

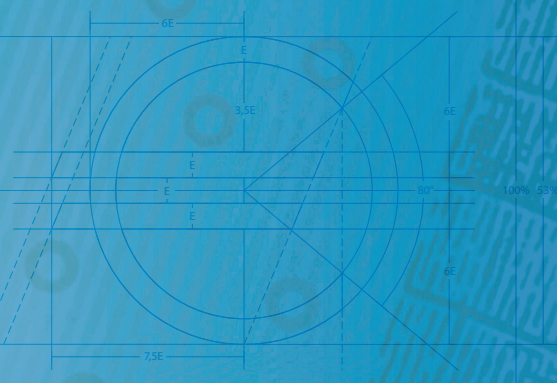


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

4/2024



Sisällys

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	8
2 Talouskehitys	14
3 Hinnat ja kustannukset	22
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	29
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	35
6 Julkisen talouden kehitys	42
Kehikot	45
1 Elpyminen pandemian jälkeen – miksi euroalue kasvaa hitaammin kuin Yhdysvallat?	45
2 Tulospuhelut: mitä yritysten riskikokemuksista ja tunnelmista voidaan oppia?	52
3 Suuremmat voittomarginaalit ovat auttaneet yrityksiä hamstraamaan työvoimaa	56
4 Euroalueen työllisyyden pandemian jälkeisen kasvun taustatekijät: malliin perustuva näkökulma	61
5 Elpyykö euroalueen autosektori?	67
6 Inflaatioanalyysin voittoindikaattorit ja kokonaiskustannusten rooli	73
7 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 31.1.–16.4.2024	78
8 Luottoriski ja pankkien luotonanto	84
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 6.6.2024 laskea EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä. Se katsoi inflaationäkymiä koskevan päivitetyn arvion, pohjainflaation kehityksen ja rahapolitiikan tehokkaan välittymisen perusteella, että rahapolitiikan rajoittavuutta oli aiheellista lieventää korkojen pysyttyä ennallaan yhdeksän kuukauden ajan. Syyskuun 2023 rahapolitiikkakokouksen jälkeen inflaatio on hidastunut yli 2,5 prosenttiyksikköä ja inflaationäkymät ovat kohentuneet tuntuvasti. Myös pohjainflaatio on vaimentunut, mikä viittaa yhä vankemmin siihen, että hintapaineet ovat heikentyneet. Lisäksi inflaatio-odotukset ovat laskeneet kaikilla tarkasteluväleillä. Rahoitusolot on pidetty kireinä vaimentamalla kysyntää ja pitämällä inflaatio-odotukset vankasti ankkuroituina inflaatiotavoitteeseen. Näin rahapolitiikka on hidastanut inflaatiota huomattavasti.

Viime vuosineljänneksen suotuisasta kehityksestä huolimatta euroalueen sisäiset hintapaineet ovat edelleen korkeat palkkojen vahvan nousun vuoksi, ja inflaatio pysynee tavoitetta nopeampana vielä hyvän aikaa ensi vuoden puolellakin. Vuosien 2024 ja 2025 kokonaisinflaatio sekä ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio ovat eurojärjestelmän tuoreimpien asiantuntija-arvioiden mukaan nopeampia kuin mitä maaliskuussa arvioitiin. Kokonaisinflaation arvioidaan nyt olevan keskimäärin 2,5 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio on tämänhetkisten asiantuntija-arvioiden mukaan keskimäärin 2,8 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 2,0 % vuonna 2026. Talouskasvun odotetaan vahvistuvan siten, että se on 0,9 % vuonna 2024 ja 1,4 % vuonna 2025 sekä 1,6 % vuonna 2026.

EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiouauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. Tavoitteen saavuttamiseksi ohjauskorot pidetään riittävän rajoittavina niin kauan kuin on tarpeen. EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin kokouskohtaisesti tuoreimpien tietojen perusteella. Sen korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkymiä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. EKP:n neuvosto ei sitoudu ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

EKP:n neuvosto vahvisti myös, että pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) hankittuja eurojärjestelmän arvopaperiomistuksia pienennetään vuoden jälkipuoliskolla keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa. PEPP-ohjelmassa hankittuja omistuksia vähennetään jotakuinkin samalla tavalla kuin omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP).

Talous

Euroalueen talous kasvoi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 % oltuaan pysähdyksissä viiden vuosineljänneksen ajan. Palvelualoilla kasvu on laajenemassa, ja heikkona jatkunut teollisuustuotannon kehitys osoittaa jo vakautumisen merkkejä.

Työllisyys kasvoi 0,3 % vuoden ensimmäisellä neljänneksellä, ja uusia työpaikkoja syntyi noin 500 000. Kyselytutkimusten mukaan työllisyyden kasvu jatkuu lähiaikoina. Työttömyysaste laski huhtikuussa 6,4 prosenttiin eli alemmaksi kuin kertaakaan aiemmin euron käyttöönoton jälkeen. Yrityksissä on edelleen paljon avoimia työpaikkoja, mutta niiden määrä on hieman vähentynyt.

Euroalueen talous elpyi vuoden 2024 alkupuolella nopeammin kuin mitä EKP:n asiantuntijat maaliskuussa 2024 odottivat. Kasvu sai vauhtia nettoviennistä ja kotitalouksien kulutuksen vahvistumisesta. Tuoreimpien tietojen mukaan kasvu jatkuu lyhyellä aikavälillä aiemmin arvioitua nopeampana. Kotitalouksien käytettävissä olevien reaalityulojen arvioidaan kasvavan entisestään palkkojen vankan nousun myötä. Myös luottamuksen arvioidaan paranevan ja vaihtosuhteen kohenevan, jolloin kulutus toimii talouden elpymisen moottorina vuoden 2024 mittaan. Nettoviennistä vuoden alussa saatu kasvuvire selittyy osaksi sen kasvun tilapäisellä notkahduksella loppuvuonna 2023. Euroalueen ulkoisen kysynnän odotetaan kuitenkin laajenevan edelleen ja tukevan euroalueen viennin kasvua. Rahapolitiikan kiristämisen negatiivinen kasvuvaikutus vaimennee asteittain keskipitkällä aikavälillä, ja rahoitusolojen oletettu keveneminen tukee taloutta vastaten markkinaosapuolten odotuksia tulevasta korkokehityksestä. Kasvu saanee tukea myös vahvoista työmarkkinoista, sillä työttömyysasteen ennakoitaan laskevan mittaushistoriansa alimmalle tasolle myöhemmin arviointijakson aikana. Arvioiden mukaan joidenkin tuottavuuden viimeaikaista kasvua hidastaneiden suhdannetekijöiden vaikutus vaimenee, ja tuottavuuden odotetaan kohenevan arviointijakson mittaan. BKT:n keskimääräisen vuotuisen kasvun odotetaan olevan 0,9 % vuonna 2024 mutta vahvistuvan sitten niin, että se on 1,4 % vuonna 2025 ja 1,6 % vuonna 2026. BKT:n kasvu vuonna 2024 on nyt arvioitu nopeammaksi kuin maaliskuun 2024 asiantuntija-arvioissa, sillä alkuvuoden kehitys oli odotettua myönteisempää ja myös tuoreimmat tiedot viittaavat kasvun vahvistumiseen. BKT:n kasvuarviota vuodelle 2025 on tarkistettu aavistuksen alaspäin, mutta vuotta 2026 koskeva arvio on pysynyt ennallaan.

Kansallisessa finanssi- ja rakennepolitiikassa tulisi pyrkiä lisäämään talouden tuottavuutta ja kilpailukykyä. Se auttaisi vahvistamaan potentiaalista kasvua ja vähentämään hintapaineita keskipitkällä aikavälillä. Next Generation EU -ohjelman ripeä ja tehokas toteuttaminen, pääomamarkkinaunionin edistyminen, pankkiunionin valmiiksi saattaminen ja vahvemmat sisämarkkinat auttaisivat edistämään innovaatioita ja lisäämään investointeja sekä vihreään että digitaaliseen siirtymään. Toteuttamalla EU:n talouden tarkistetun ohjausjärjestelmän viipymättä ja kaikilta osin valtiot pystyvät supistamaan julkistalouden alijäämiä ja velkasuhteita kestävästi.

Inflaatio

Eurostatin ennakkoarvion mukaan vuotuinen inflaatio nopeutui toukokuussa 2,6 prosenttiin. Huhtikuussa se oli 2,4 %. Elintarvikkeiden hintainflaatio hidastui 2,6 prosenttiin, mutta energiainflaatio nopeutui 0,3 prosenttiin oltuaan vuoden ajan negatiivinen. Tavaroiden hintainflaatio hidastui edelleen ja oli toukokuussa 0,8 %. Palveluinflaatio sen sijaan kiihtyi tuntuvasti. Se oli huhtikuussa 3,7 % mutta toukokuussa jo 4,1 %.

Useimmat pohjainflaation mittarit laskivat lisää huhtikuussa eli viimeisenä kuukautena, jolta tietoja oli saatavilla. Tämä vahvistaa näkemystä, että hintapaineet ovat asteittain vähenemässä. Euroalueen sisäinen inflaatio on kuitenkin yhä nopeaa. Palkat nousevat edelleen rivakasti aiemman, hyvin nopean inflaation kompensoimiseksi. Koska palkantarkistukset tehdään porrastetusti ja merkittävä osa niistä maksetaan kertaluonteisesti, työvoimakustannukset tulevat todennäköisesti vaihtelevaan lähiaikoina. Tämä näkyi ensimmäisellä vuosineljänneksellä esimerkiksi sopimuspalkkojen nousun vahvistumisena. Ennakoivien indikaattorien mukaan palkkojen nousu tulee kuitenkin vuoden kuluessa vaimentumaan. Yritykset kattavat osan yksikkötyökustannusten tuntuvasta noususta tinkimällä voitoistaan, mikä vähentää nousun vaikutusta inflaatioon. Pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat pysyneet kutakuinkin ennallaan, enimmäkseen kahden prosentin tuntumassa.

Kokonaisinflaation arvioidaan hidastuvan tavoitteen tuntumaan vuoden 2025 mittaan, kun muun muassa työmarkkinoista johtuvat hintapaineet heikkenevät. Taustatekijänä on myös aiemman rahapolitiikan tiukentamisen vaikutus, joka ilmenee viiveellä ja välittyä kuluttajahintoihin asteittain. Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitatun kokonaisinflaation odotetaan vaihtelevan jonkin verran vuoden 2024 loppuun saakka vertailuajankohdan vaikutusten ja energiaraaka-aineiden hintojen nousun vuoksi. Keskipitkällä aikavälillä energian hintainflaatio asettuneen hieman yli nolleen, kun otetaan huomioon markkinaosapuolten odotukset öljyn ja kaasun tulevasta hintakehityksestä ja suunnitellut finanssipoliittiset ilmastotoimet. Elintarvikkeiden hintainflaatio on hidastunut tuntuvasti viime vuosineljänneksen aikana, kun hintapaineet ovat vaimentuneet energia- ja elintarvikeraaka-aineiden hintojen laskun myötä. Elintarvikkeiden hintainflaation odotetaan vaihtelevan nykytasonsa molemmin puolin ja hidastuvan sitten entisestään vuoden 2025 lopusta lähtien. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio (HICPX) pysynee kokonaisinflaatiota nopeampana suurimman osan arviointijaksosta, mutta sen odotetaan hidastuvan edelleen, joskin verkalleen ja pääosin vuosien 2025 ja 2026 mittaan. Arvion keskeisenä oletuksena on, että nimellispalkkojen nopea nousu hellittää asteittain, kun sitä voimistava inflaatiokompensaation paine vähitellen vaimenee ja työmarkkinat ovat edelleen kireät. Tuottavuuden kasvun odotetaan elpyvän ja vaimentavan työvoimakustannusten nousupaineita. Lisäksi yritysten voittojen kasvun arvioidaan heikkenevän, mikä hillitsee osittain työvoimakustannusten välittymistä hintoihin etenkin vuonna 2024. YKHI-kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan ja olevan keskimäärin 2,5 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. Vuonna 2023 se oli keskimäärin 5,4 %. Kokonaisinflaatio vuosina 2024 ja 2025 on nyt arvioitu 0,2 prosenttiyksikön verran nopeammaksi kuin

maaliskuun 2024 asiantuntija-arvioissa. Syynä on ennen kaikkea energiaraaka-aineiden hinnannousu. Lisäksi ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio on tuoreimpien tietojen mukaan odotettua hieman nopeampaa. Myös työvoimakustannusten nousupaineiden odotetaan jossain määrin voimistuvan palkkojen nopeamman nousun ja aiempaa varovaisempien tuottavuuden kasvunäkymien myötä. Vuotta 2026 koskevat inflaationäkymät ovat sekä kokonaisinflaation että ilman energia- ja elintarvikehintoja lasketun YKHI-inflaation osalta ennallaan.

Riskiarvio

Taloukasvuun kohdistuvat riskit ovat lyhyellä aikavälillä tasapainossa mutta painottuvat keskipitkällä aikavälillä heikomman kehityksen suuntaan. Maailmantalouden heikkeneminen tai kauppapoliittisten jännitteiden lisääntyminen suurien kansantalouksien välillä vaimentaisivat euroalueen taloukasvua. Venäjän oikeudeton sota Ukrainassa ja Lähi-idän murheellinen konflikti suurentavat huomattavasti geopoliittista riskiä, mikä saattaa heikentää yritysten ja kotitalouksien luottamusta tulevaisuuteen ja aiheuttaa häiriöitä maailmankauppaan. Kasvu voi jäädä arvioitua heikommaksi myös, jos rahapolitiikan vaikutukset osoittautuvat odotettua voimakkaammiksi. Toisaalta kasvu voi olla odotettua vahvempaa, jos inflaatio hidastuu ennakoitua nopeammin ja reaalitylojen ja luottamuksen kasvu lisää kulutusta enemmän tai maailmantalous kasvaa voimakkaammin kuin mitä on arvioitu.

Inflaatio voi osoittautua ennakoitua nopeammaksi, jos palkat nousevat tai voitot kasvavat enemmän kuin mitä on odotettu. Ennakoitua nopeamman inflaation riskejä aiheuttavat myös voimakkaat geopoliittiset jännitteet, joiden vuoksi energian hinnat ja rahtikustannukset saattavat lähiaikoina nousta arvioitua enemmän ja aiheuttaa häiriöitä maailmankauppaan. Lisäksi sään ääri-ilmiöt ja ilmastokriisin laajeneminen voivat johtaa elintarvikkeiden hintojen nousuun. Sitä vastoin inflaatio saattaa jäädä ennakoitua hitaammaksi, jos rahapolitiikka vaimentaa kysyntää odotettua enemmän tai talouden toimintaympäristö muualla maailmassa äkkiä huononee.

Rahoitusolot ja rahatalouden tilanne

Markkinakorot ovat nousseet EKP:n neuvoston huhtikuun kokouksen jälkeen, ja rahoituskustannukset ovat vakaantuneet rajoittavalle tasolle sitä mukaa kun ohjaukorkojen aiempien nostojen vaikutukset ovat välittyneet rahoitusjärjestelmään. Uusien yritys- ja asuntoluottojen keskikorot pysyivät huhtikuussa ennallaan. Yritysluottojen korot olivat 5,2 % ja asuntoluottojen korot 3,8 %.

Luotonannon kasvu on edelleen heikkoa. Pankkien luotonanto yrityksille kasvoi huhtikuussa 0,3 %. Sen vuotuinen kasvu oli siis hieman heikompaa kuin edellisen kuukauden aikana. Luotonanto kotitalouksille lisääntyi edelleen. Sen vuotuinen kasvu oli 0,2 %. Lavean rahan määrän vuotuinen kasvu – mitattuna raha-aggregaatilla M3 – vahvistui huhtikuussa 1,3 prosenttiin oltuaan maaliskuussa 0,9 %.

EKP:n neuvosto on jälleen laatinut rahapolitiikan strategiansa mukaisesti yksityiskohtaisen arvion rahapolitiikan ja rahoitusvakauden keskinäisistä suhteista. Euroalueen pankit ovat selviytyneet hyvin. Talousnäkymien koheneminen on edistänyt rahoitusvakautta, mutta geopoliittisten riskien voimistuminen varjostaa rahoitusvakauden näkymiä. Jos rahoitusolot äkkiä kiristyisivät maailmalla, rahoitusvarat ja muut varat hinnoiteltaisiin ehkä uudelleen, ja tämä vaikuttaisi negatiivisesti talouteen laajemminkin. Makrovakauseräpolitiikka on edelleen tärkein keino torjua rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuden kasvua. Jo käytössä olevilla tai pian voimaan tulevilla toimenpiteillä autetaan pitämään rahoitusjärjestelmä häiriönsietokykyisenä.

Rahapoliittisia päätöksiä

Perusrahoitusoperaatioiden korko on ollut 12.6.2024 lähtien 4,25 %, maksuvalmiusluoton korko 4,50 % ja talletuskorko 3,75 %.

APP-ohjelmassa tehtyjen sijoitusten määrän annetaan pienentyä hallitusti ja ennakoitavasti, eli omaisuuserien eräänntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta uudelleen.

PEPP-ohjelmassa hankittujen arvopaperien eräänntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan täysimääräisesti uudelleen kesäkuun 2024 loppuun asti. Vuoden jälkipuoliskolla PEPP-salkkua pienennetään keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa. Uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa aiotaan lopettaa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

EKP:n neuvosto noudattaa PEPP-ohjelmassa vapautuvien pääomien uudelleensijoituksissa jatkossakin joustoa, mikäli rahapolitiikan välittymismekanismien toiminta uhkaa vaarantua.

Pankkien maksaessa vähitellen takaisin kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa saamaansa rahoitusta EKP:n neuvosto arvioi säännöllisesti, miten kohdennetut luotto-operaatiot ja luottojen takaisinmaksu vaikuttavat rahapolitiikan mitoitukseen.

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 6.6.2024 laskea EKP:n kaikkia kolmea ohjauksorkoa 0,25 prosenttiyksikköä. EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. Tavoitteen saavuttamiseksi ohjauksorot pidetään riittävän rajoittavina niin kauan kuin on tarpeen. EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin kokouskohtaisesti tuoreimpien tietojen perusteella. EKP:n neuvoston korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkymiä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten

voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. EKP:n neuvosto ei sitoudu ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia mandaattiinsa kuuluvia välineitä sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu keskipitkän aikavälin tavoitteeseen ja rahapolitiikka välittyy sujuvasti talouteen.

1 Ulkoinen ympäristö

Maailmantalous osoittaa jälleen merkkejä vahvistumisesta, vaikka kasvulla on edelleen hidasteita. Tuoreimmat tiedot maailmantalouden (ilman euroaluetta) kasvusta vahvistavat käsitystä hyvin asteittaisesta virkistymisestä vuodenvaihteesta lähtien, ja toteutuneet tilastotiedot alkavat olla yhä lähempänä kyselytutkimusten positiivisia viestejä. Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arviot ovat pitkälti samankaltaiset kuin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuiset arviot, joskin maailmantalouden kasvuarviota tälle vuodelle on tarkistettu hieman alaspäin. Maailmankaupan ennakoitaan elpyvän tänä vuonna ja kasvavan sen jälkeen tiiviimmin maailmantalouden kasvua myötäillen mutta jäävän kuitenkin arviointijakson ajan historiallista trenditasoaan heikommaksi. Tältäkin osin arvio on pääpiirteittäin samankaltainen EKP:n asiantuntijoiden maaliskuisten arvioiden kanssa. Globaalin inflaation arvioidaan hidastuvan vähitellen arviointijaksolla.

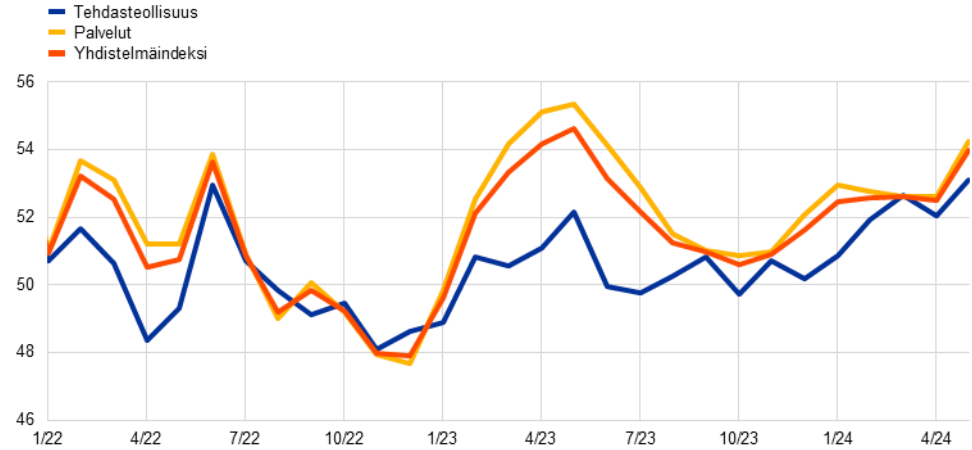
Tuoreimmat tiedot vahvistavat kuvaa maailmantalouden virkistymisestä, sillä tilastotiedot ja kyselytutkimusten tulokset ovat aiempaa paremmin sopusuinnussa. Globaalia (pl. euroalue) kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopäälikkoindeksi nousi toukokuussa 2024, kun sekä tehdasteollisuuden että palvelusektorin tuotanto parani (kuvio 1).¹ Tämä on sopusuinnussa EKP:n globaalin tuotannon indikaattorin kanssa, joka viittaa paranevaan suhdannetilanteeseen sekä ennakoivien kyselytietojen että toteutuneiden tilastotietojen perusteella. Indikaattori on viitannut globaalin tuotannon asteittaiseen paranemiseen vuoden alusta lähtien, ja viime aikoina tilastotiedot ovat alkaneet lähestyä kyselytutkimusten positiivisia viestejä. Maailmantalouden kasvuun kuitenkin kohdistuu edelleen esteitä, kuten ylimääräisten säästöjen hupeneminen kehittyneissä talouksissa sekä Kiinan vaimea kotimainen kysyntä asuinkiinteistösektorin ongelmien varjostamassa ympäristössä. Lisäksi keskeisten kehittyneiden talouksien työmarkkinat ovat jäähtymään päin ja nimellispalkkojen kasvu on hidastumassa, jolloin se tukee aiempaa vähemmän käytettävissä olevien tulojen kasvua. Näin ollen globaali yksityinen kulutus, joka kannatteli talouskasvua pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla, pysyy vaimeana. Globaalin BKT:n määrän kasvun arvioidaan hidastuneen vuoden 2024 ensimmäisellä vuosineljänneksellä hieman eli 0,8 prosenttiin viime vuoden viimeisen neljänneksen 0,9 prosentista.

¹ Koska tässä osassa tarkastellaan erityisesti ulkoisen talousympäristön kehitystä, viittaukset maailmantalouteen ja/tai globaaleihin aggregaateihin eivät sisällä euroaluetta.

Kuvio 1

Globaali kokonaistuotannon PMI-indeksi

(diffuusioindeksit)



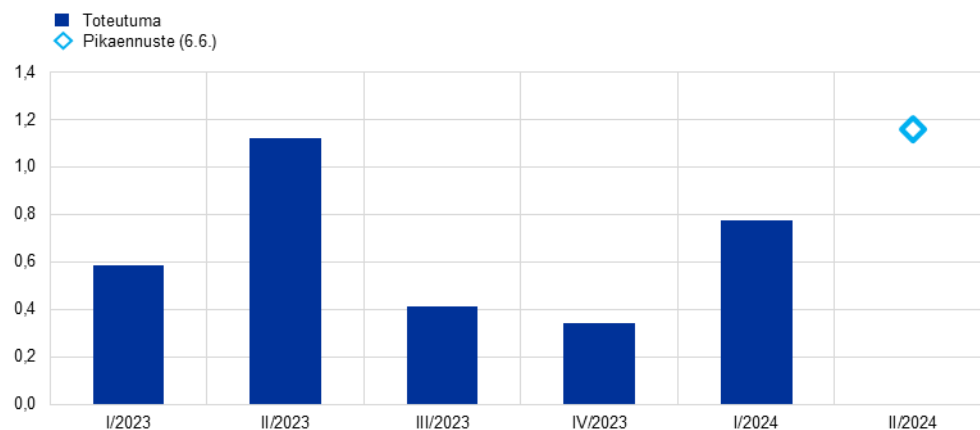
Lähteet: S&P Global Market Intelligence ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2024.

Maailmantalouden arvioidut kasvunäkymät ovat pysyneet pitkälti ennallaan euroalueen talousnäkyimiä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioihin verrattuna. Kasvun lievä hidastuminen tänä vuonna liittyy edellä mainittujen esteiden vaikutukseen, kireänä pysyneeseen rahapolitiikkaan sekä geopoliittisten jännitteiden myötä kohonneeseen epävarmuuteen. Kaiken kaikkiaan globaalin BKT:n määrän arvioidaan kasvavan 3,3 % tänä vuonna, kun se viime vuonna kasvoi 3,5 %. Globaalin BKT:n määrän kasvun arvioidaan olevan 3,3 % myös vuonna 2025 ja 3,2 % vuonna 2026, mikä jää hieman alle viime vuosikymmenen keskimääräisen kasvuvauhdin.

Maailmankaupan odotetaan elyvän asteittain, kun kysynnän rakenne normalisoituu pandemian jäljiltä. Vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä maailmankaupan kasvu kiihtyi, kun kaupan koostumusta muuttaneet pandemian vaikutukset alkoivat jäädä taakse. Koko viime vuoden mittaan globaalisti havaittu palvelujen vilkas kysyntä on nyt siirtymässä vahvempaan tavaroiden kysyntään. Tilastotietoja ja ennakoivia kyselytietoja hyödyntävän EKP:n pikaennustetyökalun perusteella globaalin tuonnin kasvun odotetaan vastedes nopeutuvan entisestään (kuvio 2). Erityisesti uusien vientitilausten globaali PMI-indeksi kertoo kasvun asteittaisesta kiihtymisestä. Myös sektorikohtaiset kyselytiedot viittaavat aiempaa reippaampaan elpymiseen ulkomaankauppavetoisilla sektoreilla, kuten turismissa ja teknologialaitteiden valmistuksessa. Lisäksi Punaisenmeren häiriöiden vaikutuksen maailmankauppaan odotetaan pysyvän rajallisena maaliskuun 2024 asiantuntija-arvioiden mukaisesti, joskin niiden mahdollinen kärjistyminen muodostaa maailmankaupan odotettua hitaamman kasvun riskin lyhyellä aikavälillä.

Kuvio 2 Globaali tuonti

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Kansalliset lähteet (Haver Analyticsin kokoamat) ja EKP:n laskelmat.
Huom. Globaali aggregaatti ei sisällä euroaluetta. Pikaennuste viittaa dynaamiseen faktorimalliin, joka perustuu 30:een teollisuustuotantoa, vähittäiskauppaa, ulkomaankauppaa, kyselytutkimusta ja asuntomarkkinoita koskevaan kuukausittaiseen muuttuun. Tuoreimmat havainnot pikaennusteesta ovat toukokuulta 2024.

Pidemmällä aikavälillä maailmankaupan odotetaan jatkavan asteittaista elpymistä arviointijakson ajan ja kasvavan tiiviimmin samaa tahtia maailmantalouden kanssa.

Kaiken kaikkiaan globaalin tuonnin kasvun arvioidaan kiihtyvän tänä vuonna 2,6 prosenttiin viime vuoden 1,0 prosentista ja sitten edelleen 3,3 prosenttiin vuosina 2025–2026 eli pitkälti edellisen arviointikierroksen mukaisesti. Tuonnin elpymisen nousevilla markkinoilla ja keskeisissä kehittyneissä talouksissa, erityisesti Yhdysvalloissa, odotetaan tukevan maailmankaupan elpymistä tänä vuonna. Maailmankaupan volyymin odotetaan kuitenkin pysyvän alle vuosien 2012–2019 trenditason, koska BKT:n määrän kasvu on vaimeaa ja kiristyvät geopoliittiset jännitteet aiheuttavat parhaillaan kauppasuhteissa rakenteellisia muutoksia. Euroalueen vientikysynnän kasvun odotetaan tänä vuonna hidastuvan ja jäävän 2,1 prosenttiin. Tämä johtuu pitkälti eräiden euroalueen keskeisten kauppakumppanien, kuten Ison-Britannian sekä Keski- ja Itä-Euroopan maiden, tuonnin vähenemisestä vuoden 2023 jälkipuoliskolla ja vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä. Arviointijakson aikana euroalueen vientikysynnän odotetaan kasvavan 3,4 % vuonna 2025 ja 3,3 % vuonna 2026 eli tiiviimmin linjassa globaalin tuonnin kasvun kanssa.

Globaalin inflaation arvioidaan hidastuvan vähitellen arviointijaksolla.

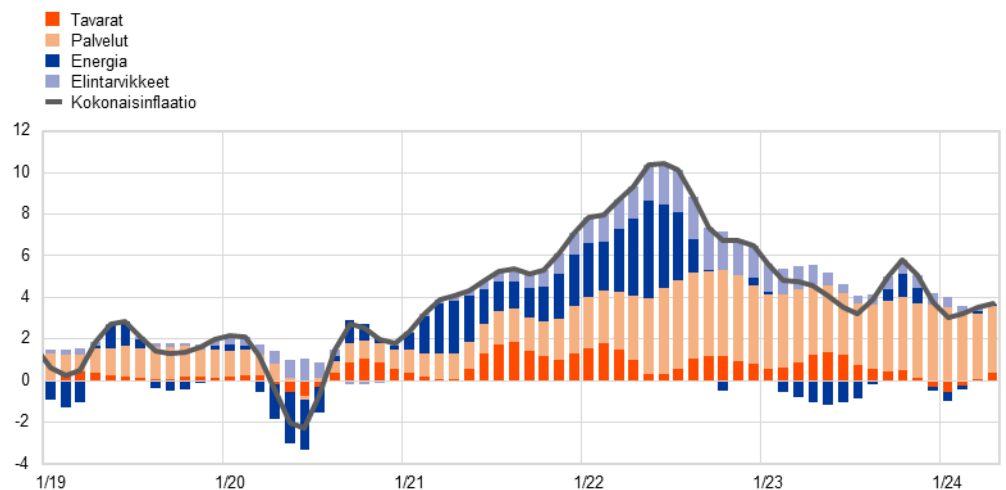
Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden kuluttajahintaindeksin (KHI) mukainen vuotuinen kokonaisinflaatio oli 3,4 % huhtikuussa 2024 eli hieman vähemmän kuin vuoden alussa.² Pohjainflaatio (ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja) hidastui huhtikuussa 3,8 prosenttiin maaliskuun 4,0 prosentista. OECD-maiden inflaation hidastumisen heikkeneminen näyttää johtuvan pääasiassa sitkeästä palvelujen inflaatiosta ympäristössä, jossa keskeisten talouksien työmarkkinoiden kireys helpottuu hyvin hitaasti. Voimakkaampi

² Turkki ei sisälly OECD:n kokonais- tai pohjainflaatiolukuihin, koska Turkin luvut pysyivät lähes kolminumeroisina. Turkki mukaan lukien OECD:n jäsenmaiden kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio olisi ollut 5,8 % maaliskuussa 2024 ja 5,7 % helmikuussa sekä ydininflaatio 6,4 % maaliskuu- ja helmikuussa 2024.

kuluttajahintaindeksin mukainen kolmen kuukauden liukuva annualisoitu kokonaisinflaatio viittaa siihen, että OECD-maiden inflaatio saattaisi lyhyellä aikavälillä kiihtyä (kuvio 3). Tuoreimmat kyselytutkimustiedot vahvistavat tällaista arviota. Tehdasteollisuuden panoshintojen PMI-indeksit viittaavat siihen, että tavaroiden inflaatio saattaisi kiihtyä nykyiseltä hyvin matalalta tasoltaan. Palvelujen panoshintojen PMI-indeksit puolestaan antavat viitteitä siitä, että lähes kaksi kolmasosaa KHI-indeksistä muodostava palvelujen inflaatio saattaisi hidastua hiljalleen lähemmäs historiallista keskiarvoaan. Mitä ulkoisiin hintapaineisiin tulee, euroalueen kilpailijoiden vientihintojen kasvun (kansallisissa valuutoissa ja vuotta aiempaan verrattuna) odotetaan kääntyvän tänä vuonna positiiviseksi ja pysyvän arviointijakson loppuun saakka arvioidun pitkän aikavälin keskiarvonsa tuntumassa. Tätä arviota on tarkistettu hieman alaspäin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioihin verrattuna, koska toteutunut vientihintainflaatio on ollut aiemmin odotettua heikompaa, millä on uusimpien arvioiden mukaan voimakkaampi vaikutus kuin raaka-aineiden hintaoletusten nousulla.

Kuvio 3 OECD:n kuluttajahintainflaatio

(liukuva kolmen kuukauden annualisoitu prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetyt OECD:n kokonaisinflaatioerien kontribuutiot on muodostettu saatavilla olevista maaakohtaisista tiedoista, jotka yhdessä kattavat 84 % OECD-alueen kokonaisluvusta. Tavaroiden inflaatio on laskettu tavaroiden inflaatiovaikutuksen jäännöseränä, josta on vähennetty energia ja elintarvikkeet. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2024.

