	4.6	1.4	0.4	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.1	0.1	1.0
Aug.	14.8	13.4	5.1	1.4	0.3	7.4	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.9
Sep.	15.2	13.8	4.4	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.1	2.3	2.1	0.1	0.8
Oct.	14.9	13.5	3.9	1.4	0.3	7.6	1.8	1.1	-0.2	2.2	2.1	0.1	0.8

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 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2016	-2.4	1.2	-0.4	-0.7	0.5	-4.3	-3.6	-2.4	0.3	
2017	-0.7	1.4	-0.7	-0.3	0.7	-3.0	-3.0	-2.4	1.9	
2018	-0.8	1.8	-0.5	0.1	1.0	-2.5	-2.3	-2.2	-3.5	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.5	-2.9	-3.0	-1.6	1.5	
2019 Q3	-1.8	1.5	-0.7	0.6	0.6	-2.7	-3.2	-2.0	2.0	
Q4	-2.0	1.5	0.1	0.5	1.5	-2.9	-3.0	-1.6	1.5	
2020 Q1	-2.6	1.2	-0.9	0.0	1.1	-3.4	-3.6	-2.3	2.0	
Q2	-5.7	-1.4	-2.9	-2.1	-1.7	-6.9	-5.8	-4.7	-2.3	
Government debt										
2016	105.0	69.3	9.9	74.1	180.8	99.2	98.0	134.8	103.1	
2017	102.0	65.1	9.1	67.0	179.2	98.6	98.3	134.1	93.5	
2018	99.8	61.8	8.2	63.0	186.2	97.4	98.1	134.4	99.2	
2019	98.1	59.6	8.4	57.4	180.5	95.5	98.1	134.7	94.0	
2019 Q3	102.2	61.0	9.0	61.3	178.1	97.5	100.1	136.8	96.5	
Q4	98.7	59.6	8.4	57.4	176.6	95.5	98.1	134.7	94.0	
2020 Q1	104.3	61.1	8.9	59.0	176.9	99.0	101.3	137.6	96.1	
Q2	115.3	67.4	18.5	62.7	187.4	110.1	114.1	149.4	113.2	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2016	0.2	0.2	1.9	0.9	0.0	-1.5	-1.9	-1.9	-2.6	-1.7
2017	-0.8	0.5	1.3	3.2	1.3	-0.8	-3.0	-0.1	-0.9	-0.7
2018	-0.8	0.6	3.1	2.0	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.3	2.4	0.5	1.7	0.7	0.1	0.5	-1.4	-1.0
2019 Q3	-1.4	-0.3	3.8	0.5	1.3	0.2	-0.2	0.7	-1.1	-1.9
Q4	-0.6	0.3	2.4	0.5	1.7	0.7	0.1	0.5	-1.3	-1.0
2020 Q1	-0.7	-0.2	1.4	-1.7	1.5	0.4	-0.1	-0.8	-1.9	-1.1
Q2	-1.7	-2.4	-1.8	-5.1	-1.5	-3.8	-1.9	-4.7	-3.6	-3.4
Government debt										
2016	40.4	39.7	20.1	54.5	61.9	82.8	131.5	78.5	52.4	63.2
2017	39.0	39.1	22.3	48.8	56.9	78.5	126.1	74.1	51.7	61.3
2018	37.1	33.7	21.0	45.2	52.4	74.0	121.5	70.3	49.9	59.6
2019	36.9	35.9	22.0	42.6	48.7	70.5	117.2	65.6	48.5	59.3
2019 Q3	37.1	35.4	20.0	42.9	49.3	71.1	119.6	67.7	48.8	60.1
Q4	36.9	35.9	22.0	42.6	48.7	70.5	117.2	65.6	48.3	59.3
2020 Q1	37.1	33.0	22.2	44.0	49.5	73.1	119.5	69.0	49.6	64.3
Q2	42.9	41.4	23.8	51.1	55.2	82.6	126.1	78.2	60.2	68.7

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2020

Postiosoite 60640 Frankfurt am Main, Saksa  
Puhelinnumero +49 69 1344 0  
Verkkopalvelu [www.ecb.europa.eu](http://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 9.12.2020 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565  
Luettelonumero QB-BP-20-008-FI-N