Raaka-aineista kaasun ja elintarvikkeiden hinnat Euroopassa ovat nousseet EKP:n neuvoston edellisen kokouksen jälkeen, kun taas öljyn hinta on laskenut.

Vaikka kaasun hinta Euroopassa on noussut, se on edelleen matala verrattuna siihen, mitä se oli Venäjän tunkeuduttua Ukraina. Korkeampi kaasun hinta johtuu Yhdysvaltojen ja Qatarin nestekaasun vientiin liittyvistä tarjontahäiriöistä, Norjan kaasuputken huollon viivästyttämisestä sekä Venäjän iskuista Ukrainan kaasuväriin. Raakaöljyn hinta laski, kun Lähi-idän jännitteiden vaikutus öljyn hintaan jäi lyhytaikaiseksi eikä globaaliin tarjontaan kohdistunut merkittäviä vaikutuksia. Lisäksi odotettua heikompi globaali öljyn kysyntä tasapainotti tarjonnan supistumisen ja tarjontariskien hintavaikutuksia. Kansainvälinen energiajärjestö IEA ennustaa lievää globaalia öljyntarjonnan vajetta vuosille 2024 ja 2025, mutta uusien sokkien vaimentamiseen tarvittavat varastopuskurit näyttävät olevan nyt suuremmat

kuin ennen Venäjän hyökkäyssotaa Ukrainassa. Öljyn hintaan kohdistuvat riskit painottuvat edelleen odotettua voimakkaamman nousun suuntaan – erityisesti jos Lähi-idän jännitteet kiristyvät. Elintarvikeraaka-aineiden hinnat nousivat merkittävästi etenkin kaakaon hintakehityksen ja sen taustalla olevien Länsi-Afrikan huomattavien tarjontahäiriöiden myötä. Kaakaon hinta on viime aikoina laskenut huhtikuun 2024 lopun huipuistaan mutta on edelleen altis heilahteluille. Viljojen hinnat nousivat epäsuotuisan tarjontakehityksen takia.

Yhdysvalloissa keskuspankin avomarkkinakomitea lykkäsi ensimmäistä koronnostoaan vahvan talouskehityksen ja sitkeän inflaation vuoksi. BKT:n määrän kasvu hidastui vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 prosenttiin viime vuoden viimeisen neljänneksen 0,5 prosentista. Kotimainen kysyntä pysyi kuitenkin vahvana, vaikka ulkomaankaupan nettovaikutus oli negatiivinen viennin voimakkaan kasvun takia. Käytettävissä olevien reaalitylojen kasvu hidastui ja säästämisaste laski edelleen ensimmäisellä vuosineljänneksellä. Käytettävissä olevat tiheästi päivitettävät tiedot viittaavat BKT:n määrän kasvun mahdolliseen lievään nopeutumiseen vuoden 2024 toisella neljänneksellä, joskin sen odotetaan pysyvän hitaampana kuin loppuvuonna 2023. Vaikka Yhdysvaltojen työmarkkinat pysyvät hyvin kireinä, niissä näkyy edelleen jonkin verran merkkejä jäähtymisestä. Vaikka työllisyysaste muualla kuin maataloudessa nousi maaliskuussa, se oli selvästi alempi kuin keskimäärin ensimmäisellä vuosineljänneksellä, ja työttömyysaste nousi hieman. Sekä avoimien työpaikkojen aste että palkkojen kasvu olivat edelleen korkeita, mutta ne ovat laskemaan päin – joskin hitaasti. Kuluttajahintainflaatio hidastui hieman huhtikuussa, jolloin kokonaisinflaatio oli 3,4 % ja pohjainflaatio 3,6 %. Vastaisuudessa inflaation odotetaan hidastuvan hitaasti mutta pysyvän pitkään keskuspankin 2 prosentin inflaatiotavoitetta nopeampana. Tällaisessa taloustilanteessa avomarkkinakomitea on viimeaikaisessa viestinnässään korostanut, että korot tulisivat pysymään ”korkealla pidempään”.

Kiinan kotimainen kysyntä jatkuu vaimeana, vaikkakin kasvu oli vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä odotettua vahvempaa. BKT:n määrän neljännesvuotuinen kasvu kiihtyi ensimmäisellä neljänneksellä 1,6 prosenttiin edellisen neljänneksen 1,2 prosentista. Tämä johtui julkisten investointien kasvusta, joka liittyi finanssipoliittiseen elvytykseen vuoden 2023 talousarvion korjauksen perusteella, kun taas yksityinen kotimainen kuluttajakysyntä ja erityisesti kulutus heikkenivät entisestään alhaiselta tasoltaan huhtikuussa. Sitä vastoin teollisuustuotanto kasvoi taas nopeasti, ja investointien vakaa kasvu jatkui infrastruktuurihankkeiden tuella. Kiinteistömarkkinoilla on nähtävissä varhaisia vakaantumisen merkkejä. Vaikka asuntomarkkinat kokonaisuudessaan polkevat lähes paikallaan, asuntojen myynissä ja investoinneissa on hiljattain ollut merkkejä noususta, mutta rakennusprojektien aloitukset ovat edelleen laskussa. Viranomaisten huhtikuussa 2024 antamissa lausunnoissa kerrottiin hallituksen lisäävän tukea asuntomarkkinoille ostamalla suoraan keskeneräisiä asuinrakennusprojekteja rakennusliikkeiltä, mikä herätti jonkin verran optimismia markkinaosapuolten keskuudessa. Kuluttajahintaindeksin mukainen vuotuinen kokonaisinflaatio kiihtyi huhtikuussa 0,3 prosenttiin edelliskuun 0,1 prosentista ja pohjainflaatio 0,7 prosenttiin 0,6 prosentista. Tuottajahintojen heikkona pysynyt

kehitys ja vaisu kotimainen kysyntä viittaavat siihen, että inflaatiopaineet Kiinan taloudessa pysyvät hillittyinä.

Ison-Britannian talouskasvu kiihtyi jälleen vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä ja työmarkkinoilla on merkkejä kireyden helpottumisesta.

Vuoden 2023 jälkipuoliskon teknisen taantuman jälkeen BKT:n määrä kasvoi vuoden 2024 toisella neljänneksellä 0,6 % edellisestä neljänneksestä eli selvästi virallista ennustetta ja markkinaodotuksia nopeammin. Nettoviennin vaikutus oli positiivinen, koska tuonti supistui merkittävästi ja viennin supistumista voimakkaammin. Vaikka tuoreimmat tiedot viittaavat vahvaan alkuun toisella vuosineljänneksellä, talouden odotetaan kasvavan loppuvuonna maltillisempaa tahtia. Lisäksi yksityinen kulutus jatkuu verrattain vaimeana heikon reaali-palkkojen kasvun, korkeiden korkojen sekä kireän raha- ja finanssipolitiikan myötä. Kokonaisinflaatio on hidastunut edelleen, mutta palveluhinnoissa on yhä nousupainetta. Kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio hidastui huhtikuussa 2024 edelleen 3,2 prosenttiin maaliskuun 3,2 prosentista. Palveluerän inflaatio pysyi kuitenkin odotuksia nopeampana, sillä se oli huhtikuussa 5,9 % eli vain marginaalisesti vähemmän kuin edelliskuun 6,0 %. Tämä liittyi palkkojen nousuun ja sitkeään työvoimapulaan. Työmarkkinat ovat edelleen kireämmät kuin ennen pandemiaa. Nimellinen palkkojen kasvu – joka on keskeinen palveluinflaation taustatekijä – hidastui edelleen tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä mutta jatkuu silti hyvin voimakkaana. Englannin keskuspankki ennustaa palkkapaineiden helpottuvan edelleen lähikuukausina.

2 Talouskehitys

Euroalueen BKT kasvoi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 % edellisestä neljänneksestä. Kasvun virkistyminen viiden vaimean vuosineljänneksen jälkeen on saanut vauhtia nettoviennistä ja kotimaisesta kysynnästä, kun taas varastojen muutoksella oli negatiivinen vaikutus. Kyselytutkimukset viittaavat kasvun jatkumiseen toisella vuosineljänneksellä. Vaikka teollisuustuotanto kärsii edelleen heikosta kysynnästä erityisesti energiantensiivisillä sektoreilla, palvelusektorilla on selkeämpiä merkkejä laaja-alaisesta piristymisestä. Tarjontapuolella ensimmäisen neljänneksen elpyminen perustui kokonaan työllisyyden kasvuun, kun taas tuottavuuden kasvu oli pysähdyksissä. Euroalueen talouden odotetaan jatkavan elpymistä tämän vuoden mittaan, kun reaalitytulot kasvavat inflaation hidastumisen, palkkojen kasvun ja vaihtosuhteen paranemisen ansiosta sekä rahapolitiikan taannoisen kiristymisen vaikutusten jäädessä asteittain taakse. Asiantuntijat odottavat myös viennin jatkavan kasvuaan rinta rinnan globaalin kysynnän kanssa, mutta viennin kilpailukyvyyn haasteet muodostavat riskin odotettua heikommasta kehityksestä.

Samankaltainen näkemys välittyy myös euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arvioista, joissa euroalueen BKT:n kasvun ennakoitaan olevan 0,9 % vuonna 2024 ja kiihtyvän sitten 1,4 prosenttiin vuonna 2025 sekä edelleen 1,6 prosenttiin vuonna 2026.³

Euroalueen tuotanto lähti jälleen kasvuun vuoden 2024 alussa yli vuoden jatkuneen pysähtyneisyyden jälkeen. Eurostatin pika-arvion mukaan BKT:n määrä kasvoi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 % edellisestä neljänneksestä, mikä oli suurin neljännesvuotuinen kasvu sitten vuoden 2022 kolmannen neljänneksen (kuvio 4).⁴ Lyhyen aikavälin indikaattorit ja käytettävissä olevat maakohtaiset tiedot kertovat kotimaisen kysynnän ja nettoviennin positiivisista kontribuutioista sekä varastojen muutoksen negatiivisesta vaikutuksesta.⁵ Kokonaiskysynnän paraneminen näyttää perustuneen pitkälti palveluihin. Tämä käsitys saa tukea myös käytettävissä olevista arvonlisäystilastoista sekä kuukausittaisista tuotantotiedoista.

³ Ks. EKP:n verkkosivustolla 6.6.2024 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(kesäkuu 2024\)](#)".

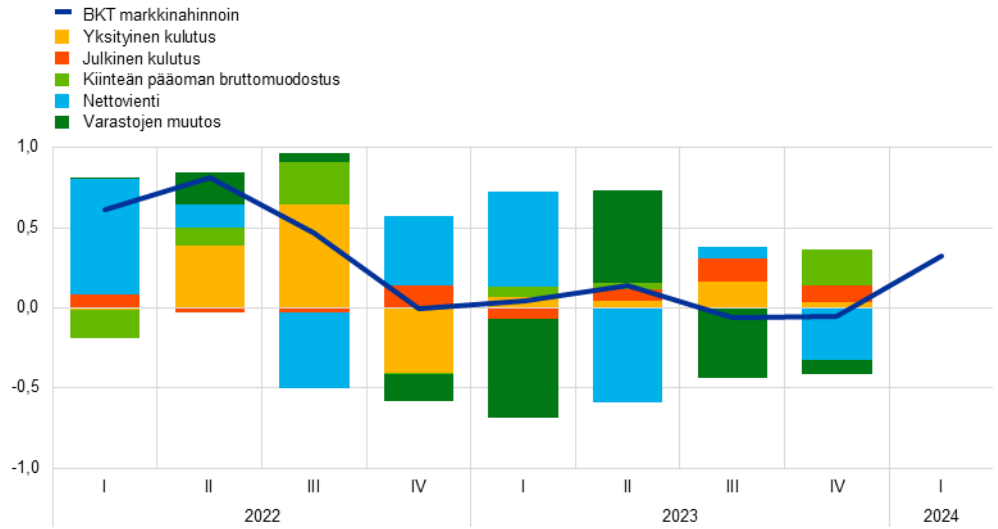
⁴ Ks. tämän *Talouksatsauksen* kehikko "Elpyminen pandemian jälkeen – miksi euroalue kasvaa hitaammin kuin Yhdysvallat?".

⁵ BKT:n menopuolen hajotelma vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä julkaistiin 7.6.2024 eli tämän *Talouksatsauksen* viimeisen aineistopäivän (5.6.2024) jälkeen.

Kuvio 4

Euroalueen BKT ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaikutukset prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot BKT:stä ovat vuoden 2024 viimeiseltä neljännekseltä ja kaikista muista eristä kolmannelta vuosineljännekseltä.

Kyselytiedot viittaavat palveluvetoisen kasvun jatkumiseen vuoden 2024 toisella neljänneksellä.

Kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi (PMI) oli huhti–toukokuussa keskimäärin 51,9 pistettä eli korkeampi kuin vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen 49,2 pistettä. Indeksi viittaa nyt positiiviseen kasvuun ja jatkaa siten lokakuussa 2023 alkanutta nousuaan. Toimialoittain tarkastellen tehdasteollisuuden tuotantoa kuvaava PMI-indeksi pysyi toukokuussa negatiivisen kasvun alueella, joskin se on noussut tasaisesti kesästä 2023 lähtien (kuvio 5, kohta a). Uusien tilausten indeksi, jonka pitäisi olla luonteeltaan enemmän tulevaisuutta ennakoiva, on parantunut samaan tapaan, joskin hieman voimakkaammin. Kaiken kaikkiaan nämä indikaattorit viittaavat siihen, että tehdasteollisuussektorin tuotannon laskusuunta olisi kääntymässä. Palvelusektorin elpyminen on ollut korostuneempaa, mikä viittaa palveluvetoisen kasvun jatkumiseen toisella vuosineljänneksellä (kuvio 5, kohta b). Toista neljännestä koskeva arvio saa vahvistusta tämän Talouskatsauksen kehikossa 2 esitetystä yritysten tulospuheluihin perustuvasta näytöstä, jonka mukaan kysyntä- ja tarjontapuolen tunnelmat ovat pitkälti normalisoituneet vuoteen 2022 nähden. Samaan aikaan riskinottohalukkuus on vähentynyt jonkin verran, vaikka se onkin edelleen historiallisesti katsoen korkea.

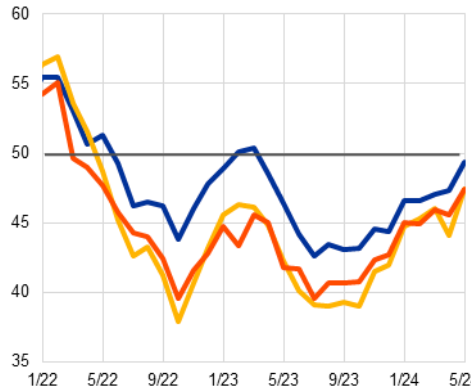
Kuvio 5

Sektorikohtaiset PMI-indikaattorit

a) Tehdasteollisuus

(diffuusioindeksit)

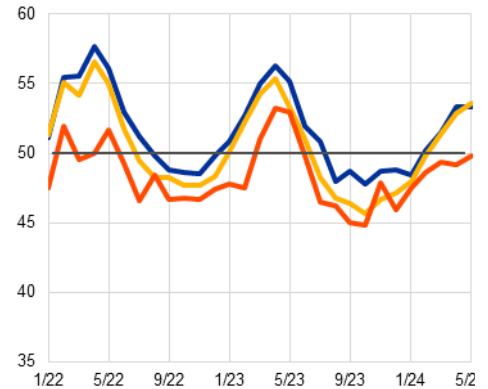
— Tuotanto
— Uudet tilaukset
— Uudet vientitilaukset



b) Palveluala

(diffuusioindeksit)

— Tuotanto
— Uudet tilaukset
— Uudet vientitilaukset



Lähde: S&P Global Market Intelligence.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2024.

Työllisyys kasvoi samaa tahtia talouden kanssa vuoden 2024 ensimmäisellä

neljänneksellä.

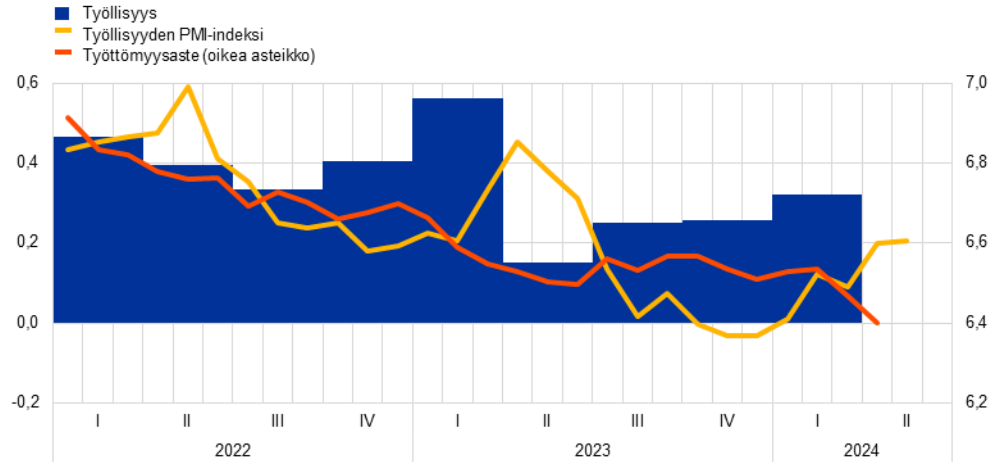
Työllisten määrä kasvoi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 % (kuvio 6, kohta a) lähinnä työvoiman jatkuvan kasvun myötä. Samaan aikaan myös työttömyysasteesta ja työttömien määrästä johdettu laskennallinen työvoima kasvoi 0,3 %. Tuottavuus työntekijää kohden pysyi ennallaan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä, kun BKT ja työllisyys kasvoivat saman verran. Mitä tulee intensiiviseen marginaaliin, alustavat tiedot viittaavat tehtyjen työtuntien määrän kasvuun vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä. Työttömyysaste laski huhtikuussa hieman eli 6,4 prosenttiin maaliskuun 6,5 prosentista ja päättyi siten alimmilleen sitten euron käyttöönoton. Työvoiman kysyntä on pysynyt voimakkaana, ja avointen työpaikkojen aste oli vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä 2,8 % eli 0,1 prosenttiyksikköä alempi kuin edellisellä neljänneksellä.

Kuvio 6

Euroalueen työllisyys, työllisyyden PMI-indeksi ja työttömyysaste sekä sektorikohtaiset työllisyyden PMI-indeksit

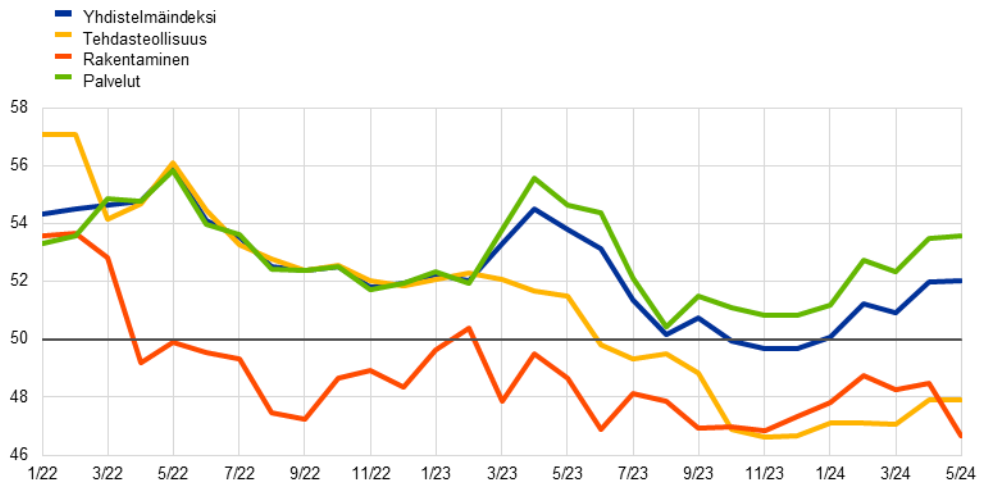
a) Euroalueen työllisyys, työllisyyden PMI-indeksi ja työttömyysaste

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



b) Sektorikohtaiset työllisyyden PMI-indeksit

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Eurostat, S&P Global Market Intelligence ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdan a) kaksi viivaa kuvaa kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. Työllisyyden neljännesvuotuisesta kasvua mittaava PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä, työllisyyden PMI-indeksistä toukokuulta 2024 ja työttömyysasteesta huhtikuulta 2024. Kohdan b) tuoreimmat havainnot kaikista alaeista ovat toukokuulta 2024.

Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat työllisyyden kasvuun

vuoden 2024 toisella neljänneksellä. Kokonaistyöllisyyttä kuvaava kuukausittainen PMI-indeksi nousi huhtikuun 52,0 pisteestä toukokuussa 52,1 pisteeseen ja viittasi näin työllisyyden paranemiseen. Indikaattori oli laskenut tuntuvasti huhtikuun 2023 huipuistaan mutta noussut jälleen kahden viime kuukauden aikana palvelusektorin vetämänä (kuvio 6, kohta b). Palvelusektorin PMI-indeksi nousi huhtikuun 53,5 pisteestä toukokuussa 53,6 pisteeseen. Sitä vastoin tehdasteollisuuden PMI-indeksi pysyi negatiivisen kasvun lukemissa.

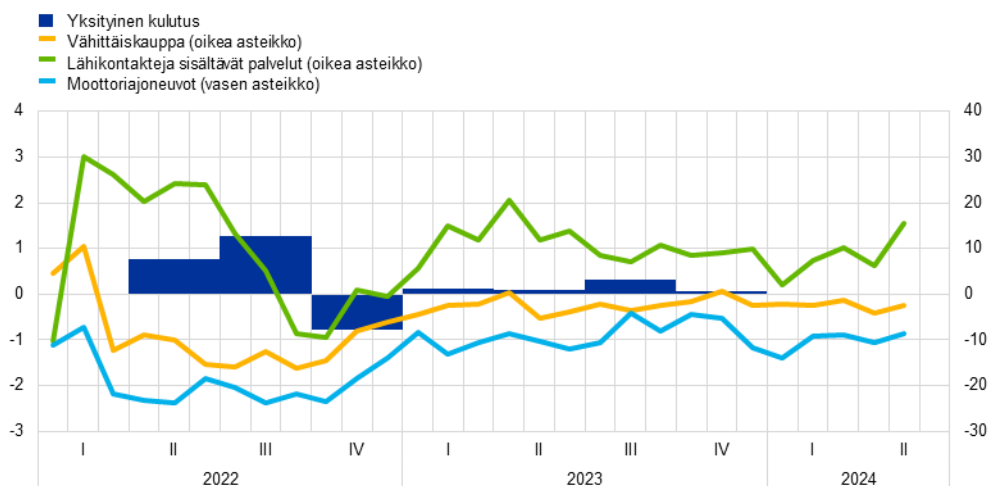
Asuinrakennusinvestointien arvioidaan kasvaneen vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä ja vahvistuvan edelleen lyhyellä aikavälillä.

EKP:n neuvoston kesäkuun kokouksen aikaan saatavilla olleet maakohtaiset tiedot viittasivat kokonaistasolla pieneen kasvuun vuoden ensimmäisellä neljänneksellä siten, että tavaroiden kulutus on todennäköisesti pysynyt vaisuna ja palvelujen kulutus virkeänä.⁶ Vaimea tavaroiden kulutus näkyy vähittäiskaupan myyntimäärässä, joka oli vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä vain 0,1 % suurempi kuin vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä. Mitä tulee palvelujen kulutukseen, palvelujen tuotanto oli tammi–helmikuussa keskimäärin 1,6 % suurempi kuin vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä. Vaikka tuoreimmat tiedot kertovat tavarahankintojen mahdollisesti jatkuvan heikkoina lyhyellä aikavälillä, niiden asteittaisesta elpymisestä on joitakin merkkejä. Euroopan komission kuluttajien luottamusindikaattori jatkoi toukokuussa nousuaan. Samaan aikaan komission indikaattorit vähittäiskauppaa ja moottoriajoneuvojen myyntiä koskevista yritysten odotuksista paranivat, vaikka ne pysyivätkin vielä pitkän aikavälin keskiarvojen alapuolella. Yritysten odotukset lähikontakteja sisältävistä palveluista pysyivät kasvun puolella ja vahvistuivat reippaasti toukokuussa (kuvio 7). Tavaroiden ja palvelujen kulutuksen eriytyminen kuvastuu yleisesti ottaen myös EKP:n tuoreimmasta kuluttajaodotusten kyselytutkimuksesta, joka kertoi odotetun lomavarausten kysynnän olevan reipasta mutta halukkuuden suuriin hankintoihin elpymään vasta hiljalleen.

Kuvio 7

Yksityinen kulutus ja yritysten odotukset vähittäiskaupan, lähikontakteja sisältävien palvelujen ja moottoriajoneuvojen aloilla

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, nettomääräisiä saldoluokkia)



Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

Huom. Yritysten odotukset vähittäiskaupan kehityksestä (pl. moottoriajoneuvot), lähikontakteja sisältävien palvelujen odotettu kysyntä ja moottoriajoneuvojen odotettu myynti kolmen seuraavan kuukauden aikana ovat saldoluokkia; lähikontakteja sisältävät palvelut tarkoittavat majoitus-, matkailu- ja ravitsemispalveluja. Tuoreimmat havainnot yksityisestä kulutuksesta ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä sekä vähittäiskaupasta, lähikontakteja sisältävistä palveluista ja moottoriajoneuvoalalta toukokuulta 2024.

Yritysten investointien arvioidaan piristyneen vuoden 2024 alussa viime vuoden lopun voimakkaan supistumisen jälkeen, ja elpymisen odotetaan jatkuvan myös pidemmällä aikavälillä. Käytettävissä olevien kansantalouden tilinpidon tietojen aggregoinnin perusteella muiden kuin rakennusinvestointien (pl.

⁶ BKT:n menupuolen hajotelmassa käytettävissä olleiden tietojen maittainen kattavuus on noin 85 %.

Irlannin henkiset omaisuustuotteet) odotetaan jatkaneen kasvua vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä ja siten osittain kuroneen kiinni viime vuoden lopussa tapahtuneen voimakkaan supistumisen. Ensimmäisen vuosineljänneksen piristyminen oli pitkälti sopusoinnussa kyselytutkimusten kanssa, jotka kertoivat investointitunnelmien laskusuunnan kääntymisestä nousuun vuoden 2023 viimeisen neljänneksen aikana. Pääomahyödykesektorin PMI-indeksin nousu kuitenkin pysähtyi tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. PMI-kyselytiedot viittaavat yritysten investointien pysymiseen vaihtelevana lyhyellä aikavälillä, sillä luottamus oli huhti–toukokuussa heikkoa ja sekä tuotantoa että uusia tilauksia kuvaavat indeksit olivat edelleen syvällä negatiivisen kasvun alueella (kuvio 8, kohta a). Myös Euroopan komission kyselytutkimusten mukaan sellaisten pääomahyödykkeiden valmistajien määrä on edelleen kasvussa, jotka nimeävät heikon kysynnän tuotantoa rajoittavaksi tekijäksi sektorillaan. Euroopan komission talous- ja rahoitusasioiden pääosaston maalisi–huhtikuussa toteuttaman puolivuositaisen investointikyselyn mukaan yritysten investointien kasvu on hidastumassa vuonna 2024. Kyselyn mukaan vuotuinen kasvu on hiipunut nollassa, mutta investointisuunnitelmat ovat tyypillisesti positiivisemmat maissa, jotka hyötyvät eniten vastikään Next Generation EU (NGEU) -ohjelman alla jaetuista rahoitusosuuksista.⁷ Alustavat tiedot yritysten tulospuheluista viittaavat voittojen ja investointi-ilmapiirin paranemiseen vuoden 2024 jälkipuoliskolla ja siten investointien elpymiseen pidemmällä aikavälillä. Vastaavasti euroalueen sijoittajien luottamusta kuvaava kuusi kuukautta eteenpäin katsova Sentixin indikaattori nousi huhtikuussa kasvua kuvaavalle alueelle ensimmäistä kertaa helmikuun 2022 jälkeen ja vahvistui edelleen toukokuussa, mikä sekin viittaa parempaan investointihalukkuuteen vuoden jälkipuoliskolla.

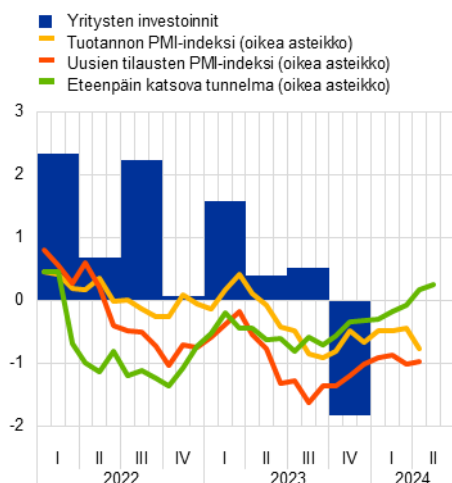
⁷ Ks. myös Euroopan komissio, [European Economic Forecast \(Spring 2024\)](#), *Institutional Paper* - julkaisusarja, nro 286, toukokuu 2024, s. 30–31.

Kuvio 8

Reaali-investointien kehitys ja kyselytiedot

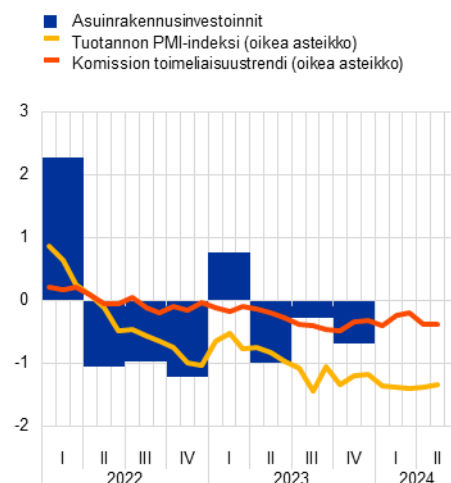
a) Yritysten investoinnit

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, saldoluvut ja diffuusiaindeksit)



b) Asuinrakennusinvestoinnit

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, saldoluvut ja diffuusiaindeksit)



Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio, S&P Global Market Intelligence, Sentix ja EKP:n laskelmat.

Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksit ilmaistaan poikkeamana 50:stä. Kohdassa a) yritysten investoinnit tarkoittavat muita kuin rakennusinvestointeja pois lukien Irlannin henkiset omaisuustuotteet. PMI-viivat tarkoittavat pääomahyödykesektorilta saatuja vastauksia. "Eteenpäin katsova tunnelma" tarkoittaa kuusi kuukautta eteenpäin katsovaa Sentix Investor sentiment -indikaattorin alaindeksiä euroalueelle (skaalattuna kolmen kertoimella). Tuoreimmat havainnot yritysten investoinneista ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä, Sentix-indeksistä toukokuulta 2024 ja kaikista muista eristä huhtikuulta 2024. Kohdassa b) Euroopan komission laatima tuotantotrendin indikaattori viittaa talonrakentamisen ja erikoistuneen rakennustoiminnan painotettuun keskiarvoon kolmen edellisen kuukauden jaksoon verrattuna ja skaalattuna samalla keskihajonnalla kuin PMI-indeksillä. PMI-viiva viittaa asuinrakennustuotantoon. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä asuinrakennusinvestoinneista sekä toukokuulta 2024 tuotantoa kuvaavasta PMI-indeksistä ja Euroopan komission tuotantotrendistä.

Asuinrakennusinvestoinnit ovat todennäköisesti kasvaneet vuoden 2024

ensimmäisellä neljänneksellä huolimatta heikosta suhdannetilanteesta, joka

todennäköisesti jatkuu lyhyellä aikavälillä. Käytettävissä olevien kansantalouden

tilinpidon tietojen aggregoinnin perusteella euroalueen asuinrakennusinvestoinnit

kasvoivat selvästi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä edellisestä

neljänneksestä. Tämä johtui pitkälti Saksan poikkeuksellisen leudosta säästä sekä

Italian taannoisista voimakkaista finanssipoliittisista kannustimista, joiden vaikutus on

kuitenkin jo vähenemään päin. Se oli myös jokseenkin sopusoinnussa euroalueen

talonrakentamisen ja erikoistuneen rakennustoiminnan tuotannon kehityksen

kanssa, joka kasvoi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä 0,8 % edellisestä

neljänneksestä. Viimeaikaiset kyselyindikaattorit kuitenkin viittaavat

asuinrakennusinvestointien heikkenemiseen toisella neljänneksellä, sillä sekä

asuinrakennustuotannon PMI-indeksi että Euroopan komission talonrakentamisen ja

erikoistuneen rakennustoiminnan indikaattorit pysyivät vuoden ensimmäisinä

kuukausina negatiivista kasvua kuvaavissa lukemissa (kuvio 8, kohta b). Kaiken

kaikkiaan asuinrakennusinvestointien negatiivinen trendi kuvastaa rahapolitiikan

kiristymisestä johtunutta asuntojen hintojen maltillistumista ja asuntolainakorkojen

merkittävää nousua sekä sen kielteistä vaikutusta asunnonostokykyyn ja

omistusasumisen kannattavuuteen. Korkeana pysyvän korkotason takia

asunnonostokyky ja omistusasumisen kannattavuus todennäköisesti pysyvät

heikkoina, mikä rasittaa asuinrakennusinvestointien kasvua vastaisuudessaakin.

Euroalueen viennin kasvu alkoi normalisoitua vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä jäätyään globaalin tuonnin kasvusta jälkeen jo lähes vuoden ajan..

Tavaravienti euroalueen ulkopuolelle elpyi hieman, sillä se kasvoi 0,1 % vuoden ensimmäisellä neljänneksellä vaimean globaalin kysynnän jarruttaessa vientiä edelleen. Tavaraviennin kasvu on todennäköisesti ollut palveluviennin kasvua hitaampaa, mikä kuvastaa edelleen Euroopan kaasukriisistä johtuvaa kilpailukyvyn heikkenemistä. Korkealla energian hinnalla on todennäköisesti ollut tärkeä rooli euroalueen viennin heikon kehityksen taustatekijänä viime vuosina, sillä eri toimialojen vientimarkkinaosuuksien muutokset vuodesta 2019 lähtien näyttävät korreloivan negatiivisesti toimialojen energiantensiteetin kanssa. Korrelaatio on erityisen voimakasta Kiinassa, jossa euroalueen vientimarkkinaosuuden menetykset ovat olleet tuntuvia. Jatkossa viennin voi odottaa kehittyvän samaa tahtia ulkomaisen kysynnän kanssa. Kyselyindikaattorien mukaan euroalueen vienti kuitenkin pysyy heikkona lyhyellä aikavälillä. Sekä tehdasteollisuustuotteiden että palvelujen uudet vientitilaukset kasvoivat toukokuussa 2024, mutta indikaattori pysyi kuitenkin nollakasvua kuvaavan rajan alapuolella (kuvio 5, kohdat a ja b). Euroalueen kotimaisen kysynnän vahvistumisesta huolimatta tuonnin kasvu oli vähäistä ja tavaravolyymit supistuivat edelleen pudoten 1,7 % vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä. Ensimmäisellä vuosineljänneksellä nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli positiivinen, mikä kertoo viennin olleen tuontia vahvempaa. Tuontihintojen laskun ja vientihintojen elpymisen yhteisvaikutuksesta vaihtosuhte todennäköisesti paranee jälleen.

Euroalueen talouden odotetaan elpyvän vuoden 2024 mittaan pitkälti yksityisen kulutuksen voimalla.

Elpyminen saa tukea reaalityulojen kasvusta inflaation hidastumisen ja palkkojen nousun sekä vaihtosuhteen paranemisen myötä. Vaikka nettoviennin alkuvuonna 2024 tarjoama kasvusysäys johtui suurelta osin vuoden 2023 lopun tilapäiseen notkahdukseen liittyvästä volatiliiteetista, ulkomaisen kysynnän odotetaan jatkavan kasvuaan ja tukevan euroalueen vientiä. Keskipitkällä aikavälillä elpymisen odotetaan saavan tukea myös rahapolitiikan taannoisen kiristymisen vaikutusten jäämisestä taakse sekä rahoitusolojen odotetusta helpottumisesta markkinoiden korko-odotusten mukaisesti. Lisäksi kasvu saa tukea työmarkkinoiden vahvuudesta, kun työttömyys laskee edelleen arviointijakson mittaan historiallisen matalalle tasolle.

Euroalueen talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 kokonaistaloudellisissa arvioissa BKT:n odotetaan kasvavan

0,9 % vuonna 2024, 1,4 % vuonna 2025 ja 1,6 % vuonna 2026. BKT:n kasvu vuonna 2024 on nyt arvioitu nopeammaksi kuin maaliskuun 2024 asiantuntija-arvioissa, sillä alkuvuoden kehitys oli odotettua myönteisempää ja myös tuoreimmat tiedot viittaavat kasvun vahvistumiseen. BKT:n kasvuarviota vuodelle 2025 on tarkistettu hieman alaspäin, mutta vuotta 2026 koskeva arvio on pysynyt ennallaan.

3 Hinnat ja kustannukset

Toukokuussa 2024 euroalueen kokonaisinflaatio kiihtyi 2,6 prosenttiin maalisi- ja huhtikuun 2,4 prosentista. Useimmat pohjainflaatioindikaattorit laskivat edelleen huhtikuussa. Kotimaiset kustannuspaineet kiristyivät vuoden ensimmäisellä neljänneksellä yritysten tulosten heikkenemisen myötä. Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset pysyivät jokseenkin ennallaan toukokuussa, jolloin niiden useimmat indikaattorit olivat 2 prosentin tuntumassa. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen vuotuinen inflaatiovauhti hidastuu asteittain ja on keskimäärin 2,5 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026.

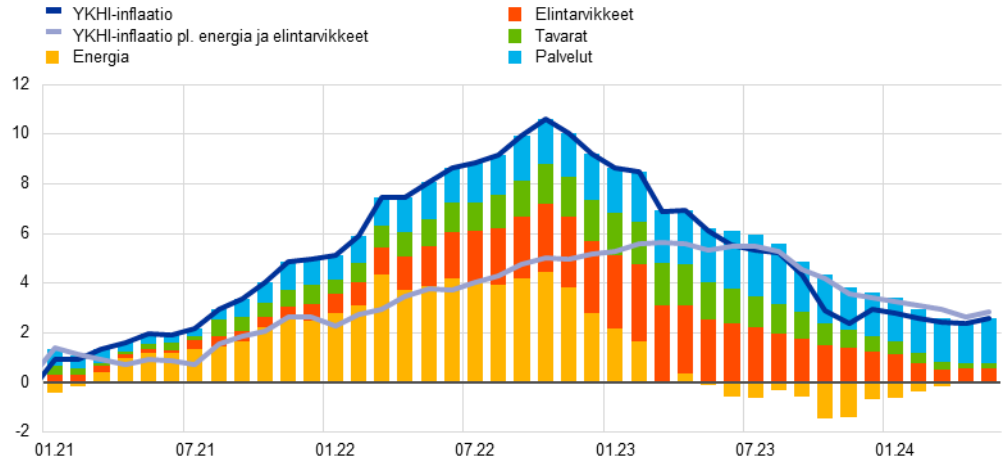
Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattu kokonaisinflaatio kiihtyi euroalueella toukokuussa 2,6 prosenttiin (Eurostatin pika-arvion mukaan) huhtikuun 2,4 prosentista (kuvio 9)⁸. Kokonaisinflaation kiihtyminen johtui energian ja palvelujen inflaation kiihtymisestä, kun taas elintarvikkeiden sekä muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatiovauhdit helpottivat. Energian hinnan vuotuinen muutosvauhti kiihtyi toukokuussa 0,3 prosenttiin oltuaan edellisten 12 kuukauden ajan negatiivinen. Tämä johtui vertailuajankohdan vaikutuksesta, sillä energian hinta laski merkittävästi toukokuussa 2023. Elintarvikkeiden inflaatio helpottui edelleen toukokuussa 2,6 prosenttiin huhtikuun 2,8 prosentista. Hidastuminen johtui jalostettujen elintarvikkeiden hintojen vuotuisen muutosvauhdin hidastumisesta, kun taas jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vuotuinen muutosvauhti kiihtyi. YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) kiihtyi toukokuussa 2,9 prosenttiin huhtikuun 2,7 prosentista, minkä syynä oli palvelujen inflaation kiihtyminen 4,1 prosenttiin edelliskuun 3,7 prosentista. Sekä jalostettujen elintarvikkeiden että muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaation vaimeneminen johtui toimitusketjun hintapaineiden helpottumisesta, kun taas voimakkaampana pysynyt palvelujen inflaatio johtui muun muassa työvoimakustannusten suuremmasta vaikutuksesta kyseiseen erään.

⁸ Kokonaisinflaatio mitataan yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) mukaan.

Kuvio 9

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

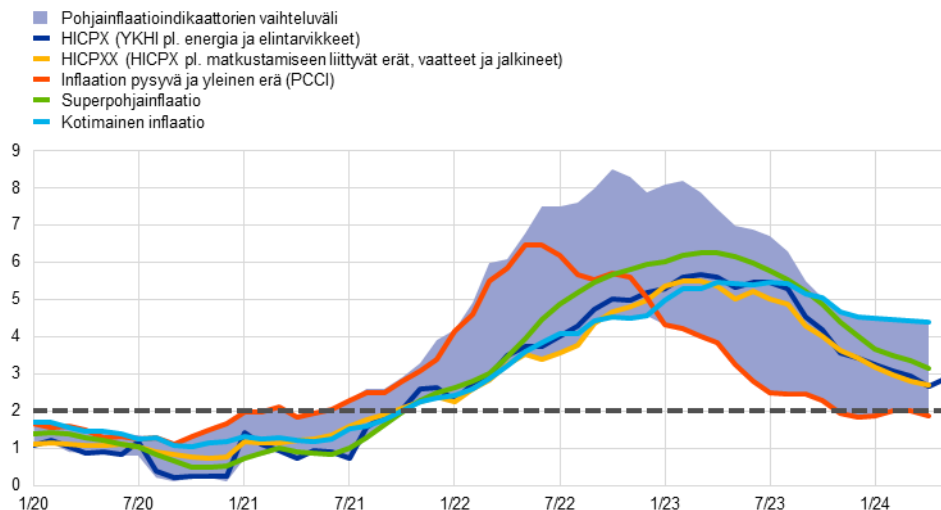
Huom. Tavaroilla tarkoitetaan muita teollisuusshyödykkeitä kuin energiaa (NEIG). Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2024 (pika-arvio).

Useimmat pohjainflaatioindikaattorit ovat jatkaneet laskuaan, kun taannoisten suurten sokkien vaikutukset ovat jääneet taakse ja kysyntä on heikentynyt kireän rahapolitiikan myötä (kuvio 10). Pohjainflaatioindikaattorit olivat huhtikuussa 1,9–4,4 %; vaihteluvälin alimpana oli inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) ja ylimpänä kotimainen inflaatio (josta on suljettu pois korkean tuontisisällön YKHI-erät). HICPXX-inflaatio (YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja) hidastui huhtikuussa 2,7 prosenttiin maaliskuun 2,8 prosentista. Syklisistä YKHI-eristä koostuva vuotuinen superpohjainflaatio hidastui huhtikuussa 3,1 prosenttiin maaliskuun 3,4 prosentista, kun taas mallipohjainen inflaation pysyvä ja yleinen erä laski samaan aikaan 1,9 prosenttiin 2,0 prosentista. Kotimaisen inflaation indikaattori on pysynyt sitkeimmin korkeimmalla eli 4,4 prosentissa sekä maaliskuu- että huhtikuussa 2024. Tämä johtui siitä, että indikaattori sisältää korkeilla painoilla vakuutus- ja terveyspalvelujen kaltaisia palvelueriä, joiden hintoja tyypillisesti säädellään harvemmin ja jotka ovat reagoineet aiempaan kustannusten nousuun vasta viipeellä.

Kuvio 10

Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjaininflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; HICPX, HICPXX, kotimainen inflaatio, YKHI:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKHI:n keskitetty keskiarvo (30 %), PCCI, superpohjaininflaatio sekä YKHI:n painotettu mediaani. Harmaa katkoviiva osoittaa EKP:n keskipitkän aikavälin kahden prosentin inflaatiotavoitetta. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2024 HICPX:stä (pika-arvio) ja muista eristä huhtikuulta 2024.

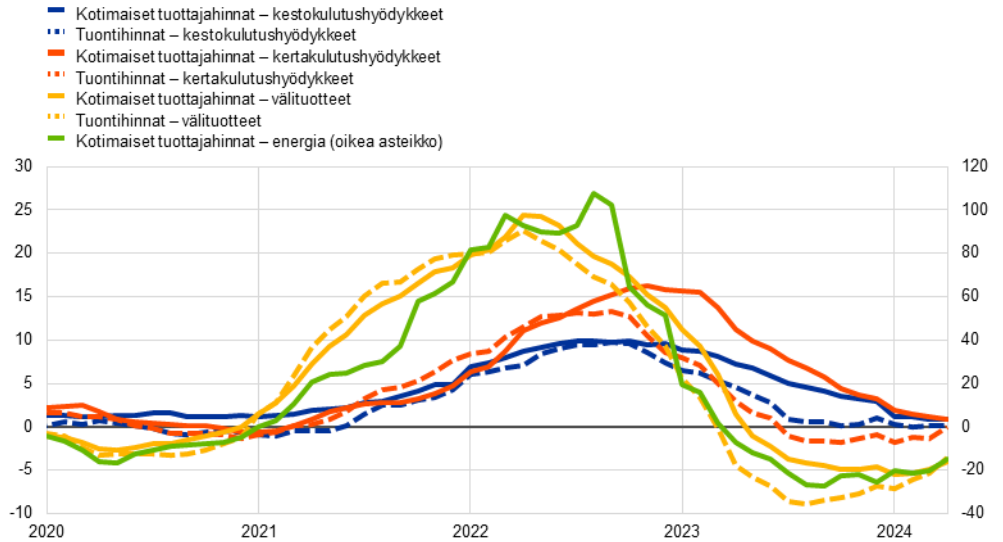
Hinnoitteluketjun paineet jatkoivat enimmäkseen helpottumistaan, kun taannoisten sokkien kumulatiiviset vaikutukset hälventyivät edelleen (kuvio 11).

Hinnoitteluketjun alkupäässä energian tuottajahintainflaatio, joka on ollut negatiivinen maaliskuusta 2023 lähtien, nousi huhtikuussa -14,7 prosenttiin maaliskuun -20,3 prosentista. Myös välituotteiden kotimarkkinakaupan tuottajahintojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi negatiivisena (huhtikuussa -3,9 % ja maaliskuussa -4,8 %). Sama pätee myös välituotteiden tuontihintainflaatioon (tammikuussa -3,5 % ja joulukuussa -5,4 %). Samaan aikaan edempänä hinnoitteluketjussa kestokulutushyödykkeiden kotimainen tuottajahintainflaatio vakiintui maaliskuu–huhtikuussa 1,0 prosenttiin oltuaan helmikuussa 1,1 %, ja vastaava tuontihintainflaatio oli maaliskuu–huhtikuussa 0,2 % oltuaan helmikuussa nolla. Myös kertakulutushyödykkeiden tuottajahintainflaatio kertoi kasaantuneiden hintapaineiden helpottamisesta, sillä se laski huhtikuussa edelleen 0,9 prosenttiin. Kertakulutushyödykkeiden tuontihintojen vuotuinen kasvuvauhti oli huhtikuussa nollassa oltuaan maaliskuussa -1,3 %. Kertakulutushyödykkeiden erä sisältää elintarvikevalmisteet, joiden tuottajahintojen vuotuinen muutosvauhti hidastui aiemmin muita hyödykkeitä nopeammin. Sitten elintarvikevalmisteiden hintakehitys on kuitenkin lähentynyt muiden tuotteiden vaimeaa inflaatiiovauhtia.

Kuvio 11

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2024.

Tuoreimpien arviointihetkellä käytettävissä olleiden tietojen mukaan BKT:n deflaattorilla mitatut kotimaiset hintapaineet ovat alkaneet helpottua. BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä 5,1 prosenttiin edellisen neljänneksen 6,0 prosentista, kun yksikkökohtaisten voittojen ja työvoimakustannusten kontribuutiot pienenivät (kuvio 12).

Yksikkötyökustannusten vaikutuksen pieneneminen johtui työn tuottavuuden negatiivisen kehityksen lievenemisestä ja palkkojen kasvun hidastumisesta työvoimakustannuksilla työntekijää kohden mitattuna, sillä näiden kustannusten kasvu hidastui vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä 4,9 prosenttiin edellisen neljänneksen 5,3 prosentista.⁹ Vastaavasti tehtyä työtuntia kohden lasketuilla työvoimakustannuksilla mitattu palkkojen kasvu hidastui 4,7 prosenttiin edellisen neljänneksen 5,1 prosentista. Yksikkövoitoista ja työvoimakustannuksista johtuvia laskupaineita tasoitti osittain yksikkökohtaisten nettoverojen kontribuution kasvu, joka johtui yksikköverojen noususta ja yksikkökohtaisten subventioiden entistä negatiivisemmasta kasvusta. Samaan aikaan sopimuspalkkojen kasvu kiihtyi ensimmäisellä vuosineljänneksellä 4,7 prosenttiin hidastuttuaan viime vuoden viimeisellä neljänneksellä 4,5 prosenttiin. Kiihtyminen johtui sekä palkkojen asteittaisesta sopeutumisesta taannoisiin inflaatiolosoihin että työmarkkinoiden kireydestä. Tuoreimmat työehtosopimukset puolestaan kertovat palkkapaineiden asteittaisen helpottumisen jatkumisesta, vaikka niiden odotetaan pysyvän

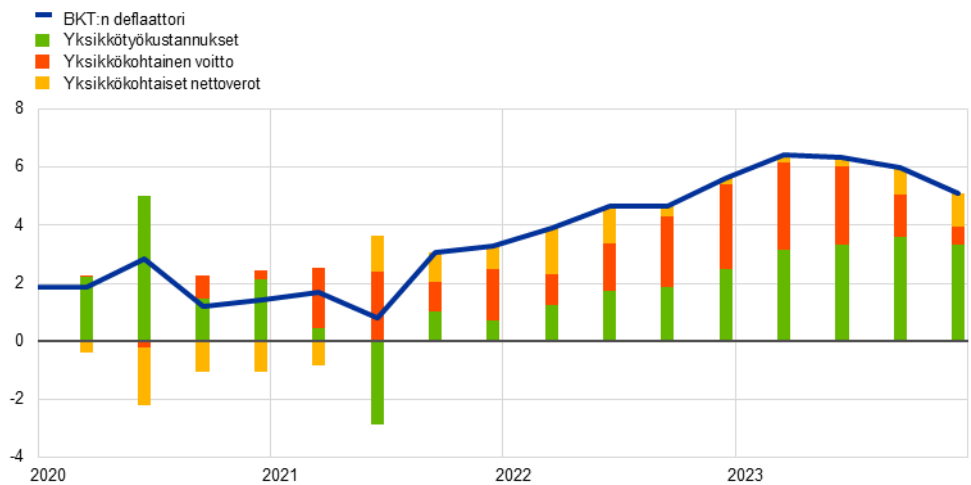
⁹ Tämän *Taloussatsauksen* viimeinen aineistopäivä oli 5.6.2024. 7.6.2024 julkistettujen kansantalouden tilinpidon tietojen mukaan työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu kiihtyi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä (5,0 prosenttiin edellisen neljänneksen 4,9 prosentista) ja yksikkötyökustannusten vuotuinen kasvu hidastui (5,7 prosenttiin edellisen neljänneksen 6,0 prosentista). BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti hidastui edelleen 3,6 prosenttiin vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä oltuaan 5,1 % vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä.

loppuvuoden 2024 jokseenkin koholla.¹⁰ Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten vuotuisen kasvun arvioidaan olevan keskimäärin 4,8 % vuonna 2024. Sitten sen odotetaan hidastuvan edelleen arviointijakson mittaan mutta kuitenkin pysyvän historiallista keskiarvoaan korkeampana, mikä johtuu työmarkkinoiden pysymisestä kireinä, inflaatiokompensaatiosta ja minimipalkkojen korotuksista.

Kuvio 12

BKT:n deflaattorin hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä. Työntekijää kohden lasketuilla palkansaajakorvauksilla on yksikkötyökustannuksia lisäävä vaikutus ja työvoiman tuottavuudella puolestaan negatiivinen vaikutus.

Pidempiaikaisten inflaatio-odotusten kyselypohjaiset indikaattorit pysyvät kahden prosentin tasolla ja myös markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit pysyvät jokseenkin ennallaan enimmäkseen 2 prosentin tuntumassa (kuvio 13).

Sekä EKP:n vuoden 2024 toisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen että EKP:n kesäkuun 2024 Survey of Monetary Analysts -kyselytutkimuksen mukaan keskimääräinen pidemmän aikavälin inflaatio-odotus (vuodelle 2028) oli 2,0 %. Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit (jotka perustuvat YKHI-inflaatioon pl. tupakka) pysyivät termiinikäyrän pitkässä päässä verrattain vakaina: viiden vuoden inflaatioidon swapkorko viiden vuoden päästä oli noin 2,3 % eli selvästi alle elokuun 2023 alussa saavutetun huippulukeman, joka oli korkein moneen vuoteen. On kuitenkin syytä huomata, etteivät markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit kuvaa pelkästään markkinaosapuolten aitoja inflaatio-odotuksia, vaan ne sisältävät myös inflaatoriskipreemioita. Mallipohjaiset aitojen inflaatio-odotusten indikaattorit, joista inflaatoriskipreemiot on puhdistettu, kertovat markkinaosapuolten odottavan noin 2 prosentin inflaatiota pitkällä aikavälillä. Euroalueen lyhyen aikavälin inflaation markkinapohjaisten indikaattorien mukaan sijoittajat odottavat inflaation hidastuvan edelleen vuonna 2024 ja olevan vuoden loppupuoliskolla keskimäärin 2,1 %. Yhden vuoden eteenpäin katsova inflaatioidon swapkorko vuoden päästä pysyi

¹⁰ Ks. Górnicka ja Koester (toim.), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper* -julkaisusarja, nro 338, helmikuu 2024.

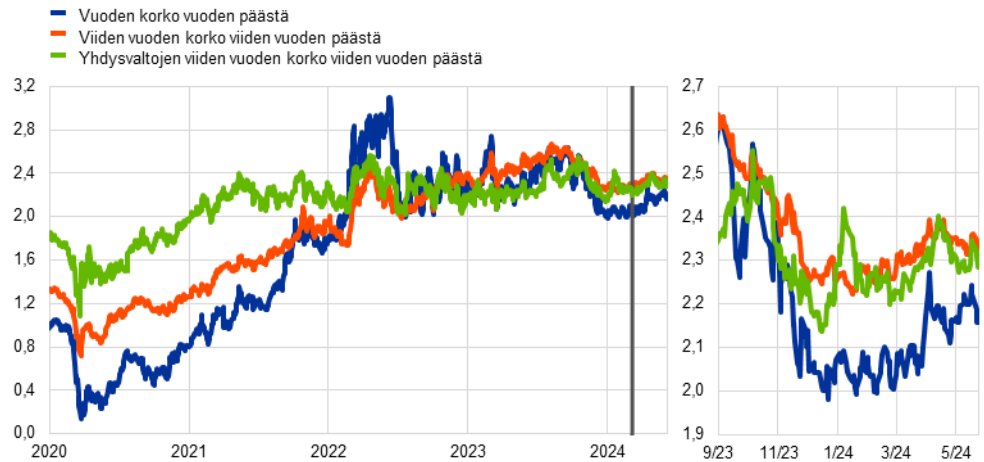
suunnilleen ennallaan ja oli 2,2 %. Samaan aikaan kuluttajien odotukset ovat yleisesti ottaen maltillistuneet hieman. EKP:n huhtikuun 2024 kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen mukaan mediaaniodotus ensi vuoden kokonaisinflaatiosta oli 2,9 % (maaliskuussa 3,0 %) ja myös kolme vuotta eteenpäin katsova odotus hidastui 2,4 prosenttiin maaliskuun 2,5 prosentista.

Kuvio 13

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ja kuluttajien inflaatio-odotukset

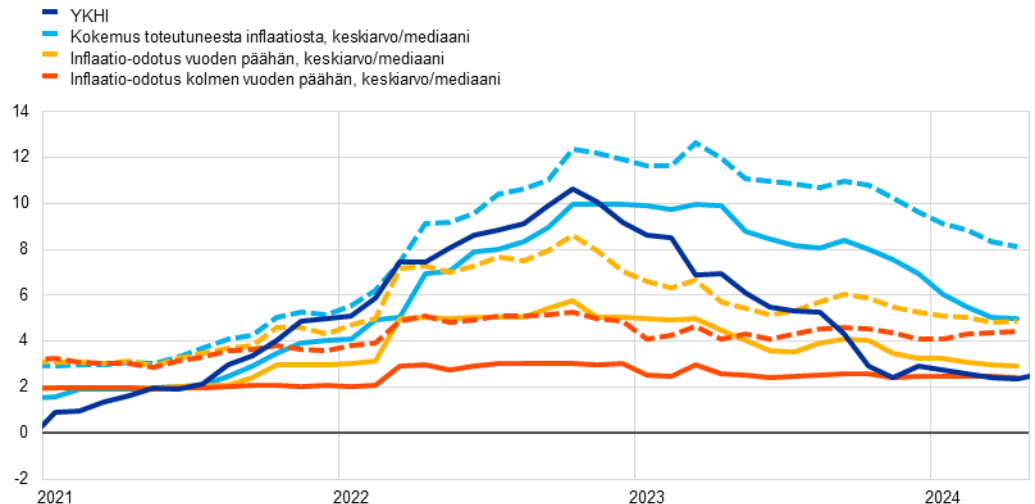
a) Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



b) Kokonaisinflaatio ja EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus (Consumer Expectations Survey, CES) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohta a osoittaa inflaatioidonnoisten koronvaihtosopimusten termiinkorot eri juoksuaajoille euroalueella ja tuotot yhdistävän viiden vuoden inflaatiovauhdin viiden vuoden kuluttua Yhdysvalloissa. Pystysuora harmaa viiva osoittaa arviointijakson alun 7.3.2024. Kohdassa b) katkoviivat kuvaavat keskiarvoa ja yhtenäiset viivat mediaania. Tuoreimmat havainnot termiinkoroista ovat ajankohdalta 5.6.2024, YKHIstä toukokuulta 2024 (pika-arvio) ja muista tiedoista huhtikuulta 2024.

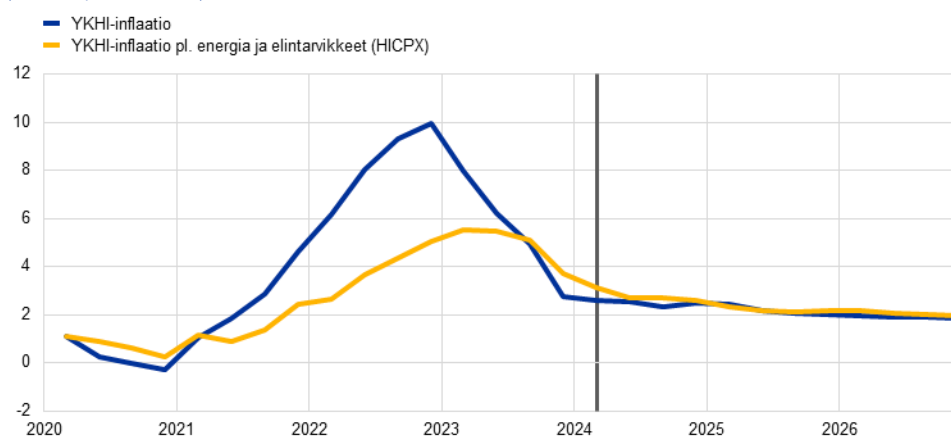
Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen vuotuisen kokonaisinflaation arvioidaan jatkavan hidastumistaan ja olevan 2,5 % vuonna 2024, 2,2 % vuonna 2025 ja 1,9 %

vuonna 2026 (kuvio 14).¹¹ Maltillistuminen liittyy toimitusketjun hintapaineiden hiipumiseen ja rahapolitiikan kiristymisen vaikutukseen. Se saa tukea työvoimakustannusten kasvun heikkenemisestä ja energiakriisin vaikutusten väistymisestä. Maaliskuun 2024 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna kokonaisinflaatioennustetta on korotettu 0,2 prosenttiyksikköä vuosille 2024 ja 2025, mikä johtuu pääasiassa energian hintakehitykseen liittyvistä vertailuajankohdan vaikutuksista sekä energiaan liittyneiden finanssipoliittisten toimien päättymisestä. YKHI-inflaation pl. energia ja elintarvikkeet arvioidaan hidastuvan siten, että se on keskimäärin 2,8 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 2,0 % vuonna 2026. Maaliskuuhun 2024 verrattuna arviota on korotettu 0,2 prosenttiyksikköä vuodelle 2024 ja 0,1 prosenttiyksikköä vuodelle 2025.

Kuvio 14

Euroalueen YKHI-inflaatio ja YKHI-inflaatio pl. energia ja elintarvikkeet

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2024).

Huom. Harmaa pystysuora viiva osoittaa viimeistä vuosineljänneistä ennen arviointijakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja viimeisimmät arviot koskevat vuoden 2026 viimeisestä neljänneestä. Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arviot viimeisteltiin 22.5.2024, ja niiden tekniset oletukset perustuvat 15.5.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin. Sekä historialliset että nykyiset YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot ovat neljännesvuotuisia.

¹¹ Ks. lisätietoja artikkelista "Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2024)".

4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

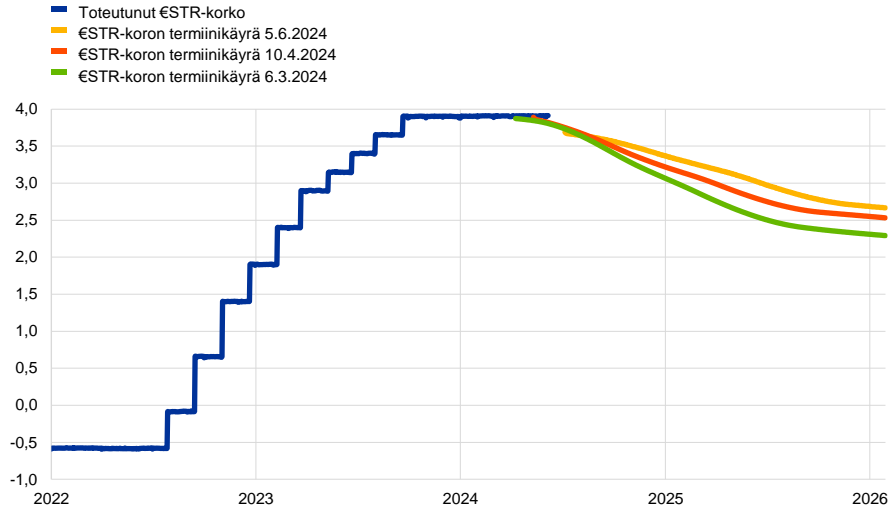
Tarkastelujaksolla (7.3.–5.6.2024) euroalueen rahoitusmarkkinoita hallitsivat edelleen odotukset inflaation hidastumisvauhdista ja sen vaikutuksista EKP:n ohjauksorkojen mahdollisten laskujen ajoitukseen ja suuruuteen. Lyhyet riskittömät korot nousivat muissa paitsi kaikkein lyhimmissä maturiteeteissa, kun markkinaosapuolet maltillistivat rahapolitiikan keventämistä koskevia odotuksiaan talouskehityksen osoittauduttua yllättäväksi Atlantin molemmin puolin. Euromääräisen lyhyen koron (€STR) aikarakennetta kuvaava käyrä eli termiinikäyrä pysyi jokseenkin ennallaan lyhyissä maturiteeteissa. Siinä näkyi lähes täysimääräisenä markkinaosapuolten odotus ohjauksorkon laskemisesta 0,25 prosenttiyksiköllä EKP:n neuvoston kesäkuun rahapolitiikkakokouksessa. Markkinaosapuolten odotukset laskivat loppuvuoden koronlaskujen osalta, ja niiden odotetaan nyt olevan yhteensä 0,65 prosenttiyksikköä. Termiinikäyrän perusteella korkojen lasku päättyisi 2–2,5 prosentin tasolle vuoden 2026 loppuun mennessä. Myös pidemmät riskittömät korot nousivat hieman. Valtioiden joukkolainojen tuotot kehittyivät lähes samaan tahtiin riskittömien korkojen kanssa, kun joukkolainojen tuottoerojen hajonta OIS-korkoon nähden pysyi lähes ennallaan ja sijoittajat ostivat edelleen runsaasti joukkolainoja, joiden liikkeeseenlaskuvolyymit pysyivät suurina. Euroalueen osakehinnat nousivat edelleen. Ne saivat tukea kohentuneista tulosodotuksista ja vahvasta riskinottohalukkuudesta, vaikka geopoliittiset jännitteet olivatkin edelleen huomattavat. Euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui yleisesti valuuttamarkkinoilla mutta pysyi pääosin ennallaan Yhdysvaltain dollariin nähden.

Yön yli -indeksiswapkoron (OIS-koron) aikarakennetta kuvaava käyrä eli termiinikäyrä on siirtynyt ylöspäin EKP:n neuvoston maaliskuisen kokouksen jälkeen, kun markkinaosapuolten odotukset vuoden 2024 koronlaskuista muuttuivat maltillisemmiksi (ks. kuvio 15). Euromääräisten markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) oli tarkastelujakson aikana 3,9 % mukailien talletusmahdollisuuden korkoa, jonka EKP:n neuvosto on pitänyt 4 prosentissa syyskuun 2023 rahapoliittisesta kokouksesta lähtien. Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni noin 302 miljardilla eurolla aikavälillä 7.3.2024–4.6.2024 ja oli 3 198 miljardia euroa. Se johtui pääasiassa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) maaliskuussa suoritetuista takaisinmaksuista sekä vähemmässä määrin myös omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistusten vähenemisestä, kun eurojärjestelmä ei enää sijoita omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa uudelleen. €STR-viitekorkoon perustuvan OIS-koron aikarakennetta kuvaavassa käyrässä näkyi lyhyissä maturiteeteissa lähes täysimääräisenä markkinaosapuolten odotus siitä, että ohjauksorkon ensimmäinen 0,25 prosenttiyksikön lasku tapahtuu kesäkuun rahapolitiikkakokouksessa. OIS-korot, jotka ulottuvat seuraavien EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokousten ajankohtiin, ovat puolestaan nousseet maaliskuun kokouksen jälkeen. Tämä kehitys osoittaa markkinaosapuolten odottavan, että loppuvuonna koronlaskuja toteutetaan aiemmin arveltua vähemmän ja myöhemmin. Maaliskuussa termiinikäyrä osoitti markkinaosapuolten odottavan yhteensä noin 1,00 prosenttiyksikön suuruisia koronlaskuja vuonna 2024, ja nyt odotuksena on käyrän perusteella yhteensä noin 0,65 prosenttiyksikön lasku.

Kuvio 15

€STR-termiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Huom. Termiinikäyrä on estimoitu €STR-viitekorkoon perustuvien OIS-spotkorkojen perusteella.

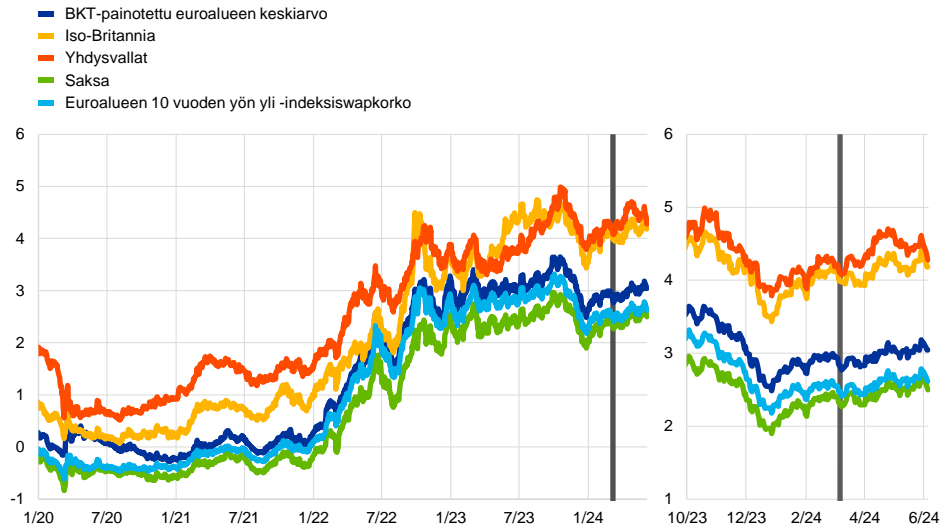
Euroalueen pitkät riskittömät korot nousivat hieman, joskin vähemmän kuin Yhdysvaltain vastaavat korot (ks. kuvio 16).

Euroalueen pitkät riskittömät korot nousivat huomattavasti tarkastelujakson alkupuoliskolla pääasiassa Yhdysvaltain korkonäkymien muututtua ja laskivat sitten hieman. Euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko nousi huhtikuun loppuun mennessä 0,30 prosenttiyksikköä ja oli tarkastelujakson päätteeksi noin 2,6 % eli 0,16 prosenttiyksikköä korkeammalla kuin maaliskuun rahapolitiikkakokouksen aikaan. Yhdysvalloissa pitkien riskittömien korkojen vaihtelu oli merkittävämpää, ja ne nousivat tarkastelujakson aikana selvemmin, etenkin kuluttajahintaindeksin julkaisupäivinä. Yhdysvaltain valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto nousi 0,19 prosenttiyksikköä ja oli 4,3 %, joten euroalueen ja Yhdysvaltojen pitkien riskittömien korkojen ero pysyi suurin piirtein ennallaan. Ison-Britannian valtion joukkolainojen tuotto nousi niin ikään 0,19 prosenttiyksikköä ja oli 4,2 %.

Kuvio 16

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

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

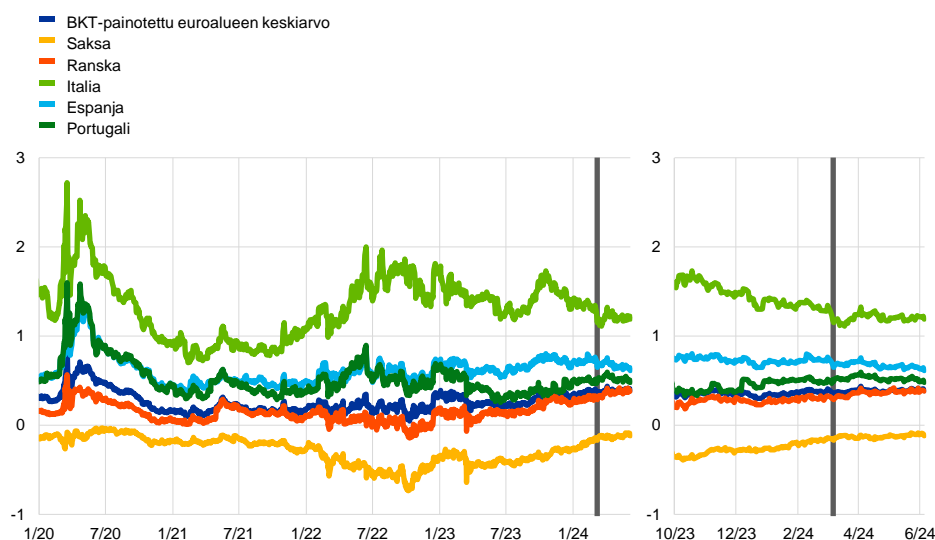
Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 7.3.2024. Tuoreimmat havainnot 5.6.2024.

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot kehittyivät pääpiirteissään samaa tahtia riskittömien korkojen kanssa, eivätkä valtioiden joukkolainojen tuottoerot juuri muuttuneet (ks. kuvio 17). Tarkastelujakson lopussa euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuotto oli noin 0,24 prosenttiyksikköä korkeampi (noin 3,04 %), joten sen tuottoero €STR-viitekorkoon perustuvaan OIS-korkoon nähden kasvoi vain 0,05 prosenttiyksikköä. Valtioiden joukkolainojen tuottoerot muuttuivat tarkastelujakson aikana vain vähän eri maissa, myös huonomman luottoluokituksen saaneissa euroalueen maissa. Valtioiden joukkolainojen markkinat olivat tarkastelujakson aikana vakaat, ja liikkeeseenlaskuvolyymit olivat poikkeuksellisen suuret. Sijoittajat tekivät mittavia sijoituksia joukkolainoihin tuottojen varmistamiseksi ennen ennakoidun ohjauskorkojen laskemissyklin alkua.

Kuvio 17

Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot €STR-viitekorkoon perustuvaan 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorkoon (OIS) nähden

(prosenttiyksiköitä)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 07.3.2024. Tuoreimmat havainnot 5.6.2024.

Yritysten high yield -luokan joukkolainojen tuottoerot kapenivat maltillisesti riskinottohalun pysyessä yleisesti vahvana.

Tarkastelujakson aikana yritysten high yield -luokan joukkolainojen tuottoerot kapenivat 0,14 prosenttiyksikköä. Rahoituslaitosten osalta ne kapenivat 0,23 prosenttiyksikköä ja muiden yritysten osalta 0,12 prosenttiyksikköä. Investointiluokan joukkolainoissa tuottoerot vaihtelivat jonkin verran ja olivat tarkastelujakson päätteeksi 0,08 prosenttiyksikköä pienemmät kuin tarkastelujakson alussa. High yield -luokassa paremman luokituksen (B–BB) saaneiden joukkolainojen tuottoerot olivat edelleen selvästi pitkän aikavälin mediaanin alapuolella, vaikka ennakoitujen maksukyvyttömyystapauksien määrä tässä markkinasegmentissä onkin viime kuukausina noussut. Euroalueen yrityssektorin kestävyys on auttanut pitämään joukkolainojen rahoituskustannukset hallinnassa.

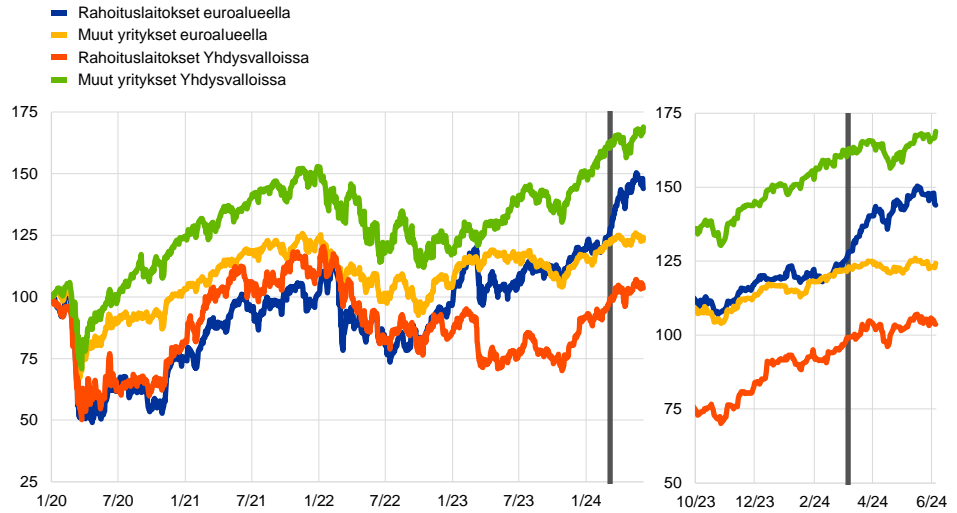
Euroalueen osakehinnat nousivat edelleen hieman, vaikka makrotalouden näkymät olivatkin erittäin epävarmat ja diskonttorot nousivat hieman (ks. kuvio 18).

Tarkastelujakson aikana sekä euroalueen että Yhdysvaltain laajat osakemarkkinaindeksit nousivat edelleen huolimatta voimakkaiden geopoliittisten jännitteiden jatkumisesta. Euroalueen indeksi nousi noin 2,5 % ja Yhdysvaltain 3,8 %. Euroalueen osakehintoja tukivat alhaisemmat osakkeiden riskipreemiot ja suuremmat tulosodotukset sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä, mikä vaikutti huomattavasti diskonttokorkojen nousua enemmän. Tarkastelujaksolla yritysten osakehinnat nousivat euroalueella 0,9 % ja Yhdysvalloissa 3,6 %. Euroalueen pankkiosakkeiden hinnat nousivat 12,4 % eli edelleen vahvemmin kuin Yhdysvalloissa, jossa nousu oli 4,5 %.

Kuvio 18

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2020 = 100)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 7.3.2024. Tuoreimmat havainnot 5.6.2024.

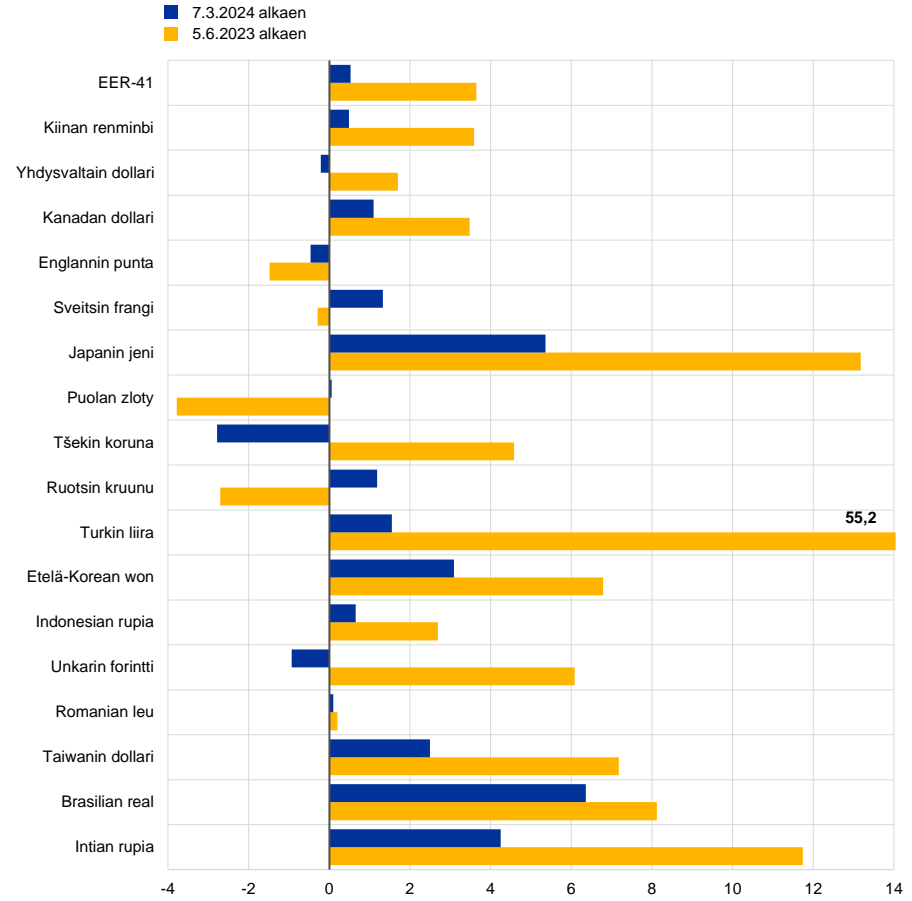
Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui yleisesti jonkin verran, mutta pysyi pääosin ennallaan Yhdysvaltain dollariin nähden (ks. kuvio 19).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 41 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui tarkastelujaksolla 0,5 %. Euron kurssin hienoinen nousu johtui ennen kaikkea vahvistumisesta useiden kehittyneiden talouksien valuuttoihin nähden. Euro vahvistui 5,2 % Japanin jeniin nähden, 1,3 % Sveitsin frangiin nähden, 1,2 % Ruotsin kruunuun nähden ja 1,1 % Kanadan dollariin nähden. Taustalla oli vaihteleva rahapolitiikan kehitys eri maissa. Esimerkiksi Sveitsin keskuspankki laski ohjaukorkoja 0,25 prosenttiyksiköllä maaliskuussa, Ruotsin keskuspankki laski toukokuun kokouksessaan keskeistä ohjaukorkoaan 4,00 prosentista 3,75 prosenttiin ja Kanadan keskuspankki laski ohjaukorkoa 0,25 prosenttiyksiköllä 4,75 prosenttiin 5.6.2024. Euron kurssi heikkeni 0,4 % prosenttia Englannin puntaan nähden, kun markkinaosapuolten odotukset Englannin keskuspankin mahdollisten koronlaskujen ajoituksesta muuttuivat. Euro pysyi verrattain vakaana Yhdysvaltain dollariin nähden (-0,2 %), vaikkakin se vaihteli hieman tarkastelujakson aikana.

Kuvio 19

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(vuotuisia prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP.

Huom. EER-41 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 41 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 5.6.2024 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

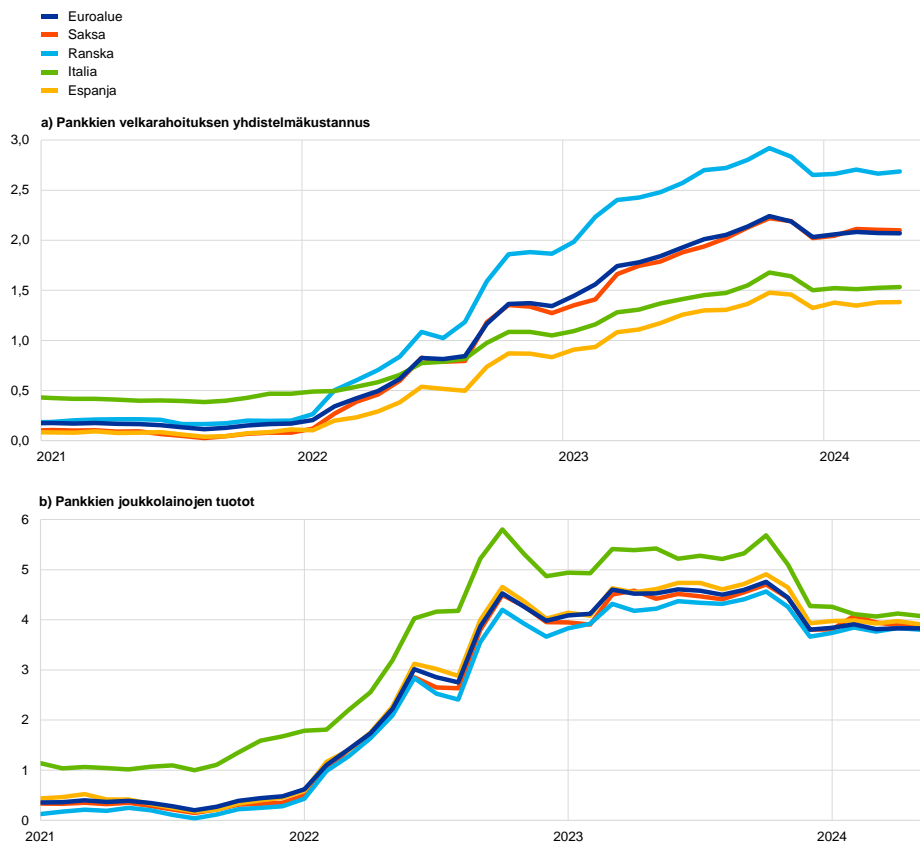
Euroalueen pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus pysytteli huhtikuussa 2024 vakaana ja korkealla tasolla ja pankkien antolainauskorot pysyivät korkeina. Muiden yritysten kuin rahoituslaitosten markkinaehtoisien velkarahoituksen ja osakerahoituksen kustannus kasvoi aikavälillä 7.3.–5.6.2024. Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille vakautui huhtikuussa alhaiselle tasolle korkeiden lainakorkojen, heikon talouskasvun ja tiukkojen luotonantokriteerien vaikutuksesta. Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvutahti jatkoi asteittain elpymistään, jota vauhdittivat mittavat nettomääräiset sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta.

Euroalueen pankkien varainhankintakustannukset pysyivät tavanomaiseen tasoonsa nähden suurina. Varainhankintakustannukset pysyivät suurina varainhankinnan koostumuksen jatkaessa painottumistaan kalliimpiin rahoituslähteisiin. Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus pysyi huhtikuussa 2024 ennallaan maaliskuun tasolla eli 2,07 prosentissa (kuvion 20 kohta a). Pankkien joukkolainojen tuotot kasvoivat huhtikuussa hivenen, ja yhteenlasketut talletuskorot, jotka muodostavat suurimman osan pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannuksesta, pysyivät ennallaan (kuvion 20 kohta b). Tämän kehityksen taustalla on huomattavia maakohtaisia eroja sekä vaihtelua eri instrumenttien ja sektorien välillä. Yön yli -talletusten korot pysyivät huhtikuussa vakaina, kun taas enintään kahden vuoden määräaikaistalletusten korot laskivat, mikä kavensi hieman määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten suurta tuottoeroa. Lyhytaikaisten eli irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletusten korot nousivat kuitenkin lievästi.

Kuvio 20

Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

(prosentteja vuositasolla)



Lähteet: EKP, S&P Dow Jones Indices LLC ja/tai sen tytäryhtiöt sekä EKP:n laskelmat.
Huom. Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen painotettu keskiarvo. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna näiden talletuskantojen määrällä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot on päivätty huhtikuussa 2024 pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen osalta ja 5.6.2024 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta.

Yrityslainojen ja asuntolainojen korot pysyivät huhtikuussa 2024 vakaasti korkeina. Yrityslainojen korot pysyivät huhtikuussa ennallaan 5,18 prosentissa, vain hieman alle lokakuussa 2023 saavutetun 5,27 prosentin huipputasonsa (kuvio 21), joskin niiden kehitys vaihteli euroalueella maittain ja maturiteeteittain. Käänteisen tuottokäyrän myötä koronmääräytymisjaksoltaan pitempien lainojen korot pysyivät edelleen alhaisempina kuin koronmääräytymisjaksoltaan lyhyiden lainojen korot. Euroalueen yritysten pienten ja suurten lainojen korkoero kaventui huhtikuussa edelleen 0,23 prosenttiyksikköön eli alimmalle tasolle pandemian jälkeen, kun pienten lainojen korot laskivat ja suurten lainojen korot pysyivät ennallaan. Kotitalouksille myönnettyjen uusien asuntolainojen korot, jotka olivat laskeneet edellisinä neljänä kuukautena, pysyivät huhtikuussa ennallaan 3,80 prosentissa eli marraskuussa 2023 saavutetun 4,02 prosentin huipputasonsa alapuolella (kuvio 21). Tämä vakautuminen oli laajaa eri maturiteettisegmenteissä. Pankkien kotitalouksille myöntämien uusien kulutusluottojen korot nousivat huhtikuussa lievästi maaliskuun tasoltaan, joskin heilahdellen, ja yksityrittäjille myönnettyjen lainojen korot puolestaan laskivat hieman.

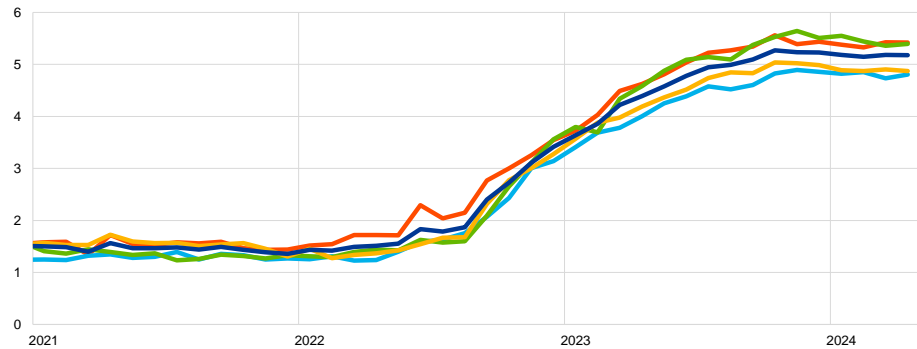
Kuvio 21

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin maissa

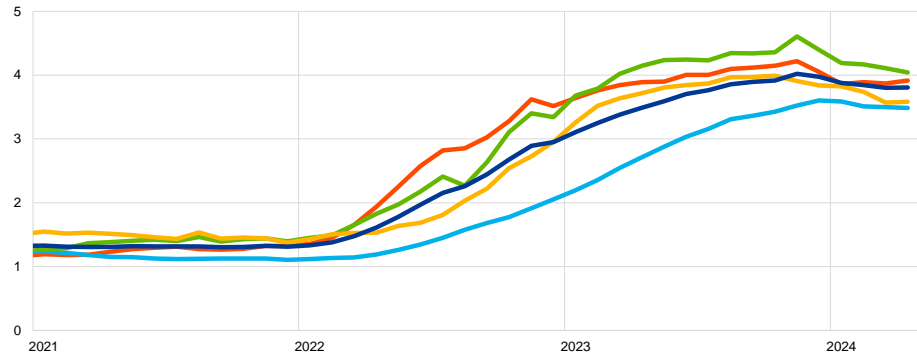
(prosentteja vuositasolla)



a) Yrityksille myönnettyjen lainojen korot



b) Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen korot



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pankkilainojen yhdistelmäkorot lasketaan lyhyt- ja pitkäaikaisten korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2024.

Tarkastelujaksolla 7.3.–5.6.2024 yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen kustannukset kasvoivat. Saatavilla olevien kuukausittaisen tietojen perusteella yritysten rahoituksen kokonaiskustannus – eli pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen yhdistelmäkustannus – oli huhtikuussa 6,2 % eli 0,20 prosenttiyksikköä suurempi kuin maaliskuussa, mutta edelleen pienempi kuin lokakuussa 2023, jolloin se oli suurimmillaan moneen vuoteen (kuvio 22).¹² Kokonaiskustannusindeksin nousuun vaikuttivat kaikki osatekijät lukuun ottamatta lyhytaikaisten lainojen kustannusta, joka pysytteli kutakuinkin ennallaan. Markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen kustannuksia koskevien päivittäistietojen mukaan molemmat indikaattorit nousivat aikavälillä 7.3.–5.6.2024. Markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoi hieman, kun muiden yritysten kuin rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerojen supistuminen ei kompensoinut riskittömien korkojen (joita edustaa 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko) nousua. Myös osakerahoituksen

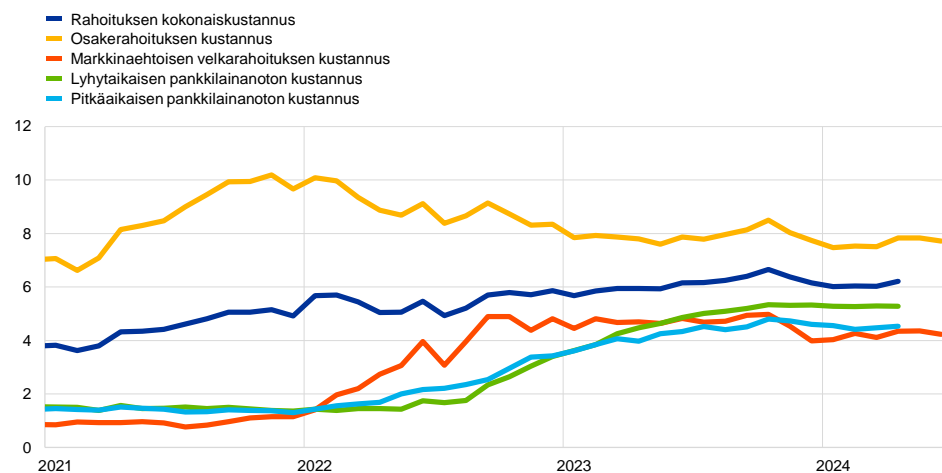
¹² Pankkilainanoton kustannuksesta saatavien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannuksesta on saatavilla tietoja vain huhtikuuhun 2024 asti.

kustannus kasvoi samalla aikavälillä, mihin vaikutti se, että riskittömät korot nousivat enemmän kuin osakerahoituksen riskipremio supistui (ks. osa 4).

Kuvio 22

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(prosentteja vuositasona)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu kuukausittaisista tiedoista pankkilainanoton (kuukausikeskiarvot), markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen (kuukausittaiset tiedot) kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrin perusteella. Tuoreimmat havainnot on päivätty 5.6.2024 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen ja osakerahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistiedot) sekä huhtikuussa 2024 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja lyhyt- ja pitkäaikaisen pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

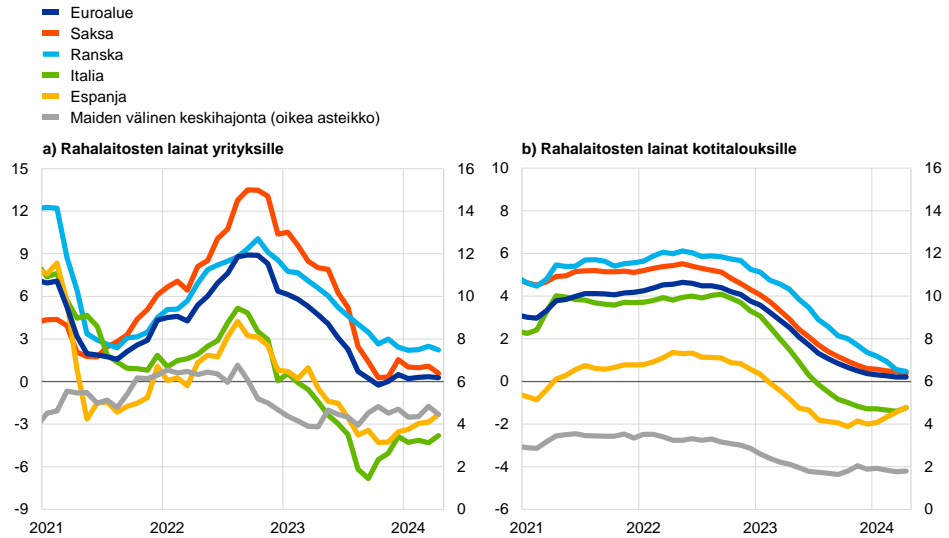
Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi huhtikuussa 2024 kutakuinkin nollassa korkeiden lainakorkojen, heikon talouskasvun ja tiukkojen luotonantokriteerien vaikutuksesta.

Yrityksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvu hidastui huhtikuussa lievästi eli 0,3 prosenttiin, kun se maaliskuussa oli 0,4 % (kuvion 23 kohta a). Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti pysyi huhtikuussa ennallaan 0,2 prosentissa (kuvion 23 kohta b). Kulutusluottojen kehitys pysyi vakaana, kun taas asuntolainojen kasvu oli lievästi positiivista, ja yksinyrittäjille myönnettyjen lainojen kasvuvauhti pysyi negatiivisena. EKP:n [kuluttajaodotuskysely](#) osoitti huhtikuussa 2024, että vastaajista edelleen suuri, joskin pienenevä, osuus koki luotonsaannin vaikeutuneen edellisten 12 kuukauden aikana ja odotti sen vaikeutuvan vielä enemmän seuraavien 12 kuukauden aikana. Lainanannon kasvun tämänhetkisessä heikkoudessa näkyy vuoden 2023 alusta asti vallinnut kasvun pysähtyneisyys, jonka taustalla ovat heikko kokonaiskysyntä, tiukat luotonantokriteerit ja kireän rahapolitiikan vaikutus antolainauskorkoihin.

Kuvio 23

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuiset prosenttimuutokset; keskihajonta)



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

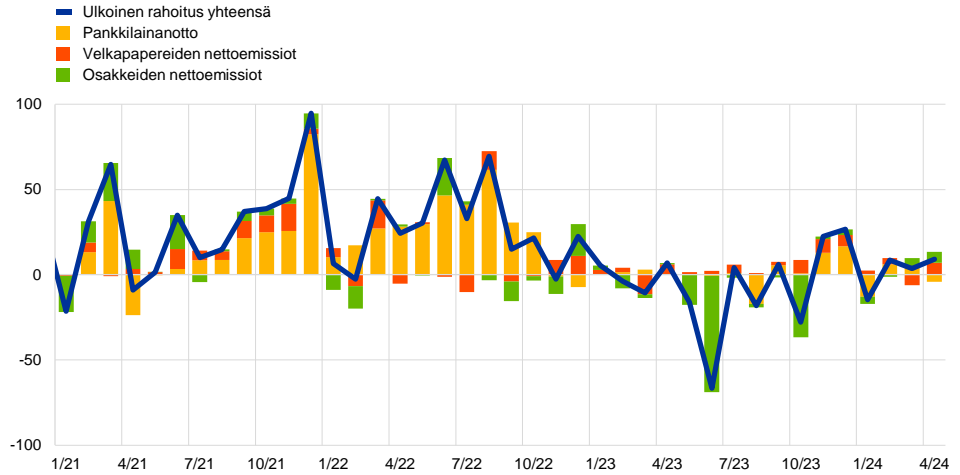
Huom. Rahalaitosten lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus; yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu myös laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2024.

Euroalueen yritysten nettomääräisen ulkoisen rahoituksen kasvu oli vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä ja huhtikuussa vaimeaa. Nettomääräiset ulkoiset rahoitusvirrat olivat edelleen pieniä tavanomaiseen keskimääräiseen tasoonsa verrattuna (kuvio 24). Tätä kehitystä selittää yritysten velkapaperien liikkeeseenlaskun ja pankkilainanoton vähäisyys, johon vaikuttavat heikko talouskasvu ja rajoittava rahapolitiikan mitoitus. Lyhytaikaisten lainojen määrän voimakas supistuminen myötäili käyttöpääoman tarpeen vähenemistä ja vuoden 2023 puolessavälissä tapahtunutta lopputuotevarastojen kasvua. Myös maturiteetiltaan pitkäaikaisempien lainojen kehitys pysyi heikkona investointikysynnän ollessa vaisua. Samaan aikaan osakkeiden liikkeeseenlasku piristyi hieman maaliskuussa ja huhtikuussa, mutta pysyi kaiken kaikkiaan vähäisenä.

Kuvio 24

Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(kuukausitasolla, mrd. euroa)



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

Huom. Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan pankkilainanotto (lainat rahalaitoksilta), velkapapereiden nettoemissiot ja osakkeiden nettoemissiot. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja konsernitilijärjestelyjä (cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2024.

Yritysten ja kotitalouksien hallussa pitämien määräaikaistalletusten määrä kasvoi huhtikuussa 2024, joskin oli merkkejä siitä, että meneillään oleva talletusvarojen siirtäminen määräaikaistalletuksiin olisi hidastumassa.

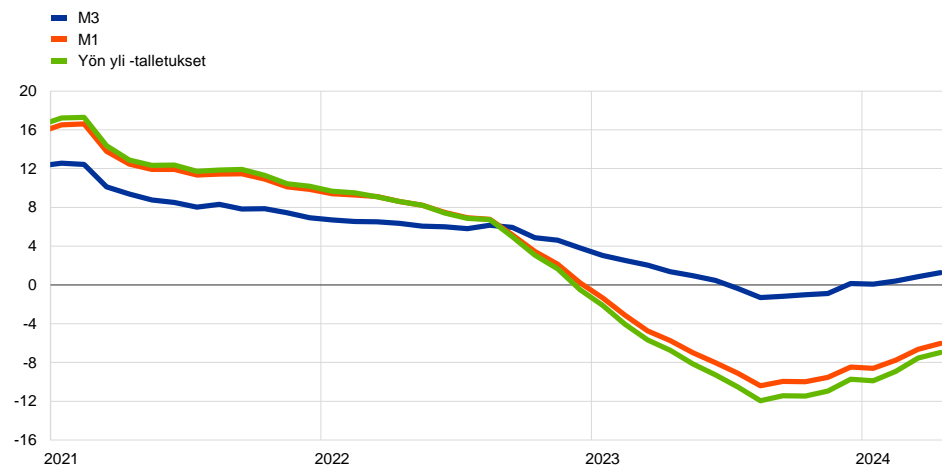
Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti supistui huhtikuussa edelleen, joskin hitaammin, ja oli -7,0 %, kun se maaliskuussa oli -7,5 % (kuvio 25). Yritysten ja kotitalouksien meneillään oleva määräaikaistalletusten ja markkinakelpoisten instrumenttien suosiminen selittyy edelleen sillä, että niiden tuotto on suurempi kuin yön yli -talletusten.¹³ Vaikka talletusvirrat painottuvat yhä määräaikaistalletuksiin merkittävästi aiempaa enemmän, tämä suuntaus on alkanut laantua, ja määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten välinen tuottoero on vakautumassa. Yritysten talletusvarojen kohdennukset ovat palautumassa lähemmäs pitkän aikavälin säännönmukaisuuksia, ja kotitalouksien yön yli -talletusten kuukausittainen virta oli positiivinen ensimmäistä kertaa syyskuun 2022 jälkeen. Korkeat lyhyet korot tukivat edelleen rahamarkkinarahastojen vahvaa kasvua.

¹³ Kuten aiemminkin kiristymisjaksoilla, yön yli -talletusten korot ovat mukautuneet ohjauskorkojen muutoksiin hitaammin kuin määräaikaistalletusten korot. Ks. myös *Talouksatsauksen* 8/2023 kehikko "Rahan määrän kehitys rahapolitiikan kiristymisjakson aikana".

Kuvio 25

M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2024.

Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvutahti jatkoi huhtikuussa 2024 asteittain elpymistään, jota vauhditti mittava nettomääräinen kasvu euroalueen ulkopuolelta.

Rahan määrän kasvu on viime kuukausina hiljalleen vauhdittunut, vaikka luotonanto kotitalouksille ja yrityksille pysyi heikkona. Lavean raha-aggregaatin (M3) vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi euroalueella huhtikuussa 1,3 prosenttiin, kun se maaliskuussa oli 0,9 % (kuvio 20). Suppean raha-aggregaatin (M1) – joka sisältää M3:n likvidit erät – vuotuinen kasvu jatkui negatiivisena, mutta nopeutui edelleen ja oli huhtikuussa -6,0 %, kun se maaliskuussa oli ollut -6,6 %. Huhtikuussa rahan luomista vauhditti suuri sisäänvirtaus euroalueen ulkopuolelta vaihtotaseen pysytellessä tuonnin heikkouden vuoksi ylijäämäisenä, ja lisäksi mittavat euroalueen valtioiden joukkolainojen nettoemissiot tukivat kehitystä. Näitä sisäänvirtauksia kompensoi osittain eurojärjestelmän taseen edelleen jatkuva supistuminen, ja yrityksille ja kotitalouksille suunnatun luotonannon vaikutus pysyi vaimeana.

6 Julkisen talouden kehitys

Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arvioissa euroalueen julkisen talouden alijäämä, joka vuonna 2023 oli 3,6 % BKT:stä, supistuu 3,1 prosenttiin BKT:stä vuonna 2024 ja sen jälkeen asteittain 2,8 prosenttiin vuonna 2025 ja 2,6 prosenttiin vuonna 2026. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen ennakoidaan kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja vielä hiukan enemmän kahtena seuraavana vuonna. Arvio vuoden 2024 kiristymisestä perustuu enimmäkseen odotuksiin siitä, että valtiot lopettavat asteittain suurimman osan energia- ja inflaatiotukitoimistaan. Tämä tekijä on myös pieneltä osin finanssipolitiikan mitoituksen kiristymisen taustalla vuonna 2025. Vuosille 2025–2026 ennustettuun lievään lisäkiristymiseen puolestaan vaikuttavat osaltaan menojen kasvun hidastuminen ja tulopuolen lisävakautustoimet joissakin maissa. Euroalueen velan suhteen BKT:hen arvioidaan kutakuinkin vakautuvan korkealle tasolle eli noin 89 prosenttiin, kun pienenevät (mutta yhä negatiiviset) koron ja BKT:n kasvuvauhdin väliset erot kompensoivat yhä jatkuvien perusalijäämien ja positiivisten alijäämä-velkakoikaisujen vaikutusta. Valtioiden on nyt tärkeää ottaa uudistettu EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmä viipymättä ja täysimittaisesti käyttöön, jotta julkisen talouden alijäämät ja velkasuhteet saadaan pienemään kestävästi. Samaan aikaan Next Generation EU (NGEU) -ohjelman tehokas ja nopea täytäntöönpano on olennaisen tärkeää innovaatioiden edistämiseksi ja vihreään ja digitaaliseen siirtymään kohdistuvien investointien lisäämisessä.

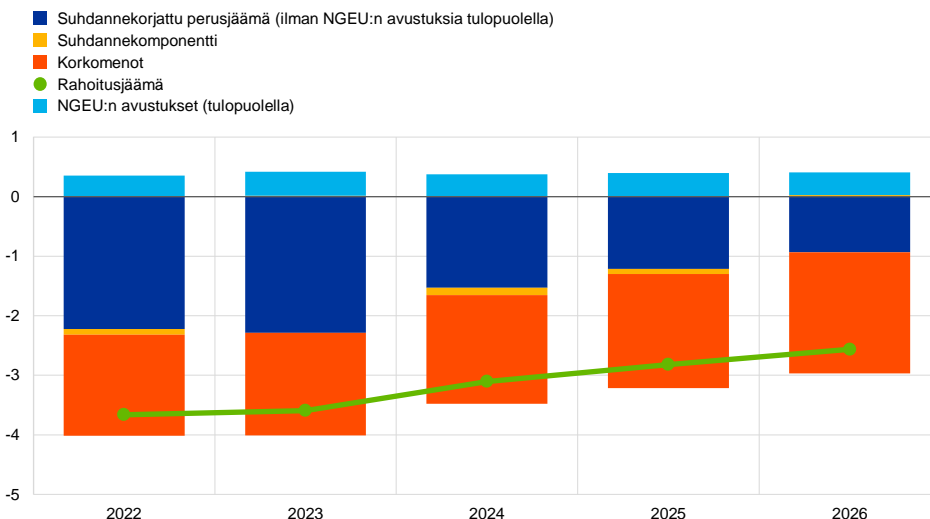
Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä kohenee jonkin verran ennustejaksolla (kuvio 26).¹⁴ Kahtena viime vuonna euroalueen julkisen talouden alijäämä supistui suhteessa BKT:hen aivan marginaalisesti, sillä se oli 3,7 % BKT:stä vuonna 2022 ja 3,6 % vuonna 2023. Jatkossa alijäämän odotetaan supistuvan merkittävämmän siten, että se olisi 3,1 % BKT:stä vuonna 2024 ja 2,8 % BKT:stä vuonna 2025 sekä 2,6 % BKT:stä vuonna 2026. Arvioituun kehitykseen vaikuttaa etenkin suhdannekorjattu perusjäämä, joka ennustejaksolla supistuu vähitellen – eniten vuonna 2024 – mutta pysyy edelleen negatiivisena. Sen vaikutuksen kumoaa kuitenkin osittain korkomenojen asteittainen kasvu koko arviointijaksolla, sillä aiemmat koronnostot välittyvät korkomenoihin hitaasti valtionvelan jäljellä olevien maturiteettien pituuden vuoksi. Suhdannekorjatun perusalijäämän huomattava supistuminen vuonna 2024 vuorostaan johtuu pääasiassa valtion finanssipoliittisten tukitoimenpiteiden purkamisesta energiasokin ja nopean yleisen kuluttajahintainflaation laantuessa.

¹⁴ Ks. EKP:n verkkosivustolla 6.6.2024 julkaistut [euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot, kesäkuu 2024](#).

Kuvio 26

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteja BKT:stä)



Lähde: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot, kesäkuu 2024.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

Euroalueen talousnäkyviä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioihin verrattuna vuoden 2023 julkisen talouden alijäämä osoittautui

0,4 prosenttiyksikköä suuremmaksi. Tämän yllätyksen taustalla oli euroalueen tasolla etenkin perusmenojen ennakoitua suurempi kasvu. Odotettua epäsuotuisamman tuloksen arvioidaan lisäksi vaikuttavan myös vuoteen 2024, jonka osalta rahoitusjäämää on korjattu edellisestä arviosta 0,2 prosenttiyksiköllä alaspäin alhaisemman perusjäämän vuoksi. Rahoitusjäämän ja sen osatekijöiden tarkistukset ovat vuoden 2025 osalta vain marginaalisia, mutta vuodelle 2026 niitä on tarkistettu 0,2 prosenttiyksiköllä ylöspäin, koska perusjäämän odotetaan kohenevan.

Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen ennakoitaan kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja vielä hiukan lisää kahtena seuraavana vuonna.¹⁵

Suhdannekorjatun perusjäämän vuosimuutos, josta on puhdistettu NGEU-ohjelmasta jäsenvaltioille myönnetty avustukset, viittaa siihen, että euroalueen finanssipolitiikka kiristyy vuonna 2024 merkittävästi (0,7 prosenttiyksiköllä BKT:stä). Arvio perustuu enimmäkseen odotuksiin siitä, että valtiot lopettavat asteittain suurimman osan energia- ja inflaatiotukitoimistaan. Tämä vaikutus myös kiristää osaltaan hivenen finanssipolitiikan mitoitusta vuonna 2025 yhdessä verojen ja sosiaaliturvamaksujen korotusten sekä tulonsiirtojen kasvun hidastumisen kanssa. Valtion investointien heikon kasvun odotetaan vain osittain kompensoivan tätä kiristymistä. Finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan edelleen kiristyvän

¹⁵ Finanssipolitiikan mitoituksen taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipolitiittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mitoituksen mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä, josta on poistettu valtion finanssisektorille antama tuki. Koska NGEU:n talousarviosta maksettujen NGEU-avustusten tuottamat suuremmat julkisen talouden tulot eivät vaikuta kysyntää supistavasti, suhdannekorjatusta perusjäämästä on poistettu kyseiset tulot. Tarkempia tietoja euroalueen finanssipolitiikan mitoituksesta on *Taloussatsauksen 4/2016* artikkelissa "The euro area fiscal stance".

vuonna 2026 enimmäkseen tukien ja muiden tulonsiirtojen supistumisen vuoksi. Kaikkiaan finanssipolitiikan mitoituksen ennakoitaan kiristyvän vuosina 2024–2026 yhteensä 1,3 prosenttiyksiköllä BKT:stä.

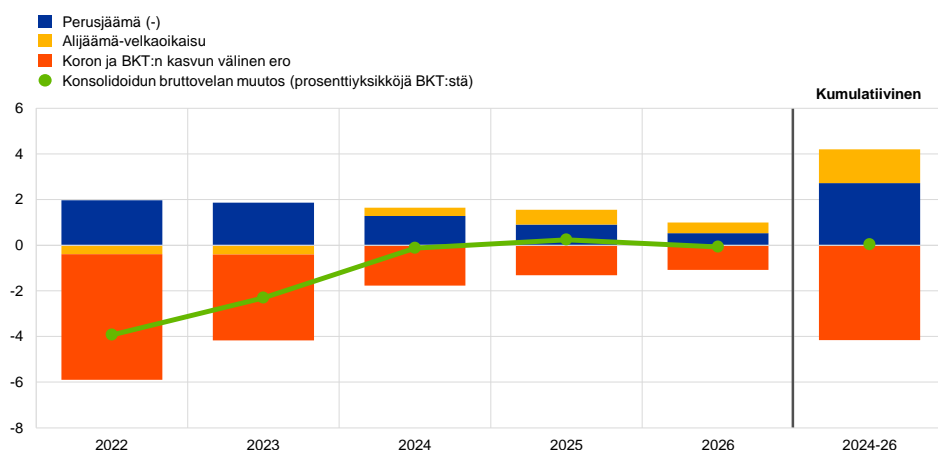
Euroalueen julkisen velan suhteen BKT:hen arvioidaan pysyvän vakaana korkealla tasolla eli noin 88,5 prosentissa koko arviointijakson ajan (kuvio 27).

Pandemian aikana velkasuhde kasvoi huomattavasti ja oli vuonna 2020 noin 97 %, mutta sittemmin se on asteittain supistunut. Tämä positiivinen kehitys näyttää kuitenkin loppuneen. Sen sijaan velkasuhteen odotetaan pysyvän arviointijaksolla melko vakaana siten, että se kasvaa marginaalisesti vuonna 2025 perusalijäämien ja odotettujen positiivisten alijäämä-velkakoikaisujen myötä. Niitä kompensoivat koron ja BKT:n kasvun väliset erot, jotka supistuvat mutta pysyttelevät yhä negatiivisina.

Kuvio 27

Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteja BKT:stä, ellei toisin ilmoiteta)



Lähde: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyelmiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvot, kesäkuu 2024. Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

On olennaisen tärkeää, että EU:n uudistettu talouspolitiikan ohjausjärjestelmä otetaan käyttöön täysimittaisesti ja viipymättä, jotta valtiot saavat julkisen talouden alijäämänsä ja velkasuhteensa pienemään kestävästi. Tällainen kasvua tukeva julkisen talouden vakauttaminen on lähivuosina tarpeen vastapainona ajanjaksolle, jolloin finanssipolitiikalla jouduttiin reagoimaan toistuviin taloussokkeihin. Samaan aikaan NGEU-ohjelman tehokas ja nopea täytäntöönpano on keskeisen tärkeää innovaatioiden edistämiseksi, potentiaalisen kasvun vauhdittamiseksi ja vihreään ja digitaaliseen siirtymään kohdistuvien investointien lisäämiseksi. Kuten komissio [elpymis- ja palautumistukivälineen puolivälisarvioinnissaan](#) korosti, syynä tähän on se, että ohjelman tähänastisissa maksuissa ja investoinneissa on ollut viivytyksiä, joiden vuoksi sen positiivinen kasvuvaikeus on jäänyt merkittävästi pienemmäksi kuin alun perin odotettiin.

Kehikot

1 Elpyminen pandemian jälkeen – miksi euroalue kasvaa hitaammin kuin Yhdysvallat?

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, António Dias Da Silva ja Michel Soudan

BKT:n kasvu on ollut euroalueella huomattavasti hitaampaa kuin Yhdysvalloissa pandemian alusta lähtien.¹⁶

Vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2023 viimeiseen neljännekseen euroalueen talous kasvoi kumulatiivisesti noin 3 %, kun taas Yhdysvaltojen BKT:n määrä kasvoi samaan aikaan yli 8 % (kuvio A), joten jakson kumulatiiviseksi kasvueroksi muodostui noin 5 prosenttiyksikköä.¹⁷ Kuilu johtuu pääasiassa euroalueen heikommasta yksityisestä kulutuksesta verrattuna Yhdysvaltoihin, jossa suorat tulonsiirrot ja suhteessa voimakkaampi ylimääräisten säästöjen kulutus antoivat kasvulle erityisen vahvan sysäyksen. Euroalue kärsi tuntuvasta vaihtosuhtesokista, kun Venäjän hyökkäys Ukrainaan johti energiakriisiin. Vaikka rahapolitiikan vaikutusten suhteellisesta voimakkuudesta kummallakin maantieteellisellä alueella ei ole yksiselitteistä näyttöä, finanssipoliittinen tuki on saattanut olla Yhdysvalloissa voimakkaampaa suhteessa koettujen sokkien intensiteettiin. Raportointikäytäntöjen erojen vuoksi vertailuja on kuitenkin vaikea tehdä. Tässä kehikossa tarkastellaan näitä ja muita asiaan vaikuttaneita tekijöitä; siinä ei tarkastella pandemiaa edeltäneen ajan rakenteellisten kasvutrendien eroja.¹⁸

Menopuolen hajotelma osoittaa, että Yhdysvaltojen reipas yksityinen kulutus selittää suurimman osan kasvuerosta (kuvio A).

Yksityisen kulutuksen vaikutus euroalueen ja Yhdysvaltojen talouskasvun eroon oli noin 7 prosenttiyksikköä pandemian alusta vuoden 2023 viimeiseen neljännekseen. Voimakkaasti heilahtelevat Irlannin henkisten omaisuustuotteiden investoinnit ja kauppa vaikuttivat huomattavasti euroalueeseen jakson aikana heikentämällä euroalueen investointeja ja kiihdyttämällä nettovientiä. Samaan aikaan yksityiset investoinnit olivat Yhdysvalloissa voimakkaampia kuin euroalueella – myös Irlannin henkiset omaisuustuotteet pois lukien ja siitä huolimatta, että asuinrakennusinvestoinnit Yhdysvalloissa supistuivat. Nettoviennin vaikutus kasvuun oli sitä vastoin Yhdysvalloissa negatiivisempi kuin euroalueella Irlannin henkisiin omaisuustuotteisiin

¹⁶ Ks. myös F. de Soyres, J. Garcia-Cabo Herrero, N. Goernemann, S. Jeon, G. Lofstrom ja D. Moore, "Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17.5.2024.

¹⁷ Irlannin henkiset omaisuustuotteet pois lukien – ks. *Talouksatsauksen 3/2023* kehikko "Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP" – euroalueen ja Yhdysvaltojen kumulatiivisen talouskasvun ero samalla jaksolla oli 5,7 prosenttiyksikköä.

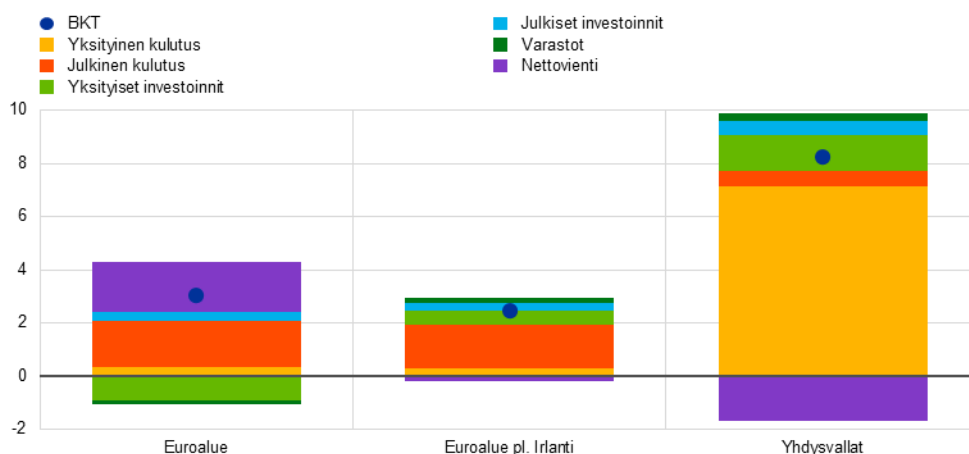
¹⁸ Yhdysvaltojen ja euroalueen viime vuosikymmenten kasvueron rakenteellisten taustatekijöiden analyysi on rajattu tämän kehikon ulkopuolelle. Tällaisia rakenteellisia tekijöitä ovat muun muassa euroalueen vähemmän suotuisat taloudelliset rakenteet (esim. tuotannon ja kulutuksen rakenne sekä sektorikohtainen sääntely ja menettelytavat, jotka määrittävät talouden toimijoiden kannustimia investointeihin, kulutukseen sekä kotimarkkina- ja ulkomaankauppaan), pienemmät T&K-investoinnit, suppeampi innovaatiotoiminta ja digitaalisten teknologioiden käyttöönotto, heikompi kasvupotentiaali, korkeammat julkisen rahoituksen kustannukset ja huonompi luoton saatavuus.

painottuva ulkomaankauppa pois luettuna, koska Yhdysvaltojen tuonti oli vahvaa voimakkaan kysynnän vuoksi. Julkiset investoinnit kasvoivat euroalueella hieman vähemmän, vaikka ne olivatkin Next Generation EU -ohjelman ansiosta paljon suuremmat kuin edellisinä vuosina. Julkisen kulutuksen osuus BKT:stä oli kuitenkin euroalueella suurempi kuin Yhdysvalloissa.

Kuvio A

BKT:n määrän kasvu euroalueella ja Yhdysvalloissa

(Kumulatiivinen prosenttimuutos ja kontribuutiot, IV/2019–IV/2023)



Lähteet: Eurostat, Bureau of Economic Analysis ja EKP:n laskelmat.

Huom. Euroalueen julkisia investointeja mitataan tässä reaalisina kokonaisinvestointeina, joista on vähennetty EKP:n ja Eurostatin neljännesvuotuisen sektoritilinpidon tietoihin perustuvien yritysten, rahoituslaitosten ja kotitalouksien kausivaihteluista puhdistamattomien nimellisinvestointien neljän vuosineljänneksen liukuvien keskiarvojen summat ja jotka on deflaoitu kokonaisinvestointien deflaattoreilla. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä.

Pandemiasokilla näyttää olleen viime vuosina suurempi vaikutus BKT:n määrän kasvuun euroalueella kuin Yhdysvalloissa.¹⁹

Pandemian alusta lähtien yksityinen kulutus on osoittautunut voimakkaammaksi Yhdysvalloissa kuin euroalueella. Tämä johtui muun muassa vuoden 2020 finanssipoliittisista pandemiatoimista sekä myöhemmästä työmarkkinoiden vahvuudesta, jotka tukivat yksityisen kulutuksen kehitystä voimakkaammin Yhdysvalloissa (kuvio B). Ylimääräisiä säästöjä – pandemiaa edeltäneisiin trendeihin nähden – kertyi molemmilla alueilla. Siinä, missä ylimääräiset säästöt pysyivät korkealla tasolla euroalueella, Yhdysvalloissa niiden nopeampi purkaminen tuki voimakkaasti yksityistä kulutusta vuosina 2022 ja 2023 (kuvio B). Ylimääräisten säästöjen koostumus ei euroalueella edistänyt kulutusta samaan tapaan kuin Yhdysvalloissa, sillä euroalueen kotitaloudet olivat kerryttäneet likvidiä varallisuutta verrattain vähän.²⁰ Jos euroalueen kotitaloudet olisivat pienentäneet säästämisastettaan pandemian jälkeen yhtä paljon kuin yhdysvaltalaiset ja mikäli muiden tekijöiden oletettaisiin pysyneen ennallaan, kumulatiivinen kulutuksen kasvuero olisi ollut noin kolme prosenttiyksikköä sen sijaan, että se oli 10 prosenttiyksikköä vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä lähtien.

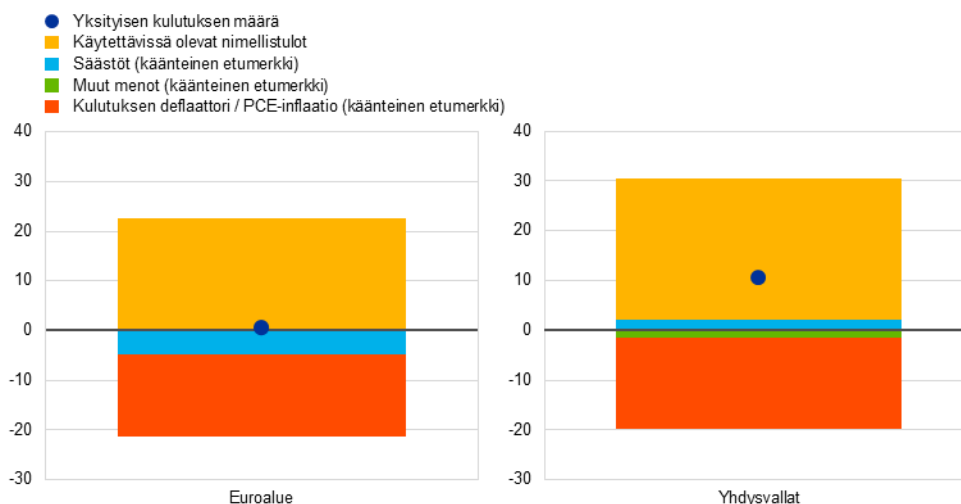
¹⁹ Ks. *Talouskatsauksen* 2/2021 kehikko ”[Taloukskehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020](#)”.

²⁰ Ks. *Talouskatsauksen* 4/2023 kehikko ”[Pandemia-aikana kertyneiden säästöjen aiheuttama kulutusimpulssi – vaikuttaako säästöjen rakenne?](#)”

Kuvio B

Yksityinen kulutus, tulot ja säästöt euroalueella ja Yhdysvalloissa

(Kumulatiivinen prosenttimuutos ja kontribuutiot, IV/2019–IV/2023)



Lähteet: Eurostat, Bureau of Economic Analysis ja EKP:n laskelmat.

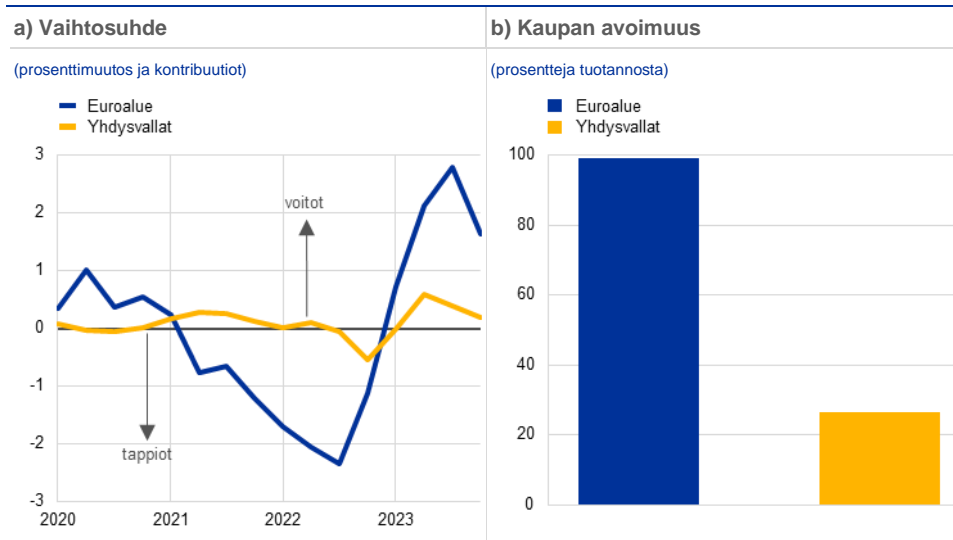
Huom. Muut menot viittaavat korkoihin ja tulonsiirtoihin. PCE (Personal Consumption Expenditures) tarkoittaa yksityisen kulutuksen hintaindeksiä.

Euroalueen talous on myös kärsinyt enemmän Venäjän Ukrainassa käymän hyökkäyssodan vaikutuksista. Venäjän alkuvuonna 2022 Ukrainassa aloittaman hyökkäyssodan taloudelliset vaikutukset, siitä seurannut energiakriisi ja elintarvikkeiden hintapiikit olivat erityisen ankaria euroalueella. Tämän voi katsoa johtuneen maantieteellisestä läheisyydestä, suuremmasta riippuvuudesta energian ja elintarvikkeiden tuonnista kyseiseltä alueelta sekä euroalueen kuluttajien luottamukseen kohdistuneesta haitallisesta vaikutuksesta. Vaihotosuhteen merkittävä heikkeneminen kiihtyi, kun euro heikkeni sekä Yhdysvaltain dollariin nähden että efektiivisesti eli valuuttakoriin nähden (kuvio C, kohta a).²¹ Sitä vastoin Yhdysvaltojen vaihtosuhte pysyi paljon vakaampana pitkälti maan suuremman energiaomavaraisuuden ansiosta. Euroalueen mittava vaihtosuhtedesokki johti reaalityulojen ja kilpailukyvyn heikkenemiseen, kun luottamus väheni ja epävarmuus kasvoi. Tämä heikensi osaltaan yksityistä kulutusta ja erityisesti tavaroiden kulutusta. Vaikka palvelusektori sai vauhtia talouden avautumisen vaikutuksista molemmilla alueilla, palvelujen tuotannon kasvu oli voimakkaampaa Yhdysvalloissa. Lisäksi euroalueen kauppa altistui suuremman avoimuutensa takia erityisen voimakkaasti tarjontakapeikoille ja maailmantalouden kasvun hidastumiselle (kuvio C, kohta b).

²¹ Ks. *Talouksatsoituksen* 3/2022 kehikko ”Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account”.

Kuvio C

Euroalueen ja Yhdysvaltojen vaihtosuhte ja kaupan avoimuus



Lähteet: Eurostat ja Bureau of Economic Analysis.

Huom. Kohta b) kuvaa euroalueen viennin ja tuonnin määrän summaa osuutena tuotannon määrästä vuonna 2023, mikä kuvastaa euroalueen Yhdysvaltoihin verrattuna suurempaa kytkeytyneisyyttä maailmankauppaan ja siten sen talouskasvun suurempaa allistumista ulkomaankaupan kehitykselle. Tuoreimmat havainnot kohdassa a) ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä ja kohdassa b) vuodelta 2023.

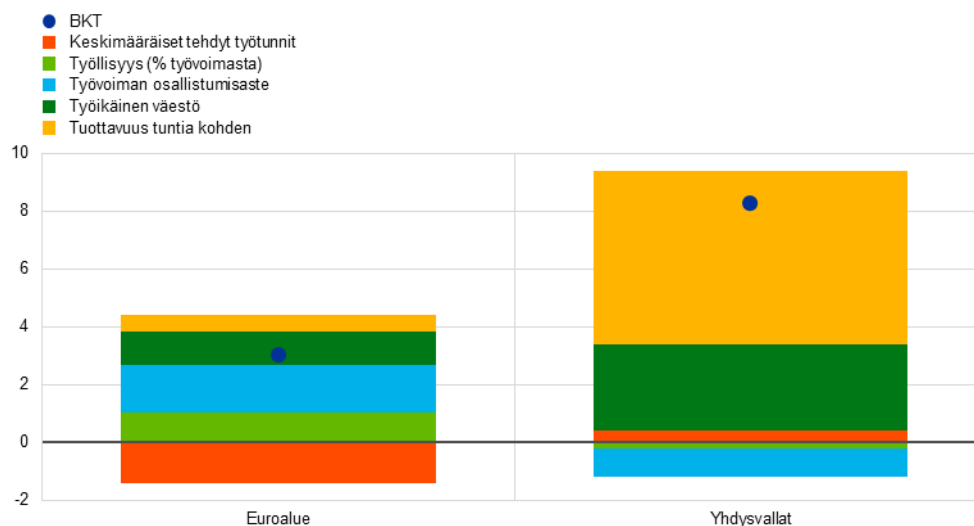
Yhdysvalloissa työn tuottavuus on pandemian jälkeen kasvanut merkittävästi voimakkaammin kuin euroalueella. BKT:n kasvun hajotelma työn tuottavuuteen, työpanokseen ja demografiseen kehitykseen osoittaa, että ero on erityisen suuri työn tuottavuudessa (kuvio D). Pandemian alusta lähtien työn tuottavuus tehtyä työtuntia kohden on kasvanut euroalueella vain 0,6 % ja Yhdysvalloissa 6,0 %. Tuottavuuden kasvuvauhdit alkoivat eriytyä vuoden 2020 toisella neljänneksellä, jolloin työpanos osuutena BKT:stä sopeutui Yhdysvalloissa voimakkaammin kuin euroalueella. Tämä johtui osittain euroalueella toteutetuista työpaikkojen säilyttämisjärjestelyistä samaan aikaan, kun Yhdysvalloissa työttömyys nousi voimakkaasti. Kavennuttuaan vähän aikaa tuottavuuskuilu alkoi jälleen leventyä vuoden 2022 puolivälissä, jolloin euroalueen tuottavuuden kasvu kärsi energiakriisistä. Sektorikohtaisella kehityksellä oli tärkeä rooli euroalueen tuottavuuden kasvussa, sillä rakennusalan vaikutus työtuntia kohden lasketun tuottavuuden kasvuun oli negatiivinen. Samaan aikaan tietotekniikalla ja ammatillisilla palveluilla oli voimakkaan positiivinen vaikutus tuottavuuden kasvuun Yhdysvalloissa. Työn tuottavuuden suhdannevaihtelu on yleensä euroalueella voimakkaampaa kuin Yhdysvalloissa. Tämä hidastaa tuottavuuden kasvua heikon tuotannon kasvun aikoina (kuten euroalueella tällä hetkellä) sekä tuottavuuden nopean kasvun aikoina talouden elpyessä.²² Pääasiassa maahanmuutosta johtuvan Yhdysvaltojen voimakkaan väestönkasvun vaikutus tasoittui osittain osallistumisasteen laskun takia. Euroalueen BKT:n taustatekijöistä työvoiman kasvua, joka johtui osallistumisasteiden suuremmasta noususta ja maahanmuutosta, tasoitti osittain keskimääräisten tehtyjen työtuntien vähenemisen vaikutus. Euroalueen työvoiman kasvaessa myös työllisyysaste nousi vauhdittaan BKT:n kasvua edelleen.

²² Ks. O. Arce ja D. Sondermann, "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", EKP:n blogi, 6.5.2024.

Kuvio D

BKT:n määrän kasvu ja työmarkkinat

(Kumulatiivinen prosenttimuutos ja kontribuutiot, IV/2019–IV/2023)



Lähteet: Eurostat ja Bureau of Economic Analysis.

Verrattuna skenaarioon ilman finanssipoliittista tukea harkinnanvaraisen finanssipolitiikan arvioidaan vaikuttaneen positiivisesti kasvuun molemmilla alueilla, joskin täsmällisiä vertailuja on vaikea tehdä.²³ Pandemian ollessa

pahimmillaan vuonna 2020 harkinnanvaraiset politiikkatoimet auttoivat vaimentamaan pandemiasokin vaikutuksia. Elvytystoimet (joita kuvataan suhdannekorjatun perusjäämän muutoksella vuodesta 2019 vuoteen 2020) olivat molemmilla alueilla tuntuvia mutta voimakkaampia Yhdysvalloissa, jossa ne olivat yli 5% BKT:stä, kun taas euroalueella ne olivat 4% BKT:stä (kuviot E). Mitä tulee toimenpiteiden koostumukseen, Yhdysvalloissa kotitalouksien tuloja tuettiin laaja-alaisilla ja verrattain suurilla toimenpiteillä, kun taas euroalueella finanssipoliittinen elvytys kohdistui pikemminkin työllisyyden tukemiseen esimerkiksi työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen kautta.²⁴ Finanssipolitiikan mitoitus kiristyi molemmilla alueilla vuosina 2021 ja 2022 mutta Yhdysvalloissa enemmän kuin euroalueella.²⁵ Vuonna 2022 energiakriisin puhjettua euroalueella hallitukset aloittivat energiatuotteiden hintojen alentamiseksi ja toimeentulon tukemiseksi merkittäviä toimia, jotka olivat suuruudeltaan lähes 2 % BKT:stä. Samaan aikaan julkinen talous tasapainottui Yhdysvalloissa huomattavasti enemmän muun muassa pandemiatukien purkamisen vaikutuksesta. Vuonna 2023 julkisen talouden rahoitusasema höllentyi jälleen

²³ Harkinnanvaraisten toimien suuruudesta ja koostumuksesta (finanssipolitiikan mitoituksen lisäksi) tai niiden vaikutuksesta kasvuun ei ole saatavilla vertailukelpoisia arvioita. Ks. euroalueen kehityksestä *Talouskatsauksen 4/2023* artikkelin "The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area", keuhikko "The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022". Vuonna 2023 harkinnanvaraisten finanssipoliittisten toimien kasvuvaikutuksen arvioidaan olleen hieman negatiivinen.

²⁴ Ks. *Talouskatsauksen 2/2021* keuhikko "Talousoikeus euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020". Ks. euroaluetta koskeva analyysi *Talouskatsauksen 4/2020* keuhikosta "Lyhennetyt työajan järjestelyt ja niiden vaikutukset palkkoihin ja käytettävissä oleviin tuloihin".

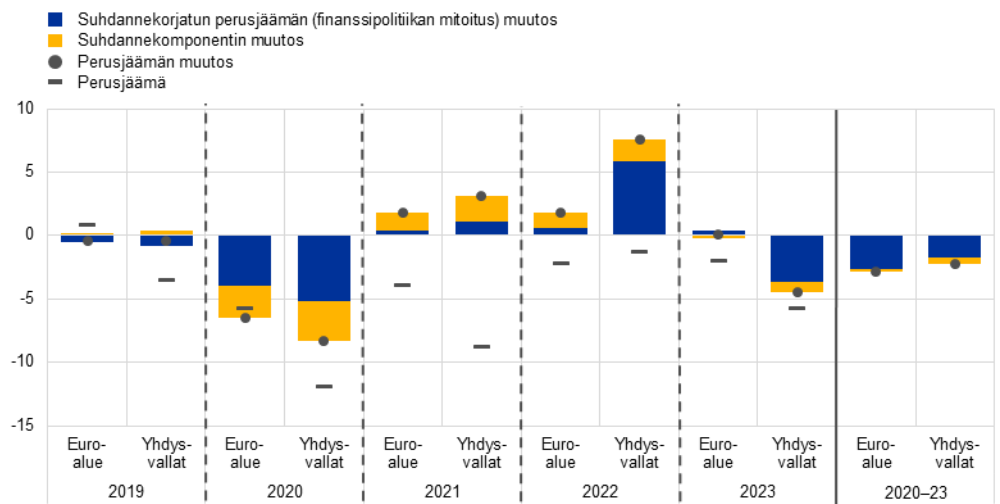
²⁵ Harkinnanvaraiset elvytystoimet jatkuivat euroalueella vuonna 2021 erityisesti julkisen kulutuksen (ml. terveydenhuoltomenot) ja subventioiden (työpaikkojen säilyttämisjärjestelyt ja muut yritystuet) muodossa. Merkittävät ei-harkinnanvaraiset tekijät – erityisesti suuret odottamattomat tulot – vaikuttivat kuviossa E esitettynä finanssipolitiikan mitoituksen kiristymiseen.

Yhdysvalloissa pääomatuloverotuton jäätyä aiempaa pienemmäksi sekä harkinnanvaraisten toimien takia, jotka liittyivät muun muassa tehdasteollisuuden tukemiseen inflaation vähentämistä koskevan lain nojalla. Vaikka kumulatiivinen finanssipoliittinen kasvusysäys vuosina 2020–2023 oli kaiken kaikkiaan samankaltainen kummallakin alueella, sen syynä olleiden sokkien vaikutus oli euroalueella merkittävämpi. Koska lisäksi Yhdysvalloissa perusalijäämä oli suurempi ennen pandemiaa (ja kulutus jähmeää), se kerrytti kyseisellä jaksolla huomattavasti euroaluetta enemmän perusalijäämää (ja velkaa), erityisesti vuosina 2020–2021 ja vuonna 2023.²⁶

Kuvio E

Finanssipoliittinen kasvusysäys – finanssipoliitiikan mitoituksen ja suhdannetilanteen kontribuutiot – ja perusjäämät

(prosenttiyksikköä BKT:stä, prosenttia BKT:stä)



Lähde: IMF April 2024 World Economic Outlook.

Huom. Finanssipoliitiikan mitoitus kuvaa harkinnanvaraisia finanssipoliittisia toimenpiteitä. Finanssipoliittinen kasvusysäys (perusjäämän muutos) sisältää sen lisäksi automaattiset vakauttajat (suhdannekomponentin muutoksen). Negatiivinen (positiivinen) muutos kuvaa finanssipoliitiikan löystymistä (kirstymistä). Viimeisessä kohdassa kuvataan kumulatiivisia muutoksia jaksolla 2020–2023. Perusjäämä on ilmaistu prosentteina BKT:stä. Vuoden 2023 luku on alustava ja siihen saattaa kohdistua myöhemmin tarkistuksia.

Näyttö rahapolitiikan suhteellisista vaikutuksista näillä kahdella

maantieteellisellä alueella on epäyhtenäistä. Molemmilla alueilla rahapolitiikka

kirstyi jokseenkin saman verran ja välittyi voimakkaasti yksityisen sektorin lainakorkoihin. Yksittäisiin menoeriin kohdistuneissa vaikutuksissa oli kuitenkin eroja.²⁷ Rahapolitiikan välittymiseen liittyy merkittävää epävarmuutta²⁸ ja se riippuu voimakkaasti alueen rahoitusrakenteesta. Euroalueella esimerkiksi on Yhdysvaltoja pienempi osuus kiinteäkorkoisia asunto- ja yrityslainoja, varallisuusvaikutuksilla ei

²⁶ Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n huhtikuun 2024 World Economic Outlook -ennusteen mukaan kumulatiivinen perusalijäämä vuosina 2020–2023 oli Yhdysvalloissa 28 % BKT:stä ja euroalueella 14 %. Samaan aikaan valtion velan ja BKT:n suhde nousi Yhdysvalloissa 14 prosenttiyksikköä (122,1 prosenttiin vuonna 2023) ja euroalueella 5 prosenttiyksikköä (88,6 prosenttiin vuonna 2023). Vuoden 2023 tiedot ovat vasta alustavia ja niihin saattaa myöhemmin kohdistua tarkistuksia.

²⁷ Ks. "The analytics of the monetary policy tightening cycle", EKP:n johtokunnan jäsenen Philip R. Lanen vierailijaluento, Stanford, 2.5.2024.

²⁸ Ks. "The transmission of monetary policy", EKP:n johtokunnan jäsenen Philip R. Lanen puhe, New York, 11.10.2022.

ole yhtä suurta merkitystä,²⁹ ja riippuvaisuus pankkijärjestelmästä on suurempi. Esimerkiksi siitä on jonkin verran näyttöä, että rahapolitiikan välittyminen vaikutti euroalueella voimakkaammin yritysten investointeihin, kun taas Yhdysvalloissa vaikutus asuinrakennusinvestointeihin oli suurempi.³⁰ Lisäksi Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokeilla on tyypillisesti merkittävä epäedullinen vaikutus euroalueen rahoitusoloihin ja talouskasvuun, kun taas euroalueen rahapolitiikkasokeilla ei ole samanlaista vaikutusta Yhdysvalloissa.³¹

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden tuoreimmat kokonaistaloudelliset arviot viittaavat euroalueen ja Yhdysvaltojen kasvuvauhtien eron kaventumiseen kahden seuraavan vuoden aikana. Toisin kuin Yhdysvalloissa euroalueella BKT:n määrän kasvun odotetaan kiihtyvän kulutuksen vahvistuessa.³² Myös tuottavuuden kasvueron ennakoidaan kapenevan, kun euroalueen työvoiman tuottavuus elpyy voimakkaammin, mikä johtuu osittain työvoiman suhdanneluonteisen ylimitoituksen purkautumisesta.

²⁹ Sektoritilinpidon tiedot osoittavat, että Yhdysvalloissa suurempi osa varallisuudesta on rahoitusvarallisuutta ja sen kulutusalttius on korkeampi kuin euroalueella. Ks. myös *Talouksatsauksen* 4/2023 kehikko "Pandemia-aikana kertyneiden säästöjen aiheuttama kulutusimpulssi – vaikuttaako säästöjen rakenne?"

³⁰ Ks. *Talouksatsauksen* 3/2023 kehikko "Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States".

³¹ Ks. M. Ca' Zorzi ym., "Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World", *International Journal of Central Banking*, heinäkuu 2023.

³² Ks. EKP:n verkkosivustolla 6.6.2024 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2024)".

2 Tulospuhelut: mitä yritysten riskikokemuksista ja tunnelmista voidaan oppia?

Malin Andersson, Juliette Guillotin ja Pedro Neves

Tässä kehikossa arvioidaan yritysten riskikokemuksia ja tunnelmia tulospuheluihin perustuvan näytön perusteella.³³ Kehikossa johdetaan euroalueen suurten yritysten tulospuheluista tekstianalyysin avulla ajantasaiset mittarit tietyille yritysten kokemille riskeille sekä kysyntä- ja tarjontatunnelmaa kuvaavat indeksit. Tällainen analyysi tarjoaa erityisen hyvin tietoa siitä, miten yritykset kokevat vakavien globaalien sokkien vaikutukset.

Tekstihauissa tekstiksi puretuista tulospuheluista etsittiin osuvia synonyymijoukkoon kuuluvista sanoista, minkä myötä koostettiin neljännesvuotuiset riski- ja tunnelmaindeksit.³⁴ Valitut riskit liittyivät koronapandemiaan, geopolitiikkaan, inflaatioon, rahapolitiikkaan, rahoitusoloihin sekä tarjontarajoitteisiin. Näin muodostettu euroalueen kokonaisriski-indeksi korreloi hyvin Euroopan komission taloudellisen epävarmuuden indikaattorin kanssa (joka perustuu sen kuukausittaisiin yritysten ja kuluttajien kyselytutkimuksiin). Kysynnän ja tarjonnan ilmapiiriä kuvaavat indeksit puolestaan myötäilevät sitä, missä määrin kysyntä ja tarjonta kulloinkin raportoidaan tuotannon rajoitteiksi (komission neljännesvuotuisissa yritysten ja kuluttajien kyselytutkimuksissa).³⁵

Tulospuhelujen mukaan euroalueella yritykset kokevat riskien olevan edelleen suurempia kuin muissa maissa. Euroalue on altistunut erityisen voimakkaasti maailmantalouteen viime vuosina osuneille sokeille, ja se on kokenut myös niiden taloudelliset vaikutukset voimakkaasti. Suurempien yritysten kokemus vallitsevasta kokonaisriskitasosta – kuvattuna tulospuheluista johdetuilla riski-indekseillä – nousi samanaikaisesti euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa ensimmäisen pandemia-aallon aikaan sekä Venäjän aloitettua oikeudettoman hyökkäysotansa Ukrainassa. Pandemian huippua lukuun ottamatta euroalueella riskejä on kuitenkin pidetty suurempina kuin muualla maailmassa (kuvio A). Pandemia aiheutti esimerkiksi ennennäkemättömiä tarjontakapeikkoja euroalueen tehdasteollisuudessa, ja Venäjän hyökkäys Ukrainaan kiihdytti raaka-aineiden

³³ Tulospuhelu on puhelinkokous, jossa pörssiyrityksen johto (yleensä neljännesvuosittain) esittelee yhtiön taloudellista tulosta sijoittajille, analyytikoille ja lehdistölle. Analyysi kattaa 6 072 yrityksen vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen tulokset. Yrityksistä 563 oli rekisteröinyt pääkonttorinsa euroalueelle. Lisätietoja on esitetty [NL Analyticiin verkkosivustossa](#). Ks. myös *Talouksatsauksen 4/2023* kehikko "Tulospuhelut: uutta näyttöä yritysten voitoista, investoinneista ja rahoitusoloista" sekä T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler ja A. Tahoun., "Sources and Transmission of Country Risk", *NBER Working Paper* -julkaisusarjan nro 29526, marraskuu 2021.

³⁴ Riski-indeksi kuvaa sellaisten virkkeiden lukumäärää, joissa esiintyy jokin avainsana tietystä riskiä kuvaavasta synonyymijoukosta, osuutena riskejä kuvaavien virkkeiden kokonaismäärästä. Ilmapiiri-indeksi puolestaan kuvaa sellaisten virkkeiden nettomääräistä lukumäärää, jossa valittu aihe esitetään positiivisessa asiayhteydessä (eikä negatiivisessa), osuutena kaikista virkkeistä, ja kyseinen indeksi on johdettu sekä kysyntä- että tarjontaolosuhteille.

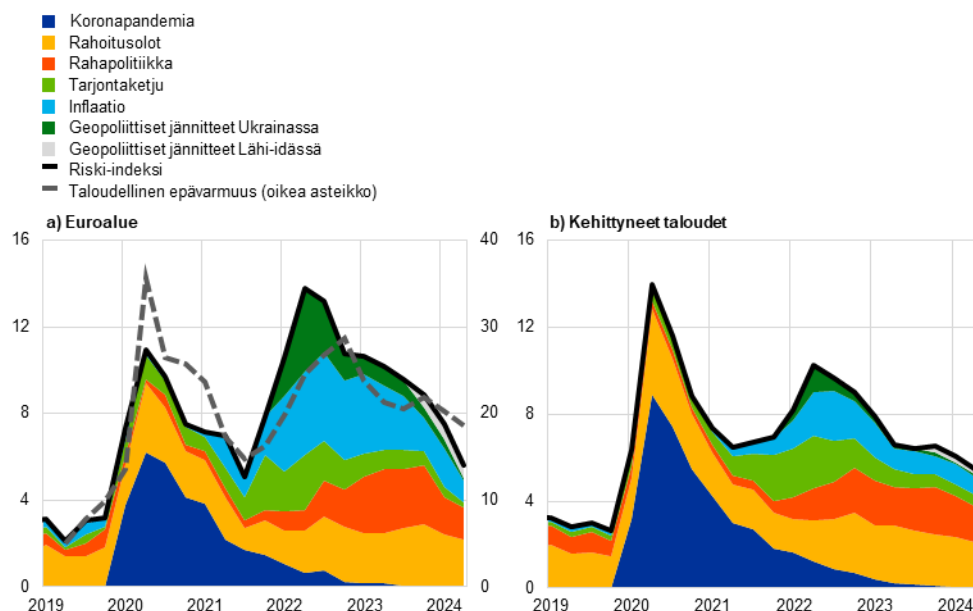
³⁵ Samansuuntaisesta kehityksestä huolimatta epävarmuus poikkeaa käsitteenä riskistä siinä mielessä, että epävarmuutta esiintyy silloin, kun tulevan kehityksen ennustamiseen ei ole käytettävissä (riittävästi) tietoa. Riski sitä vastoin liittyy tietyn taloudellisen ilmiön toteutumisen todennäköisyyteen. Riskin voidaan katsoa johtuvan epävarmuudesta eli toisin sanoen kaikkiin riskeihin sisältyy epävarmuutta, mutta kaikki epävarmat tilanteet eivät ole luonteeltaan riskitilanteita, ks. artikkeli K. F. Park ja Z. Shapira, "Risk and Uncertainty" teoksessa M. Augier ja D. J. Teece (toim.), *The Palgrave Encyclopaedia of Strategic Management*, 2017; sekä *Talouksatsauksen 6/2020* kehikko "Epävarmuuden viimeaikaisen kasvun vaikutus euroalueen talouskasvuun", .

hintojen nousua ja kokonaisinflaatiota. Myös rahapolitiikan kiristymiseen liittynyt riski koettiin euroalueella voimakkaampana vuonna 2022. Vuoden 2024 alkupuoliskolla riski-indeksi oli selvästi vuoden 2019 tasoaan korkeammalla mutta kuitenkin edelleen edellisiä huippujaan alempana (kuvio A). Tällä hetkellä euroalueen yritykset katsovat, että inflaatioon ja rahapolitiikkaan liittyvät riskit ovat koholla mutta laskussa. Tarjontaan ja Venäjän Ukrainassa käymään sotaan liittyvät riskikokemukset ovat vähentyneet, mutta niitäkin on edelleen havaittavissa. Lähi-idän jännitteisiin liittyvät riskit on tähän saakka koettu vähäpätöisiksi. Rahoitusolot (eri tekijä kuin rahapolitiikka) tuntuvat olevan alati yrityksissä läsnä oleva riski, joka oli näin ollen nähtävissä jo ennen pandemiaa ja on nyt jossain määrin merkittävämpi.

Kuvio A

Riski-indeksit – keskeiset makrotaloudelliset riskit yritysten kokemina

(prosentteja kaikista riskejä kuvaavista virkkeistä; saldoluokua)



Lähteet: NL Analytics, Euroopan komissio (DG ECFIN) ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Riski kuvastaa yritysten tulospuheluissa esiintyvien riskiä kuvaavien ilmausten esiintymistiheyttä. Tällaisina pidetään mm. seuraavien käsitteiden englanninkielisiä vastineita synonyymeineen: COVID-19-pandemia (coronavirus, COVID-19 risk, COVID crisis); rahoitusolot (financial JA (crisis TAI instability TAI volatility), default, bankrupt*, sovereign, debt, liquidity, loan, lend*, funding cost*, financing cost*, credit capacity, credit availability, financing conditions, borrowing*); rahapolitiikka (interest rate*, monetary, Federal Reserve, Fed, European Central Bank, ECB, FOMC, Bank of China, central bank, monetary authority); tarjontaketju (supply chain, supply chain bottleneck, bottleneck, supply disruption, supply shortage, supply bottleneck, supply shock, supply constraint, supply tightness, supply chain risk); inflaatio (inflation); geopoliittiset jännitteet Ukrainassa ((Ukrain* TAI Russia*) JA (war TAI invasion TAI conflict TAI geopoliti* TAI violence TAI crisis TAI military TAI tension*), Russia* JA gas); geopoliittiset jännitteet Lähi-idässä (Gaza, Israel, Hamas, Palestine, Palestinians, Israeli, Leban*, Houthi*, Iran, Yemen, Middle East JA (conflict TAI war TAI violence TAI tension* TAI crisis TAI invasion TAI military TAI geopoliti*), Red Sea, Suez Canal). Euroalueen yritykset muodostavat koko otoksesta noin 8 %. Muista kehittyneistä talouksista yhdysvaltalaiset yritykset muodostivat 61 % otoksesta, brittiyritykset 3 % ja muiden kehittyneiden talouksien yritykset 15 % (ml. Kanada, Australia, Uusi-Seelanti, Japani, Etelä-Korea, Norja, Sveitsi ja euroalueen ulkopuoliset EU:n jäsenvaltiot). Tuoreimmat havainnot tulospuheluista ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä (31.5. mennessä käydyt puhelut) ja epävarmuusindeksistä toukokuulta.

Tekstiksi puretuista tulospuheluista voidaan johtaa myös yritysten tunnelmia kuvaavia indeksejä. Tällaiset indeksit tarjoavat yhdistetyn pikaennusteen ja lyhyen aikavälin katsauksen euroalueen taloussuhdanteesta, sillä yritysjohtajat esittävät usein arvioitaan paitsi yrityksen näkymistä myös vallitsevasta suhdannetilanteesta sekä toimialan ja koko talouden kehitysnäkymistä. Näin ollen kysynnän ja tarjonnan tunnelmaindeksit voivat auttaa tunnistamaan euroalueen suhdannetilanteessa tapahtuvia käännteitä ajankohtaisesti. Tämä menetelmä tarjoaa täydentävän lähestymistavan – sekä johdonmukaisia tuloksia – suhteessa muihin BKT:hen

vaikuttavien kysyntä- ja tarjontasokkien tunnistusmenetelmiin, kuten rakenteellisiin vektoriautoregressiomalleihin.³⁶

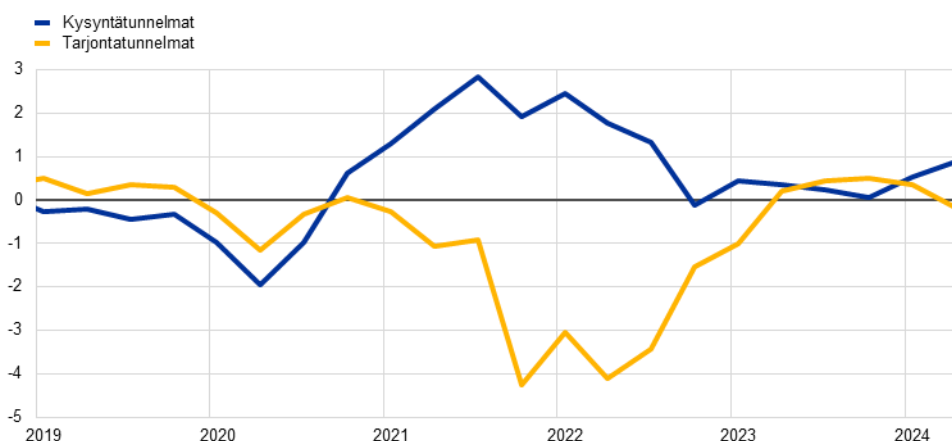
Kysyntä- ja tarjontatunnelmat ovat yleisesti ottaen normalisoituneet (kuvio B).

Euroalueen kysynnän olosuhteet – tulospuheluihin perustuvan kysyntätunnelmia kuvaavan indeksin mukaan – palasivat vuonna 2023 pitkän ajan keskiarvon mukaiselle tasolle. Kysyntätunnelmat olivat erityisen reippaat vuosina 2021 ja 2022, kun talous avautui pandemian jälkeen. Vuoden 2022 jälkipuoliskolla ne alkoivat heikentyä, ja heikkeneminen jatkui jossain määrin myös vuoden 2023 mittaam BKT:n määrän kasvun jäätyä nollan tuntumaan. Vuoden 2024 alkupuoliskolla tähän saakka kysyntätunnelma on jälleen kohentunut, mikä on sopusoinnussa siihen nähden, että talouskasvu kiihtyi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä. Tarjonnan tunnelmaindeksi puolestaan laski merkittävästi vuosina 2021 ja 2022 tuolloisten ankarien tarjontakapeikkojen ja toimitusketjun häiriöiden takia, kun kysyntä lisääntyi talouden avautumisen myötä. Vuonna 2023 se nousi merkittävästi ja ylitti historiallisen keskiarvonsa vuoden lopussa, kun tarjontakapeikoista päästiin eroon. Vuoden 2024 alkupuoliskolla indeksi on laskenut hieman pysyen kuitenkin lähellä historiallista keskiarvoaan, mikä viittaa siihen, että Lähi-idän jännitteet eivät ole heikentäneet merkittävästi yritysten kokemusta tarjontaolosuhteista. Samankaltainen kuva välittyy myös kuluttajien ja yritysten luottamusta koskevista Euroopan komission kyselyistä vuoden 2024 toiselta neljännekseltä, mikä kuvastaa sitä, että kokemus laitteiston saatavuudesta tuotantoa rajoittavana tekijänä on yleistynyt hieman ja että kysynnän katsotaan yleisesti ottaen vaikuttavan tuotantoon positiivisesti.

Kuvio B

Euroalueen kysynnän ja tarjonnan tunnelmaindeksit

(Z-arvo)



Lähteet: NL Analytics ja EKP:n laskelmat.

Huom. Nettotunnelma osoittaa tiheyttä, kuinka usein kysyntää ja tarjontaa (tarjontaketju, tarjontakapeikko, pullonkaula, tarjontahäiriö, tarjontavaje, tarjontasokki jne.) kuvaavia sanoja esiintyy yritysten tulospuheluissa. Z-arvo on laskettu vähentämällä kustakin datapisteestä sen historiallinen keskiarvo ja jakamalla tämä aikasarja keskihajonnallaan. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä (31.5. mennessä pidetyt puhelut).

³⁶ Ks. *Talouksatsauksen* 4/2023 artikkelin "The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area" kehikko 3 sekä F.U. Ruch ja T. Taskin, "Global Demand and Supply Sentiment: Evidence From Earnings Calls", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86, nro 2, huhtikuu 2024.

3 Suuremmat voittomarginaalit ovat auttaneet yrityksiä hamstraamaan työvoimaa

Vasco Botelho

Työvoiman hamstrausta (eli ylimitoitusta) kuvaava EKP:n indikaattori mittaa sellaisten yritysten osuutta, jotka eivät ole vähentäneet työvoimaansa yrityskohtaisten näkymien heikkenemisestä huolimatta. Tämä indikaattori muodostettiin ensimmäistä kertaa, ja se perustuu euroalueen yritysten rahoituksensaantia kartoittavan EKP:n ja Euroopan komission kyselytutkimuksen (SAFE) tietoihin. Työvoiman hamstrausta kuvaava indikaattori voidaan jakaa kahteen osaan. Ensimmäinen on "toimintamarginaali", joka kuvaa niiden yritysten osuutta, joiden näkymä on heikentynyt. Toinen on "työllisyysmarginaali", joka kuvaa sellaisten yritysten osuutta, jotka eivät ole vähentäneet työvoimaansa näkymiensä heikkenemisestä huolimatta. Toimintamarginaali osoittaa, missä määrin epäsuotuisat sokit vaikuttavat euroalueen yritysten näkymiin, ja työllisyysmarginaali kuvastaa yritysten kykyä pitää kiinni työvoimastaan epäsuotuisan sokin kohdatessaan.³⁷

Vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä työvoimaa hamstranneiden yritysten osuus pysyi suurempana kuin ennen pandemiaa (kuvio A).³⁸

Työvoiman hamstrausta kuvaava indikaattori oli vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä 22,2 prosentissa eli verrattain korkealla verrattuna pandemiaa edeltäneeseen 12,7 prosentin keskiarvoon (vuoden 2014 kolmannesta neljänneksestä vuoden 2019 kolmanteen neljännekseen). Indikaattori paljastaa, että merkittävä osuus yrityksistä (30,2 %) on havainnut omien tulevaisuudennäkymiensä heikentyneen viimeksi kuluneiden kuuden kuukauden aikana. Näistä yrityksistä 73,5 % jätti vähentämättä työvoimaansa samalla jaksolla. Yritysten kyky ylläpitää työvoimaa heikkeni vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä hieman, sillä vastaava luku oli 76,1 % vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä, mutta se pysyi kuitenkin suurin piirtein pandemiaa edeltäneellä keskiarvotasollaan. Näin ollen toimintamarginaali kasvoi huomattavasti pandemiaa edeltäneestä jaksosta, kun taas työllisyysmarginaali pysyi jokseenkin ennallaan.

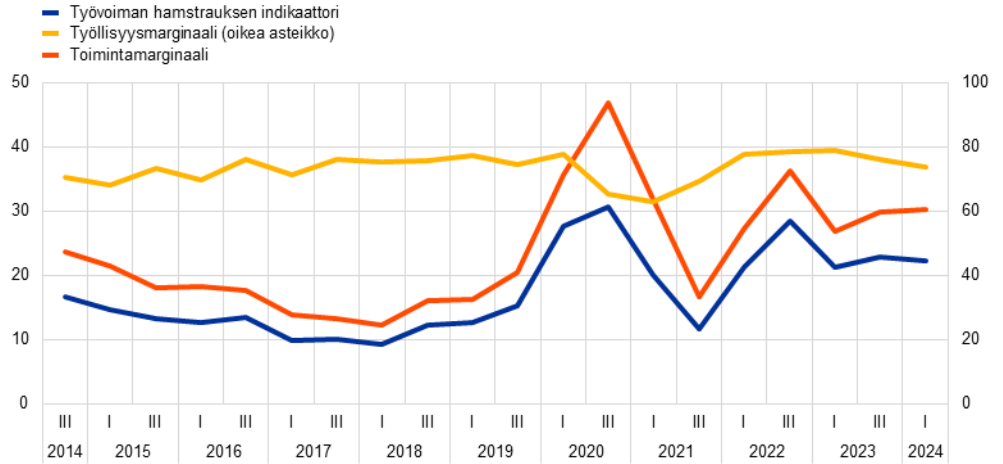
³⁷ Yrityskohtaisia näkymiä koskeva arvio perustuu kysymykseen "Minkä seuraavista tekijöistä sanoisitte [yrityksenne kokemusten ja näkemysten mukaan] parantuneen, pysyneen ennallaan tai heikentyneen kuuden viime kuukauden aikana?" sekä tekijään "Myyntiä, kannattavuutta tai liiketoimintasuunnitelmaa koskevat yrityskohtaiset näkymänne". Kysymys on luonteeltaan laadullinen. Sellaisenaan se voi viitata siihen, että yrityksen näkymät ovat pysyneet suotuisina.

³⁸ Työvoiman hamstrauksen kasvun ohella työllisyyden kehitys on saanut tukea myös reaali-palkkojen laskusta. Tätä tekijää tarkastellaan yksityiskohtaisemmin tämän *Talouskatsauksen* kehikossa "Euroalueen työllisyyden pandemian jälkeisen kasvun taustatekijät: malliin perustuva näkökulma".

Kuvio A

Työvoiman hamstrauksen indikaattori

(osuus yrityksistä, prosentteja)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission kysely yritysten rahoituksensaannista (SAFE).

Huom. Työvoiman hamstrauksen indikaattori tarkoittaa sellaisten yritysten osuutta, jotka eivät ole vähentäneet työvoimaansa yrityskehityksen näkökulmista huolimatta. Toimintamarginaali kuvaa sellaisten yritysten osuutta, joiden yrityskehityksen näkökulmista huolimatta heikentyneet kuuden edellisen kuukauden aikana, kun taas työllisyysmarginaali kuvaa sellaisten yritysten osuutta, jotka eivät ole vähentäneet työvoimaansa suhteessa kaikkiin näkymiensä heikentymisestä samalla jaksolla raportoineisiin yrityksiin. Ensimmäisen neljänneksen aallot kattavat loka–maaliskuun, kolmannen neljänneksen aallot kattavat huhti–syyskuun.

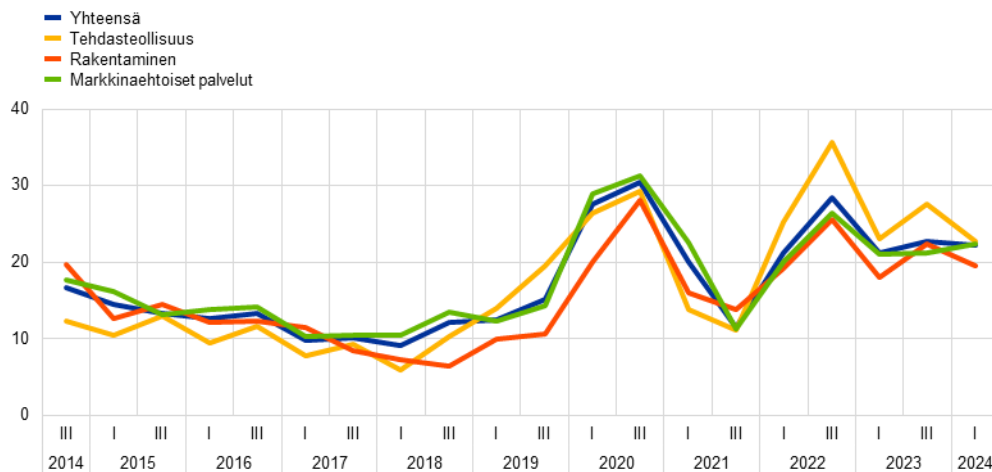
Työvoiman hamstrauksen indikaattori on noussut yleisesti pandemiaa edeltäneeltä tasoltaan; nousu oli selvintä tehdasteollisuudessa (kuva B).

Vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä työvoiman hamstrauksen indikaattori oli 22,8 % tehdasteollisuudessa, 19,6 % rakennusalalla ja 22,4 % markkinaehtoisissa palveluissa. Työvoiman hamstraus pysyi kaikilla sektoreilla verrattain voimakkaana suhteessa pandemiaa edeltäneeseen jaksoon, jolloin keskiarvotasot näillä sektoreilla olivat 11,2 %, 11,4 % ja 13,3 %. Sittenkin energian hinnannousun myötä työvoiman hamstrauksen kasvu oli selvintä tehdasteollisuudessa, jossa se oli suurimmillaan 35,6 % vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä. Myös muiden sektorien yritykset harjoittivat työvoiman hamstrausta liiketoimintaympäristön heikentyessä, sillä 25,6 % rakennusalan yrityksistä ja 26,5 % markkinaehtoisia palveluja tarjoavista yrityksistä ei raportoinut työvoiman vähennyksistä, vaikka niiden taloudelliset näkymät heikentyivät.

Kuvio B

Työvoiman hamstrausta kuvaava indikaattori sektoreittain

(osuus yrityksistä, prosentteja)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission kysely yritysten rahoituksensaannista (SAFE).

Huom. Työvoiman hamstrausta kuvaava sektori-indikaattori tarkoittaa sellaisten yritysten osuutta, jotka eivät ole vähentäneet työvoimaansa yritys kohtaisten näkyvien heikkenemisestä huolimatta verrattuna muihin saman taloudellisen toiminnan sektorin yrityksiin.

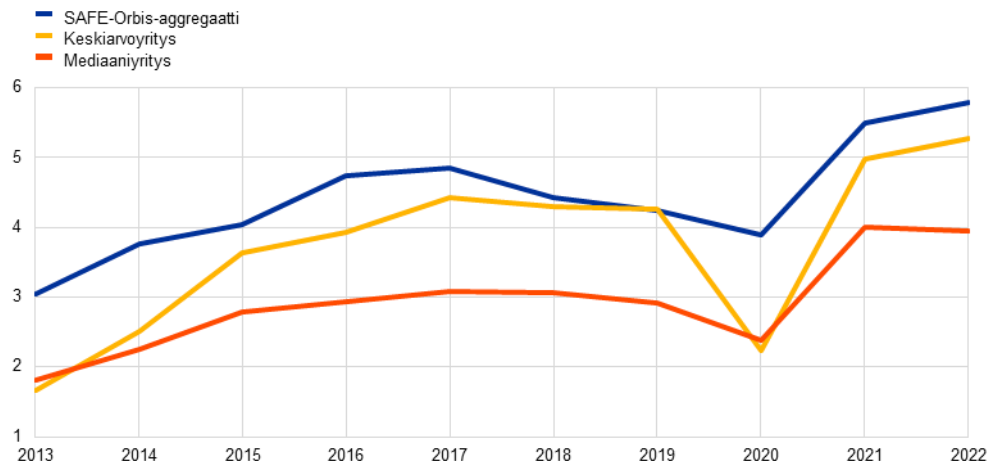
Yritysten voittomarginaalit kasvoivat olennaisesti pandemiaa seuranneella elpymisjaksolla, ja ne olivat vuonna 2022 suurimmillaan vuosikymmeneen (kuvio C).³⁹ Yritysten voittomarginaalit (voitto ennen veroja suhteessa liikevaihtoon) nousivat jakson 2014–2019 keskimääräisestä 4,3 prosentista noin 5,8 prosenttiin vuonna 2022. Vastaava nousu havaittiin myös yritystasolla keskiarvo- ja mediaaniyrityksissä. Keskiarvoyrityksen voittomarginaali nousi vuosina 2014–2019 olleesta 3,8 prosentista 5,3 prosenttiin vuonna 2022, kun taas mediaaniyrityksen voittomarginaali nousi samaan aikaan 2,8 prosentista 3,9 prosenttiin.

³⁹ Täydennämme SAFE-tutkimuksen tietoja Orbis-tietokannasta poimituilla edellisvuotisilla yritysten tasetiedoilla. Voittomarginaali on määritelty yrityksen voittona ennen veroja suhteessa sen liikevaihtoon. SAFE-Orbis-aineiston mukainen voittomarginaalien kasvu vuosina 2021–2022 on sopusoinnussa makrotasolla havaitun yksikkökohtaisen voiton kasvun kanssa, joskaan luvut eivät ole suoraan verrannollisia. Tasetiedot tulevat saataville Orbis-tietokantaan viipeellä siten, että tuoreimmat analyysissämme hyödynnetyt SAFE-Orbis-aineiston voittomarginaalit ovat vuodelta 2022.

Kuvio C

Yritysten voittomarginaalien kehitys

(prosentteja)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission kysely yritysten rahoituksensaannista (SAFE) ja Moody'sin Orbis-tietokanta.
Huom. SAFE-Orbis-aineiston kokonaisvoittomarginaali on muodostettu laskemalla yhteen jokaisen Orbis-tietokantaan kuuluvan yrityksen voitot ennen veroja sekä liikevaihdot ja laskemalla sitten niiden pohjalta voittomarginaaliprosentti. Tasetiedot tulevat saataville Orbis-tietokantaan viiveellä siten, että tuoreimmat analyysissämme hyödynnetyt SAFE-Orbis-aineiston voittomarginaalit ovat vuodelta 2022.

Suurten voittomarginaalien arvioidaan parantaneen yritysten kykyä ylimitoittaa työvoimansa tilanteessa, jossa niiden talousnäkyminen on kohdistunut epäsuotuisa taloudellinen sokki (kuvio D). Voittomarginaalien ja työvoiman hamstrauksen suhdetta on estimoitu yritystasoisella regressioanalyysillä.⁴⁰ Voittomarginaalin kasvu 1 prosenttiyksiköllä lisää arviolta 0,2 prosenttiyksiköllä sellaisten yritysten osuutta, jotka hamstraavat työvoimaansa näkymien heikentyessä. Työvoiman hamstraamisen kasvu johtuu työllisyysmarginaalista, jonka arvioidaan kasvavan noin 0,4 prosenttiyksiköllä, kun taas toimintamarginaalin arvioidaan pysyvän pitkälti muuttumattomana korkeammasta voittomarginaalista huolimatta.⁴¹ Tämä kertoo siitä, että voittomarginaalien kasvun myötä yritysten oli helpompi välttää vähentämästä työvoimaansa, kun sokit heikensivät niiden talousnäkyviä pandemian jälkeisessä tilanteessa.

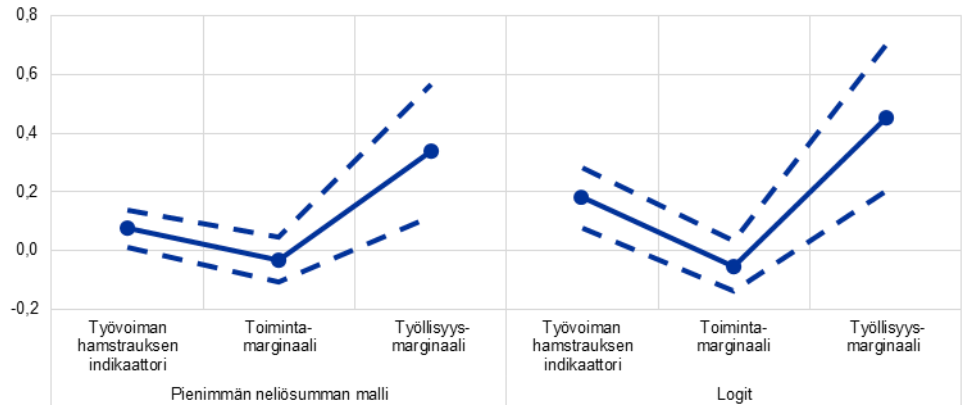
⁴⁰ Nämä regressiot sisältävät yritystason kiinteitä vaikutuksia, jotka ottavat huomioon yrityksen havaitsemattomat ominaisuudet sekä aikaan sidotut vaikutukset, jotka huomioivat suhdannevaihteluiden muutokset ja yritysten muuttuvan koostumuksen kussakin SAFE-aallossa.

⁴¹ On syytä korostaa, että yritysten päätös hamstrata työvoimaa on rationaalinen ja sopuisuudessa pitkän aikavälin tuloksen maksimointitavoitteen kanssa. Voittoaan maksimoivat yritykset päättävät hamstrata työvoimaa silloin, kun irtisanomisten, uudelleenrekrytointien ja koulutuksen kustannukset ylittävät ylimitoitettun työvoiman ylläpidon kustannukset.

Kuvio D

Yrityksen voittomarginaalin 1 prosenttiyksikön nousun vaikutus työvoiman hamstraukseen

(prosenttiyksikköjä)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission kysely yritysten rahoituksensaannista (SAFE) ja Moody'sin Orbis-tietokanta. Huom. Yrityksen voittomarginaalin muutoksen vaikutus on estimoitu paneeliaineistomenetelmillä regressoimalla yrityksen työvoiman hamstrauksen indikaattoria ja: (i) yrityksen voittomarginaalia edellisellä tilivuodella, (ii) aikavaikutusta, jolla kontrolloidaan muutoksia suhdannetilanteessa sekä (iii) yrityskohtaisia kiinteitä vaikutuksia. Pienimmän neliösumman mallissa (OLS) yritysten painokertoimet vaihtelevat ajankohdasta toiseen. Logit-mallissa yritysten painot ovat kiinteitä.

Voittomarginaalien kasvun vaikutus työvoiman hamstraukseen oli sektoreittain laaja-alaista mutta voimakkainta rakennusalailla.

Voittomarginaalin kasvun estimoitu vaikutus työvoiman hamstrauksen indikaattoriin on 0,1 prosenttiyksikköä teollisuudessa, 0,5 prosenttiyksikköä rakentamisessa ja 0,2 prosenttiyksikköä markkinaehtoisissa palveluissa. Vaikka työvoiman hamstrauksen muutokset kaikilla sektoreilla johtuivat pääasiassa yritysten talousnäkyimiä heikentäneistä ulkoisista sokeista, suuret voittomarginaalit pysyivät tärkeänä tekijänä, joka osaltaan ylläpiti yritysten kykyä hamstrata työvoimaa.

Voittomarginaalien kiristyminen saattaa vaikuttaa työllisyyden kasvuun lähitulevaisuudessa.⁴² Vuosien 2021–2022 suuret voittomarginaalit ovat alkaneet normalisoitua kohti pandemiaa edeltäneitä tasojaan. Näin ollen voittomarginaalien kaventuminen todennäköisesti osaltaan rajoittaa yritysten kykyä hamstrata työvoimaa vastaisuudessa. Jatkossa yritysten odotetaan aiempaa vähemmässä määrin tukevan työvoiman kasvua.

⁴² Työvoiman hamstrauksen viimeaikainen kehitys on vaikuttanut myös työvoiman tuottavuuteen, ks. O. Arce ja D. Sondermann, "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", EKP:n blogi, 6.5.2024.

4 Euroalueen työllisyyden pandemian jälkeisen kasvun taustatekijät: malliin perustuva näkökulma

Agostino Consolo ja Claudia Foroni

Reaalipalkkojen sopeutumisella on ollut keskeinen vaikutus euroalueen työllisyyden kasvuun pandemian jälkeen. Tässä kehikossa tarkastellaan työllisyyden kasvun kehitystä pandemian jälkeen keskittyen alkuvuodesta 2022 alkavaan jaksoon. Työllisyyden kasvu on ollut talouskasvuun verrattuna huomattavan voimakasta ympäristössä, jolle oli leimallista energian erittäin korkea hinta. Sopeutumismekanismi poikkesi 1970-luvun energiakriisistä, jonka aikana reaalipalkat kasvoivat tuntuvasti ja tuottavuuden kasvua nopeammin. Sitä vastoin alkuvuodesta 2022 lähtien reaalipalkat ovat supistuneet tuottavuutta enemmän, minkä ansiosta yrityksillä on ollut katteissaan joustovaraa, ja ne ovat kyenneet jatkamaan uusien työpaikkojen luomista samaan aikaan, kun osaavasta työvoimasta on ollut pulaa. Seuraavassa empiirisessä analyysissä valotetaan työllisyyden viimeaikaisen kehityksen keskeisiä taustatekijöitä.

Pandemian jälkeen euroalueen työllisyys on kasvanut merkittävästi voimakkaammin kuin sen talous (kuvio A, kohta a).⁴³ Työllisyyden kasvu vuoden 2022 ensimmäisestä neljänneksestä lähtien on ollut historiallisesti katsoen poikkeuksellisen voimakasta. Yksi tapa tarkastella työllisyyden kehitystä on ”Okunin laki”, joka kuvaa työllisyyden kasvun ja talouskasvun suhdetta.⁴⁴ Tätä suhdetta euroalueella koskevien empiiristen estimaattien mukaan työllisyyden odotetaan kasvavan noin puolella BKT:n kasvuvauhdista sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä⁴⁵ (yksinkertaiset estimaatit Okun-joustopista vaihtelevat välillä 0,2–0,5). Työllisyyden kasvu on kuitenkin vahvistunut merkittävästi vuoden 2022 ensimmäisestä neljänneksestä lähtien ja se on ollut viime aikoina BKT:n kasvua nopeampaa. Tämän ei voida katsoa johtuvan pelkästään pandemian jälkeisestä elpymisestä, sillä muutosta oli tapahtunut jo vuoden 2021 lopussa.

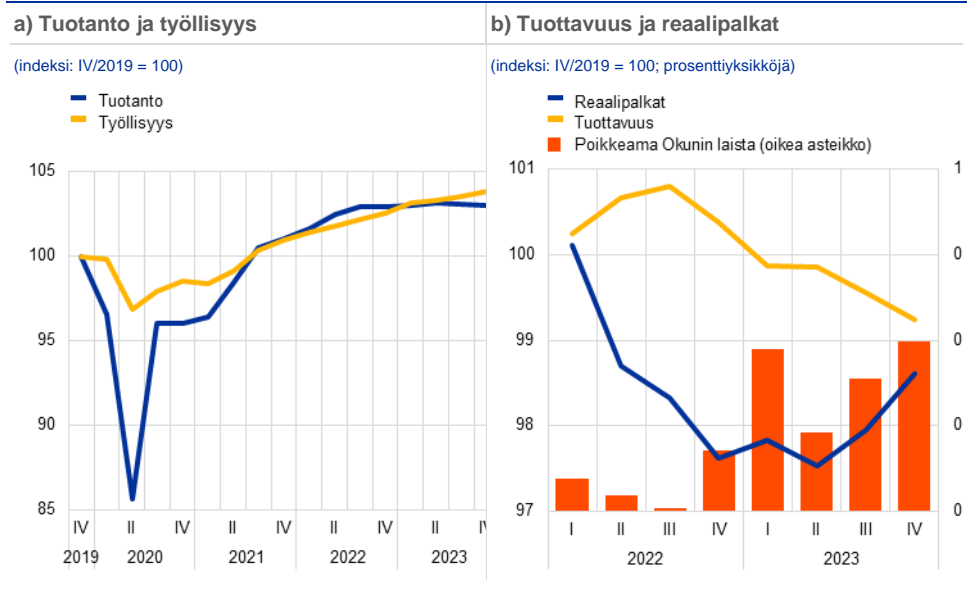
⁴³ Ks. tässä kehikossa esitetyt tulokset täydentävä euroalueen työmarkkinoiden perusteellinen kuvaus *Talouskatsauksen 6/2023* kehikosta ”Euroalueen työvoiman viimeaikainen kehitys ja taustatekijät”, O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva ja M. Mohr, ”More jobs but fewer working hours”, *EKP:n blogi*, 7.7.2023 sekä *Talouskatsauksen 6/2022* kehikko ”Julkisen sektorin työllistävä vaikutus koronakriisin aikana”.

⁴⁴ Ks. L. Ball, D. Leigh ja P. Loungani, ”Okun’s Law: Fit at 50?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, nro 7, 2017, s. 1413–1441.

⁴⁵ Ks. R. Anderton, T. Arank, B. Bonthuis ja V. Jarvis, ”Disaggregating Okun’s law”, *Working Paper* -julkaisusarjan nro 1747, EKP, Frankfurt am Main, joulukuu 2014.

Kuvio A

Okunin laki, tuottavuus ja reaali-palkat



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio b) kuvaa yksityisen kulutuksen deflaattorilla deflaatioituja reaali-palkkoja. Myös BKT:n deflaattoria käytettäessä tuottavuuden ja reaali-palkkojen kuilu on positiivinen, mutta se on määrällisesti pienempi ja sulkeutuu vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä. Tuottavuus mitataan tuotantona työntekijää kohden. Punaiset palkit kuvaavat poikkeamaa (prosenttiyksikköinä) Okunin laista. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä.

Reaali-palkkojen supistuminen tuottavuutta nopeammin on tukenut

työpaikkojen luontia. 1970-luvun kehityksestä poiketen reaali-palkat sopeutuivat vuoden 2022 energiakriisin jälkeen työn tuottavuutta nopeammin, mikä tuki työpaikkojen luontia (kuvio A, kohta b). Reaali-palkkojen ja tuottavuuden kasvuvauhtien eriytyminen sai työllisyyden kasvamaan BKT:n kehitykseen nähden poikkeuksellisen nopeasti, mikä on sopusoinnussa suhteessa suureen poikkeamaan Okunin laista. Sen lisäksi, että tällainen reaali-palkkojen sopeutuminen antaa syyn työpaikkojen luomiselle, se voi myös rajoittaa työpaikkojen häviämistä lisäämällä olemassa olevien työsuhteiden arvoa yritysten kannalta (ja lisätä siten työvoiman ylimitoitusta) aikoina, jolloin yritysten kannattavuus on korkealla tasolla ja osaavan työvoiman tarjonta on niukkaa.⁴⁶

Okunin lakiin perustuvan empiirisen mallin tarkastelu osoittaa, että kysynnän vaihtelu ja reaali-palkkojen sopeutuminen energiakriisin jälkeen ovat

myötävaikuttaneet työllisyyden kasvun ja tuotannon kehityksen

erkaantumiseen. Analyysissämme työllisyyden vaihtelun taustatekijöitä selitetään rakenteellisella bayesiläisellä vektoriautoregressiivisellä mallilla (BVAR), joka sisältää kokonaiskysyntäsokin ja kolme kokonaistarjontasokkia (neutraali teknologia,

⁴⁶ Ks. kannattavuuden roolista tämän *Talouksatsoituksen* kehikko "Suuremmat voittomarginaalit ovat auttaneet yrityksiä ylimitoittamaan työvoimaa".

tuotannontekijän substituoitua ja työmarkkinasokki).⁴⁷ Neutraali teknologiasokki voidaan käsittää kokonaistuottavuuden laskuna, joka johtaa vastaavaan pääoman ja työvoiman käytön supistumiseen ja johon usein liittyy muitakin häiriöitä, kuten globaaleja tarjontaketjun kapeikkoja.⁴⁸ Tuotannontekijäsokki puolestaan kuvaa työvoiman ja muiden tuotannontekijöiden (ei välttämättä pelkän pääoman) välitöntä substituoitua. Energian ja välituotteiden hintojen noustessa voimakkaasti on luonnollista olettaa, että myös uudelleenkohdentumis- ja substituoituaikutusta tapahtuu.⁴⁹ Kunkin taustatekijän määrällistä merkittävyyttä mitataan soveltamalla mallia dataan. Kuvio B osoittaa historiallisen hajotelman siitä, miten nämä neljä sokkia ovat vaikuttaneet tuotannon ja työllisyyden kasvuun. Alkuvuodesta 2022 lähtien neutraalien teknologiasokkien vaikutus (punainen palkki) sekä tuotantoon että työllisyyteen on ollut pitkälti negatiivinen, mikä johtui pääasiassa globaaleista tarjontakapeikoista. Tuotannontekijöiden substituoitiosokilla (vihreä palkki) on ollut keskeinen vaikutus tuotannon supistumiseen ja työllisyyden kasvuun, mikä korostaa tuotannontekijöiden keskinäisen substituution mahdollista merkitystä. Tämä kuvastaa tuotannontekijöiden suhteellisten hintojen muutosta, jossa työvoima muuttui edullisemmaksi suhteessa energiaan ja pääomaan.

⁴⁷ BVAR-malli erittelee tuotannon ja työllisyyden kasvun mahdolliset taustatekijät (ks. A. Consolo ja C. Foroni, "The euro area labour market: and yet, it moves!", julkaisematon käsikirjoitus). Mallin estimoinnissa on käytetty neljännesvuotuisia tietoja työllisyydestä, BKT:n määrästä, yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) mukaisesta inflaatiosta, reaali-palkoista (BKT:n deflaattorilla deflaoituna) sekä nimellisistä koroista vuosina 1970–2023. Identifiointistrategia on johdettu etumerkkirajoittein teoreettisista työmarkkinamalleista (ks. M. Abbritti ja A. Consolo, "[Labour market skills, endogenous productivity and business cycles](#)", *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2651, EKP, helmikuu 2022, ja C. Foroni, F. Furlanetto ja A. Le Petit, "[Labor supply factors and economic fluctuations](#)", *International Economic Review*, 2018, vol. 59, s. 1491–1510).

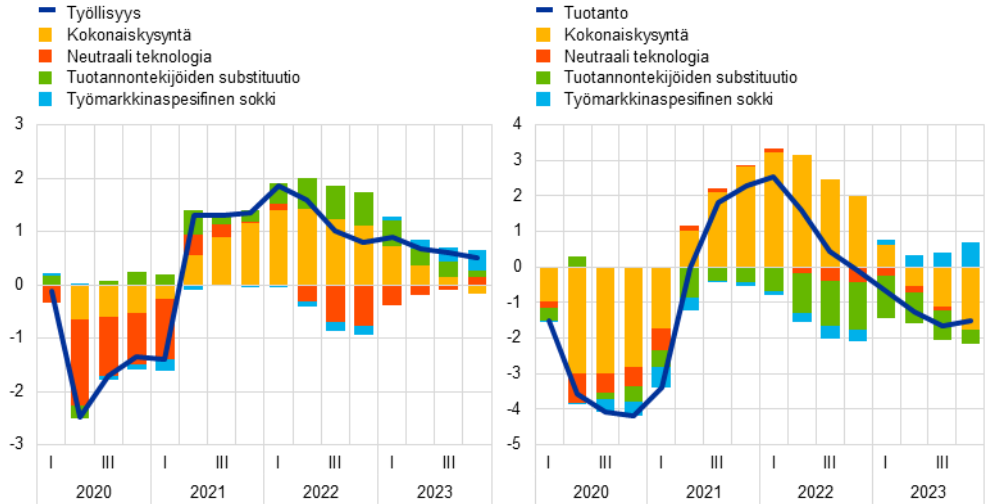
⁴⁸ Ks. O. Blanchard ja J. Galí, "The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?", *Working Papers* -julkaisusarjan nro 15467, NBER, 2010.

⁴⁹ Tutkimuskirjallisuus on keskittymässä entistä enemmän sokkeihin, jotka johtavat samansuuntaiseen negatiiviseen liikkeeseen tuottavuudessa ja työllisyydessä. Tällaisia ovat muun muassa ns. automaatiotosokit (ks. C. Foroni ja F. Furlanetto, "[Explaining deviations from Okun's law](#)", *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2699, EKP, elokuu 2022) ja sektorikohtaiset sokit, jotka muuttavat pääomaintensiteettiä eri sektoreilla, kuten on esitetty artikkelissa D. Acemoglu ja V. Guerrieri, "[Capital Deepening and Nonbalanced Economic Growth](#)", *Journal of Political Economy*, 2008, vol. 116, s. 467–498.

Kuvio B

Työllisyyden ja tuotannon historiallinen hajotelma

(prosenttimuutos ja kontribuutiot prosenttiyksikkönä)



Lähde: A. Consolo ja C. Foroni, "The euro area labour market: and yet, it moves!", julkaisematon käsikirjoitus.

Huom. Viivat kuvaavat työllisyyden (vasen kohta) ja tuotannon (oikea kohta) vuotuisia kasvuvauhteja poikkeamana niiden vastaavista deterministisistä komponenteista. Palkit kuvaavat kunkin sokin vaikutusta prosenttiyksikkönä. Kunkin sokin taloudellinen merkitys on kuvattu kehikon leipätekstissä. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä.

Kysynnän elpyminen tuki työllisyyden ja tuotannon kasvua vuoden 2023

alkuun saakka. Sitten kysynnän heikkeneminen on hidastanut enemmän

talouden kuin työllisyyden kasvua, joten poikkeama Okunin laista on kasvanut.

Kysyntäpuolen tekijät – raha- ja finanssipolitiikka mukaan lukien – ovat edistäneet työllisyyden kasvua, kuten kuvion B keltaisista palkeista voidaan havaita.

Esimerkkejä työllisyyttä tukevista finanssipoliittisista toimista ovat julkisen sektorin työntekijöiden määrän kasvu sekä eräissä euroalueen maissa toteutettujen oppisopimusjärjestelmien ja verohuojennusten välilliset vaikutukset. Yhdessä energiaan liittyvien kohdennettujen politiikkatoimien kokonaiskysyntään kohdistuvien vaikutusten kanssa ne auttoivat ylläpitämään kysyntää ja työpaikkoja, jolloin työllisyyteen kohdistui voimakkaampi vaikutus kuin tuotantoon.⁵⁰ Rahapolitiikan kiristymisen vaikutukset kuitenkin johtivat kysynnän huomattavaan vaimenemiseen, työllisyyden kasvun hidastumiseen ja talouskasvun heikkenemiseen. Malli viittaa siihen, että kysynnän muutos vaimensi nopeammin talouden kuin työllisyyden kasvua. Vuodelle 2022 malli osoittaa vain vähäisiä työmarkkinaspesifeihin taustatekijöihin kohdistuvia vaikutuksia (siniset palkit), jotka johtuvat osallistumisasteen laskusta ja työntekijöiden neuvotteluvoiman paranemisesta.⁵¹

Nämä vaikutukset ovat osittain palautuneet vuonna 2023 aiemmille tasoilleen, mikä johtui mahdollisesti automaattisten palkkojen indeksitarkistusohjelmien puuttumisesta sekä siitä, että inflaatio-odotukset pysyivät vuonna 2022 hyvin maltillisina. Aiemmista energiakriiseistä (kuten 1970-luvun kriisistä) poiketen nämä

⁵⁰ Ks. *Talouksatsauksen 2/2023* kehikko "Euroalueen finanssipoliittiset toimet energiakriisin ja nopean inflaation kompensoimiseksi – päivitettyt estimaatit".

⁵¹ Työmarkkinaspesifinen sokki käsittää työntekijöiden neuvotteluvoiman tai työvoiman tarjonnan taustatekijät. Työmarkkinalähtöisten sokkien on osoitettu olevan määrällisesti merkityksellisiä työllisyyden ja palkkojen kehityksen selittämisessä (ks. A. Consolo, C. Foroni ja C. Martínez Hernández, "A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2023, vol. 85, s. 1048–1082).

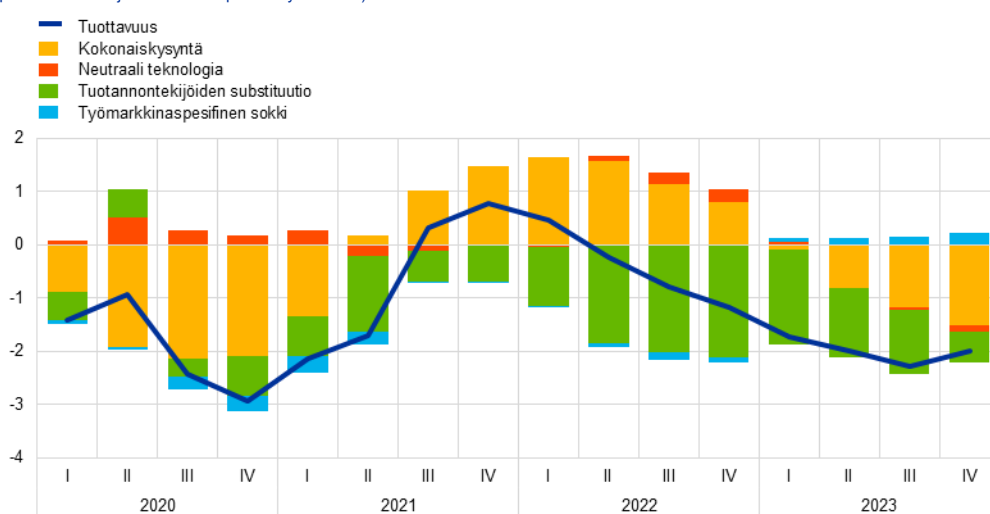
tekijät ovat saaneet työmarkkinat sopeutumaan pikemminkin reaali-palkkojen kuin työttömyysasteen nousun kautta.

Mallin mukaan tuottavuuden viimeaikainen heikkeneminen johtuu suurelta osin syklisistä tekijöistä. Pandemian jälkeen tuottavuus elpyi, mutta energiakriisi heikensi sitä sittemmin tuntuvasti. Lisäksi työmarkkinoiden poikkeuksellinen vahvuus on entisestään korostanut euroalueen tuottavuuden syklisyyttä. Malli osoittaa, että tuotannontekijäsokin käynnistämä työmarkkinoiden vahvuus on kärjistänyt työn tuottavuuden heikkenemistä (kuvio C). Sama sokki myös teki reaali-palkoista edullisempia ja siten vahvisti työllisyyteen kohdistuvaa positiivista ja tuottavuuteen kohdistuvaa negatiivista vaikutusta. Tuottavuuden sopeutuminen liittyy myös kysyntäpuolen tekijöihin (keltaiset palkit), joiden vaikutus on viime aikoina muuttunut negatiivisemmaksi mutta joiden odotetaan väistyvän pidemmällä aikavälillä. Tuotannontekijöiden substituutiosokki on väistymässä, mikä johtuu osaltaan myös energian hinnan ja reaali-korkojen muutoksista, mutta muilla tarjontapuolen tekijöillä, kuten innovaatiolla, digitalisaatiolla, väestön vanhenemisella ja muilla rakenteellisilla trendeillä saattaa olla euroalueen tuottavuuden kehityksen kannalta pitkäaikaisempia vaikutuksia.

Kuvio C

Työn tuottavuuden historiallinen hajotelma

(prosenttimuutos ja kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähde: A. Consolo ja C. Foroni, "The euro area labour market: and yet, it moves!", julkaisematon käsikirjoitus.

Huom. Tuottavuus mitataan tuotantona työntekijää kohden. Viiva kuvaa tuottavuuden vuotuista kasvua poikkeamana deterministisestä komponentista. Palkit kuvaavat kunkin sokin vaikutusta prosenttiyksikköinä. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä.

Useiden tämänhetkisten tuottavuuden kasvua heikentävien tekijöiden odotetaan vastaisuudessa väistyvän. Työllisyyttä ylläpitävien finanssipoliittisten toimien vaikutusten odotetaan hälvenevän seuraavilla vuosineljänneksillä. Energian hinta on normalisoitumassa, mikä vähentää työvoiman, energian ja pääoman keskinäistä substituutiovaikutusta. Euroalueen inflaatiovauhdin hidastuessa kohti tavoitetaan voidaan myös odottaa rahapolitiikan kysyntää hillinneen vaikutuksen tasaantuvan. Kaikkien näiden tuottavuuden heikkenemisen taustatekijöiden odotetaan hiipuvan, mikä auttaisi reaali-palkkojen ja tuottavuuden kasvuvauhtien

välistä kuilua sulkeutumaan. Kun yrityksillä on vähemmän kannustimia palkata työntekijöitä tai yllimitoittaa työvoimaansa, työllisyyden ja BKT:n suhteen normalisoituminen on todennäköistä, mikä puolestaan johtaisi myös tuottavuuden kasvun suhdanneluonteiseen sopeutumiseen.⁵²

⁵² Ks. O. Arce ja D. Sondermann, "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", *EKP:n blogi*, toukokuu 2024.

5 Elpyykö euroalueen autosektori?

Roberto A. De Santis, Virginia Di Nino, Nina Furbach, Ulla Neumann ja Pedro Neves

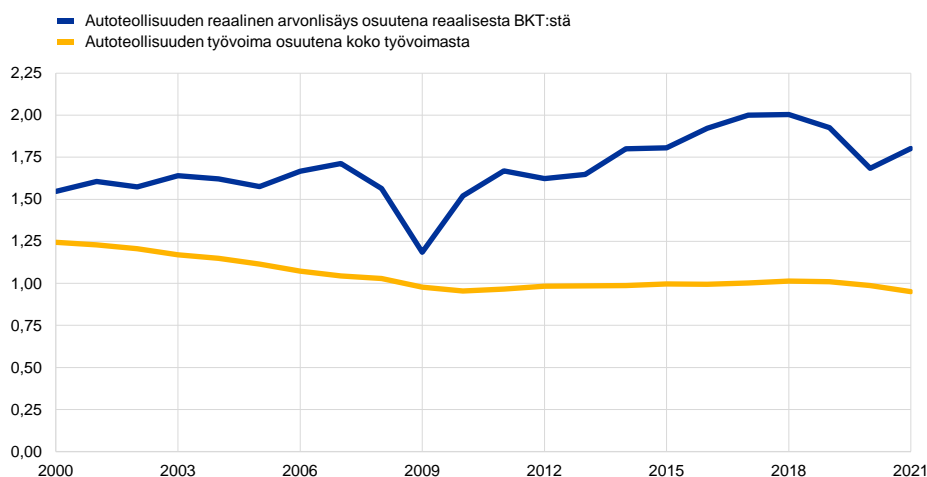
Autoteollisuuden osuus euroalueen talouden arvonlisäyksestä on merkittävä.

Autoteollisuuden osuus tehdasteollisuuden reaalisesta arvonlisäyksestä on 10 %, ja sen osuus BKT:n määrästä on hieman yli 2 %. Euroalueen kokonaistyövoimasta sen osuus on 1 % ja euroalueen ulkopuolelle suuntautuvasta viennistä 4 %. Kun sektorien väliset yhteydet otetaan huomioon, arvonlisäys lähes kaksinkertaistuu, mikä tuo selvästi esiin sektorin laajan ulottuvuuden taloudessa.⁵³ Autoteollisuuden kestäkyvyn voi todeta vertaamalla alan aiempaa kehitystä yhteenlasketun BKT:n kehitykseen. Lukuun ottamatta maailmanlaajuisia finanssikriisiä ja aivan lähiaikojen tilannetta autoteollisuus kasvoi yhteenlaskettua BKT:tä enemmän ja oli huipussaan alkuvuodesta 2018. Lisäksi sen osuus euroalueen kokonaistyövoimasta on pysynyt verraten vakaana vuodesta 2012 lähtien (ks. kuvio A).

Kuvio A

Euroalueen autoteollisuuden koko suhteessa kokonaistalouteen

(prosentteja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuorein havainto on vuodelta 2021.

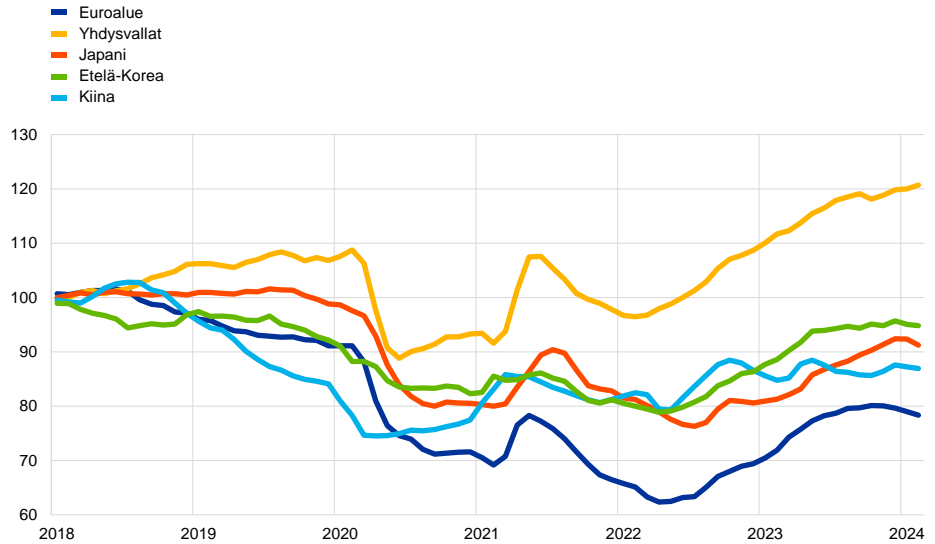
Alkuvuonna 2018 kirjatun huipun jälkeen autoteollisuus on kuitenkin kohdannut mittavia haasteita, kun tuotanto ja vienti ovat selvästi laskeneet ja jääneet pandemiaa edeltäneen tason alle. Tuotanto- ja vientivolyymit ovat elpyneet vaivalloisesti ja jääneet jälkeen kansainvälisistä kilpailijoista, ja nyt ne ovat kymmenesosan pandemiaa edeltäneen tason ja viidenneksen alkuvuoden 2018 huipputasoa alapuolella (ks. kuviot B ja C). Kilpailijat ovat menestyneet paljon paremmin: Kiinassa, Japanissa, Yhdysvalloissa ja Etelä-Koreassa autoteollisuuden kehitys on ollut vakaampaa, ja Kiinan autotuonti euroalueelle on vähitellen nousemassa merkittäväksi.

⁵³ Ks. tämän Talouskatsauksen englanninkielinen artikkeli "[Sectoral dynamics and the business cycle in the euro area](#)".

Kuvio B

Kansainvälisten kilpailijoiden autotuotannon volyymit

(12 kuukauden liukuva keskiarvo, joulukuun 2017 = 100)

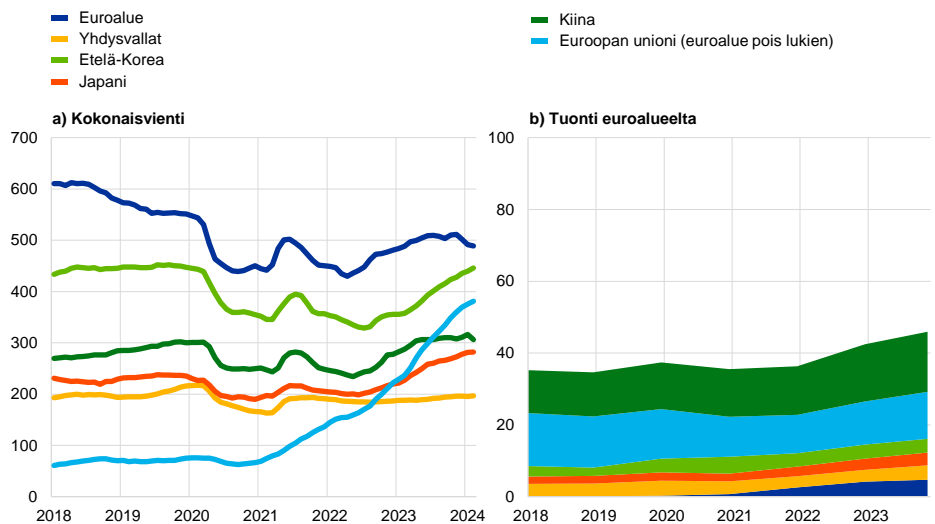


Lähteet: Eurostat, kansalliset tilastolaitokset ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuorein havainto on helmikuulta 2024.

Kuvio C

Autojen vientivolyymit ja tuontiosuudet

(kohta a: tuhansia autoja, 12 kuukauden liukuva keskiarvo; kohta b: prosentteja kotimaisesta autojen kysynnästä)



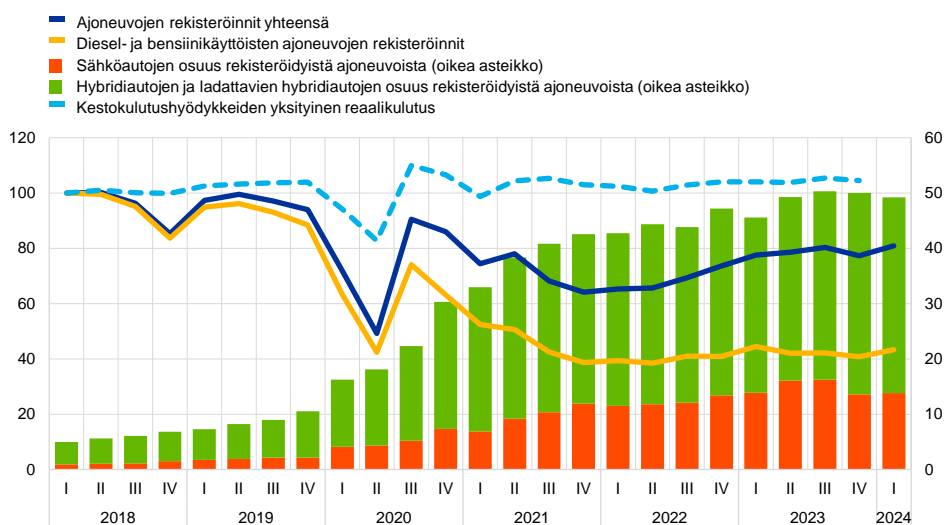
Lähteet: Trade Data Monitor, Eurostat (Statistical Office of the European Communities) ja EKP:n laskelmat.
Huom. Vientivolyymit on ilmoitettu ajoneuvoyksikköinä. Tuoreimmat havainnot kohdassa a ovat tammikuulta 2024 (ja Kiinan osalta joulukuulta 2023) ja kohdassa b vuodelta 2023.

Autoteollisuuden vaikeudet lähtivät liikkeelle polttomoottoriautojen myynnin vähenemisestä, mitä hybridi- ja sähköautojen kasvava kysyntä paikkasi vain osittain. Moottoriajoneuvojen EU-sääntely muuttui vuoden 2018 puolivälissä, jolloin tiukemmat hiilidioksidipäästöjä koskevat normit ja tarkemmat päästöttestit otettiin käyttöön ja polttomoottoriautoista tuli vähemmän houkutteleva vaihtoehto. Hybridi- ja sähköautojen myynti kasvoi tasaisesti: vuonna 2018 niitä oli kymmenesosa kaikista

rekisteröidyistä autoista, ja vuonna 2023 tämä osuus oli kasvanut jo puoleen. Euroalueella autoja rekisteröitiin vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä noin 20 % vähemmän kuin vuoden 2018 alussa (ks. kuvio D). Huomattava, suhteellisen vakaana pysynyt epäsuhta autojen rekisteröintien ja kotitalouksien kestokulutushyödykkeiden hankkimisen välillä viittaa siihen, että kotitaloudet saattavat viivästyä uusien autojen hankintaa tyyppistä riippumatta.

Kuvio D Autojen rekisteröinnit tyypeittäin

(vasen asteikko: indeksi I/2018 = 100; oikea asteikko: prosentteja rekisteröintien kokonaismäärästä)



Lähteet: European Automobile Manufacturers' Association, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä ja kestokulutushyödykkeiden osalta vuoden 2023 neljänneltä neljännekseltä.

Moottoriajoneuvojen kysyntää on vaimentanut myös hintojen nousu, jonka taustalla ovat toimitusketjujen häiriöt, kohonneet energiakustannukset ja tiukat rahoitusolot. Komponenttien toimitusaika piteni pandemian aikana erityisesti euroalueella, joka on vahvasti integroitunut globaaleihin tuotantoketjuihin. Lisäksi syyskuun 2021 jälkeen energian hintapiikit ovat siirtyneet tuottajahintoihin ja autojen lopullisiin kuluttajahintoihin.⁵⁴ Viime kädessä myös rahapolitiikan kiristymisestä johtuva korkojen nousu on hillinnyt leasing-rahoitusta ja autoluottoja, mikä vähensi sekä kotimaisten että ulkomaisten autojen kysyntää.

Haasteista huolimatta euroalue on suurelta osin onnistunut puolustamaan asemaansa maailmanmarkkinoilla toteuttamalla kilpailijoitaan nopeamman siirtymän sähkö- ja etenkin hybridi-ajoneuvoihin. Näiden ajoneuvojen vienti on noussut alhaiselta tasolta ja on tällä hetkellä yli kolmasosa kaikista viennin ajoneuvoyksiköistä. Vaikka euroalueen markkinaosuus on viime vuosina supistunut, arvolla mitattuna lasku on ollut suhteellisen vähäinen (2,5 prosentin lasku arvolla mitattuna sitten vuoden 2017).⁵⁵ Lisäksi markkinaosuuden supistuminen

⁵⁴ Ks. *Talouksatsauksen 7/2022* kehikko "Motor vehicle sector: explaining the drop in output and the rise in prices", ja R. A. De Santis, "Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices", *International Journal of Central Banking*, 2024, vol. 20, s. 193–236.

⁵⁵ Ks. I. Schnabel, "The future of inflation (forecast) targeting", puhe, International Research Forum on Monetary Policy, Federal Reserve Board, Washington, D.C., (kalvo 8), 17.4.2024.

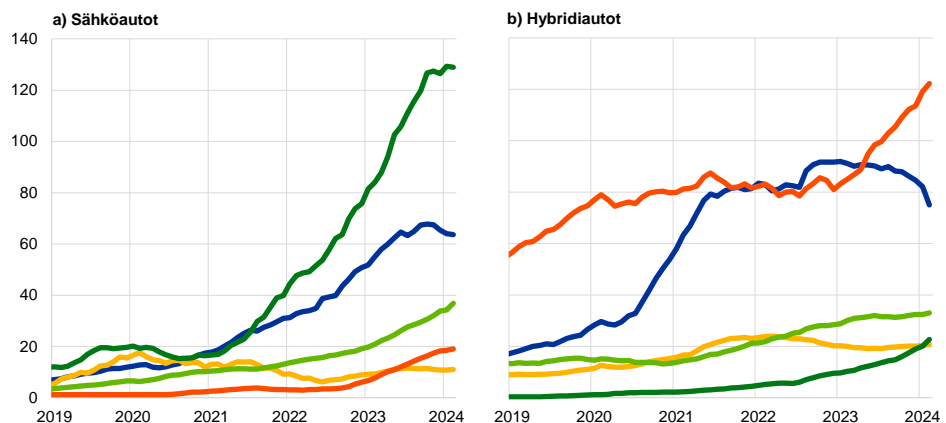
koskee yksinomaan perinteisten autojen segmenttiä, ja osittain sitä kompensoi mittava kasvu hybridi- ja sähköautojen segmentissä (ks. kuvio E). Vaikka Kiina onkin saanut huomattavasti jalansijaa sähköautojen segmentissä, tähän asti kyseessä ovat olleet pääasiassa pienet ja edulliset ajoneuvot. Euroalue on säilyttänyt asemansa toiseksi suurimpana sähköautojen tuottajana vuodesta 2020 ja hybridiautojen tuottajana vuodesta 2022 lähtien. Lisäksi euroalueen autonvalmistajat ovat perinteisesti erikoistuneet luksussegmenttiin, joka nauttii verrattain pienestä kysynnän hintajoustosta.⁵⁶ Euroalueen autonvalmistajien kannattavuus onkin pysynyt erittäin hyvänä, ja vuosina 2022 ja 2023 niillä on ollut korkeimmat nettovoittomarginaalit tärkeimpiin kansainvälisiin kilpailijoihin nähden. Se kuvastaa euroalueen kestäkykyä ja kilpailukykyä kansainvälisillä automarkkinoilla.

Kuvio E

Sähköautojen ja hybridiautojen vientivolyymit

(tuhansia autoja, 12 kuukauden liukuva keskiarvo)

— Euroalue
— Yhdysvallat
— Etelä-Korea
— Japani
— Kiina



Lähteet: Trade Data Monitor ja EKP:n laskelmat.

Huom. Vientivolyymit on ilmoitettu ajoneuvoyksikköinä. Tuorein havainto on helmikuulta 2024.

Euroalueen autoteollisuuden kestävyys kiihtyvän ulkomaisen kilpailun edessä näkyy myös siinä, että se on maailman autoteollisuuden jakelukeskus.

Vaikka haasteena ovat esimerkiksi Kiinan tuonnin ja tuonnin penetraation kasvu⁵⁷, euroalueella vaikuttaa edelleen olevan kilpailuetu kuljetuslaitteiden alalla, mikä käy ilmi sen suotuisasta nettomääräisestä kauppataaseesta.⁵⁸ Vuonna 2022 euroalueella tuotettujen kuljetuslaitteiden maailmanlaajuinen vienti oli suurempi kuin vastaavien laitteiden tuonti, mikä selvästi osoittaa viennin vahvuuden tällä saralla (kuvio F). Vaikka kiinalaiset tuotteet näkyvät jatkuvasti vahvemmin euroalueen markkinoilla (kuvio B) ja Kiinalla on hallitseva asema maailman akkutuotannossa, euroalueen

⁵⁶ Sisäiset empiiriset analyysit osoittavat, että euroalueen vientiyksiköt ovat vähemmän alttiita autojen hintojen muutoksille verrattuna muihin keskeisiin kansainvälisiin tuottajiin (Japani, Yhdysvallat ja Etelä-Korea) ja huomattavasti vähemmän alttiita verrattuna Kiinaan.

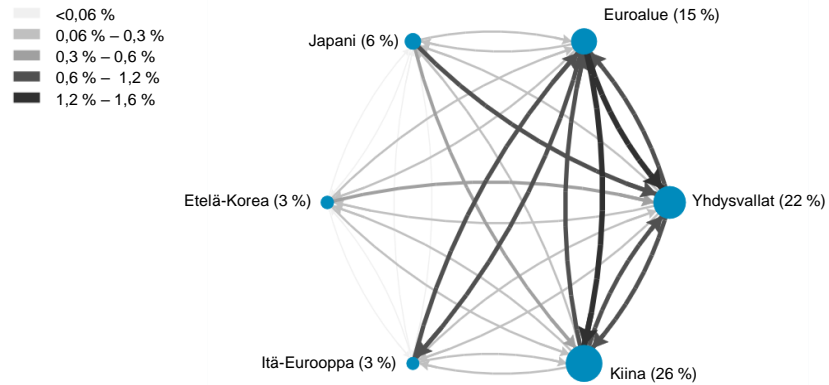
⁵⁷ Tuonnin penetraatio on tuonnin suhde kotimaiseen kokonaiskulutukseen.

⁵⁸ Kuljetuslaitteiden, moottoriajoneuvojen, perävaunujen ja puoliperävaunujen vienti muodostaa 76 % euroalueen viennin arvonlisäyksestä ja 89 % sen nettomääräisestä kauppataaseesta.

nettomääräinen kauppatase Kiinan kanssa kuljetuslaitteiden osalta pysyi positiivisena ja oli 3,8 % kotimaisesta tuotannosta euroalueella.

Kuvio F

Kuljetuslaitteiden kansainvälinen lisäarvoverkosto vuonna 2022



Lähteet: Eri maiden panos-tuotos-tiedot ja EKP:n laskelmat.

Huom. Verkoston solmujen koko kuvaa kuljetuslaitteiden kotimaisen arvonlisäyksen suuruutta (Yhdysvaltain dollareissa). Nuolien paksuus kuvaa kuljetuslaitteiden arvonlisäyksen kahdenvälisen sisään- ja ulosvirtausten suuruutta. Solmujen yhteydessä ja selitteessä esitetyt prosentiosuudet kuvaavat vastaavan arvonlisäyksen osuutta koko maailmanmarkkinoiden arvonlisäyksestä kuljetuslaitteiden osalta.

Euroalueen autontuottajat investoivat huomattavia summia sähköistymisen edellyttämään teknologiaan ja digitaaliseen teknologiaan säilyttääkseen kilpailukykyä nopeasti kehittyvillä automarkkinoilla.

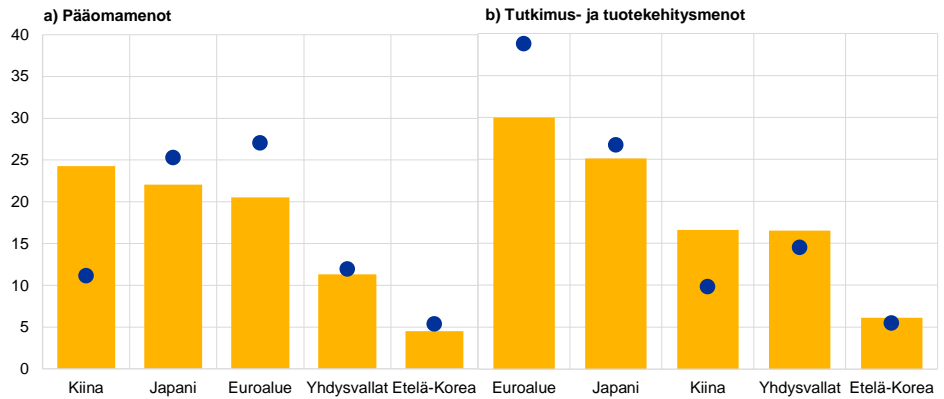
Investoinnit käyvät ilmi huomattavista pääomamenoista sekä tutkimus- ja tuotekehitysmenoista, joista euroalueen autontuottajien osuudet olivat noin 20 % ja 30 % vuonna 2022 (kuvio G). Vaikka Kiina onkin noussut pääomainvestointien johtoon, euroalueen autontuottajat ovat edelleen tutkimus- ja tuotekehitysinvestointien kärjessä, mikä kertoo niiden sitoutuneisuudesta innovaatioiden kehittämiseen. Osoituksena siitä on myös euroalueen yritysten vuosina 2020–2022 Euroopan patenttivirastoon rekisteröimien kuljetusalan patenttien suuri määrä, joka ylittää kilpailijoiden rekisteröimien patenttien määrän. Sitä vastoin euroalueen yritykset ovat jäljessä sähköiseen viestintään liittyvissä patenteissa. Se viittaa mahdollisiin haasteisiin, joita euroalueen autoteollisuudella on digitaalisen siirtymän toteuttamisessa.

Kuvio G

Autoteollisuuden osuus pääomamenoista sekä tutkimus- ja tuotekehitysmenoista

(prosentteja, ostovoimapariteetteja)

● 2015-2019
■ 2022



Lähteet: Reuters ja EKP:n laskelmat.

Keskpitkällä aikavälillä euroalueen autotuotannon elpymistä tukenee ennen kaikkea kuluttajien kysyntä. Edessä on kuitenkin huomattavia riskejä.

Kotimainen kysyntä todennäköisesti elpyy, jos sähköautojen käyttöönoton esteet vähenevät sitä mukaa kun tilapäiset häiriöt poistuvat. Näkymiä voivat kuitenkin heikentää useat keskeiset riskit. Kriittiseksi muodostuu se, miten euroalueen autonvalmistajat onnistuvat yhdistämään digitaaliset ja perinteiset prosessit, nopeuttamaan innovaatioiden kehitystä ja lanseeraamaan markkinasuosion takaavia teknologioita. Lisäksi euroalueen autonvalmistajien voimakas riippuvuus paikallisesti keskittyneistä tavarantoimittajista (esimerkiksi puolijohteet ja akut, joita tuotetaan vain muutamissa Aasian maissa) aiheuttaa riskejä toimitusketjuille etenkin geopoliittisten jännitteiden kiristyessä. Kestokykyä toimitusketjujen häiriöiden varalta on vahvistettava, ja strategisten komponenttien hankintalähteitä on hajautettava kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Euroalueen autoteollisuuden näkymiä muokkaa myös eri maiden teollisuuspolitiikka ja erityisesti vihreään siirtymään liittyvät ratkaisut, kuten latausinfrastruktuuri.⁵⁹

⁵⁹ Vuonna 2021 Euroopan parlamentti hyväksyi asetuksen [vaihtoehtoisten polttoaineiden infrastruktuurin käyttöönotosta](#), jolla valmistellaan EU:n vihreiden strategioiden käyttöönottoa. Vastaavia hankkeita ovat [Digital Vehicle Passport](#) ja [Digital Battery Passport](#), joiden tarkoitus on lisätä autoteollisuuden läpinäkyvyyttä ja häiriönkestävyyttä. EU on myös saattanut voimaan lainsäädäntöä [akkujen kierrätyksestä](#), jolla pyritään kannustamaan toimialaa innovatiiviseen ja kestäväan tuotekehitykseen ja valmistusmenetelmiin. Lisäksi EU tarjoaa taloudellisia kannustimia, kuten [Carbon Border Adjustment Mechanism](#). Tässä mekanismissa määrätään maksuja hiili-intensiiviselle tuonnille niin sanotun hiilivuodon vähentämiseksi ja ekologisesti kestävämpien käytäntöjen lisäämiseksi toimialalla.

6 Inflaatioanalyysin voittoindikaattorit ja kokonaiskustannusten rooli

Elke Hahn ja Théodore Renault

Talouden voitoja kuvaavat indikaattorit on tavallisesti johdettu kansantalouden tilinpidon tiedoista, ja niissä käytetään vertailuarvona BKT:tä eikä talouden tuotosta. Vaikka ”tuotosta” käytetään usein BKT:n synonyymina,

kansantalouden tilinpidossa näillä kahdella on eri merkitys. BKT:stä poiketen tuotos sisältää välituotekäytön, eli BKT:n tai siihen liittyvän ”arvonlisäyksen” luomisessa käytettyjen tavaroiden ja palveluiden kulutuksen.⁶⁰ ”Tuotos” on selkeästi määritelty käsite, mutta neljännesvuosittaiset kansantalouden tilinpidon tilastot eivät sisällä ajantasaisia tietoja euroalueen talouden tuotoksesta.⁶¹ Tavanomaisten kansantalouden tilinpidossa käytettyjen BKT:hen perustuvien voittoindikaattorien avulla voidaan siis arvioida voiton muutoksia – jonka mittareita ovat bruttotoimintaylijäämä ja sekatalo – suhteessa työvoimakustannuksiin, mutta ei suhteessa kokonaiskustannuksiin. Niinpä sellaisilla indikaattoreilla voidaan hyvin arvioida, miten voitot parhaillaan hillitsevät työvoimakustannusten nousua. Sen sijaan ne eivät kerro tarkasti, miten energian kaltaisten välituotteiden kustannuskehitys haittaa tai edistää tätä. Tällaista tietoa saataisiin talouden tuotokseen perustuvista voittoindikaattoreista.

Panosten kokonaiskustannukset huomioivia voittoindikaattoreita voidaan approksimoida korvaamalla tuotos ”kokonaistarjonnan” käsitteellä.

Kokonaistarjonta on BKT:n ja tuonnin summa. Molemmat tiedot ovat saatavana euroalueen kansantalouden tilinpidon neljännesvuosittaisissa tilastoissa. Tuotoksen arviointi kokonaistarjonnan käsitteen avulla perustuu siihen, että kokonaistarjonta miinus tuonti on yhtä kuin BKT, ja BKT puolestaan on tuotos miinus välituotekäyttö.⁶² Vaikka tuonnin arvo on huomattavasti pienempi kuin välituotekäytön, tuontihintojen ja välituotteiden hintakehitys on hyvin samankaltainen.⁶³ Tämän vuoksi on järkevää käyttää tuotoksen sijasta kokonaistarjontaa laskettaessa voittomarginaalin muutoksia, joiden mittarina on hinnan suhde kustannusten muutoksiin. Tavanomainen voittomarginaali-indikaattori lasketaan perushintaisen BKT-deflaattorin ja yksikkötyökustannusten suhteena. Kokonaistarjontaan perustuva voittomarginaali-indikaattori puolestaan voidaan laskea kokonaistarjonnan deflaattorin ja kokonaisyksikkökustannusten suhteena (työvoima- ja tuontikustannusten summa yksikköä kohden).⁶⁴ Voittomarginaali-indikaattorit painottavat tulonjaon näkökulmaa, sillä ne kertovat voittojen kehityksestä suhteessa

⁶⁰ Talouden tuotos on bruttoarvonlisäyksen ja välituotekäytön summa. BKT on bruttoarvonlisäyksen ja nettotuoteverojen summa. Ks. tarkempi kuvaus julkaisussa [European System of Accounts 2010](#).

⁶¹ Euroalueelta on saatavana vuosittaiset tiedot talouden tuotoksesta. Myös neljännesvuosittaisia tietoja on saatavana, mutta vain osalle euroalueen maista.

⁶² Yksinkertaisuuden vuoksi nettotuoteverojen roolia ei ole otettu huomioon.

⁶³ Euroalueen tasolla tämän yhteyden osoittaa tuonnin deflaattorin neljännesvuotuisten vuosimuutosvauhtien ja välituotteiden tuottajahintojen (1999–2023) välinen korrelaatiokerroin, joka on 0,9.

⁶⁴ Voittoindikaattoreita sekä kansantalouden tilinpidossa käytetyn voiton käsitteen (bruttotoimintaylijäämä ja sekatalo) ja liiketaloudellisen voiton välistä yhteyttä on käsitelty laajemmin *Taloussatsauksen 4/2023* kehikossa ”Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet kotimaisten hintapaineiden viimeaikaiseen vahvistumiseen euroalueella?”.

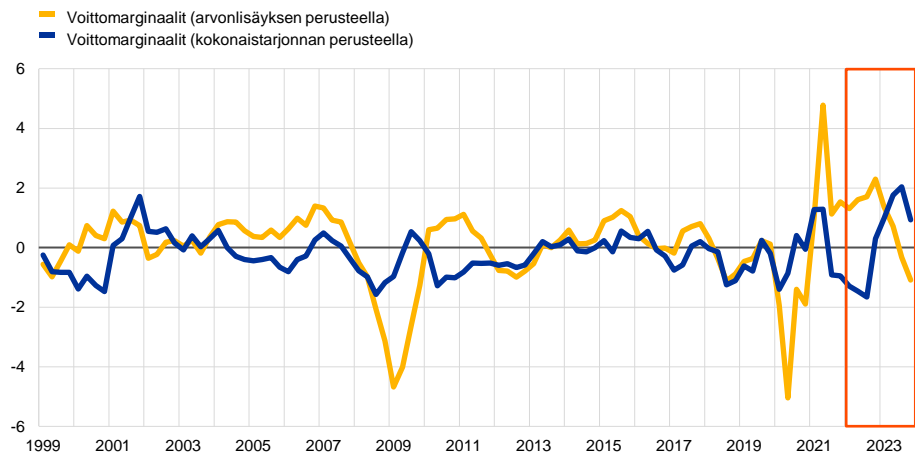
työvoimakustannusten tai kokonaiskustannusten kehitykseen. Esimerkiksi voittomarginaali-indikaattorin positiivinen kasvuvauhti osoittaa, että yksikkövoitot (eli bruttotoimintaylijäämä ja sekatalo reaalisella BKT:n tai reaalisella kokonaistarjonnan yksikköä kohden) kasvavat nopeammin kuin kyseessä oleva yksikkökustannusten komponentti.

Yhdessä tarkasteltuna BKT (arvonlisäys) ja kokonaistarjontaan perustuva voittomarginaali-indikaattori viittaavat siihen, että vuonna 2023 voitot alkoivat puskuroida työvoimakustannusten kehityksen vaikutusta hintapaineisiin, mutta saivat tukea muiden kustannusten laskusta. BKT:hen perustuvan indikaattorin mukaan voittomarginaalit kasvoivat vuonna 2022, mutta alkoivat pienentyä vuonna 2023 työvoimakustannusten supistumisen myötä vuoden jälkipuoliskolla.⁶⁵ Kokonaistarjontaan perustuva indikaattori kuitenkin viittaa siihen, että voittomarginaalit pienentyivät vuonna 2022, kasvoivat hieman vuoden 2023 mittaan ja ovat viime aikoina alkaneet taas pienentyä, joskin ne ovat kuitenkin pysyneet positiivisina.⁶⁶ Toisin sanoen indikaattorin mukaan voittomarginaalit hillitsivät kokonaiskustannusten kasvua vuonna 2022 tuontihintojen noustessa jyrkästi, mutta kasvoivat vuonna 2023 tuontihintojen laskun vuoksi.

Kuvio A

BKT:hen perustuvien voittomarginaalien kasvuvauhti (arvonlisäys) ja kokonaistarjonta

(vuotuisia prosenttimuutoksia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä.

Kokonaistarjonnan deflaattori, joka edustaa tuotoshintoja, viittaa siihen, että euroalueen talouden yleiset hintapaineet ovat jossain määrin saavuttaneet pohjatason vuoden 2023 toisella puoliskolla. Kokonaistarjonnan deflaattorin

⁶⁵ Tavanomaisen voittomarginaali-indikaattorin suuret vaihtelut pandemiaan liittyneen taantuman aikana ja sen jälkeen kuvastavat sitä, että joissakin indikaattorin perustana olevissa tiedoissa, kuten työn tuottavuudessa, oli voimakasta heilahtelua taantuman aikana.

⁶⁶ On syytä huomata, että yksikkövoittojen osalta (joka on yksi inflaation analysoinnissa usein käytetty voittoindikaattori) tavanomaisen indikaattorin (bruttotoimintaylijäämä ja sekatalo jaettuna reaalisella BKT:llä) kehitys ja vastaavan kokonaistarjontaan perustuvan indikaattorin (bruttotoimintaylijäämä ja sekatalo jaettuna reaalisella kokonaistarjonnalla) kehitys oli hyvin samankaltaista viimeisten kahden vuoden aikana. Se ei olekaan yllättävää, sillä kehitys oli poikkeuksellista tuontihintojen mutta ei tuontivolymien osalta.

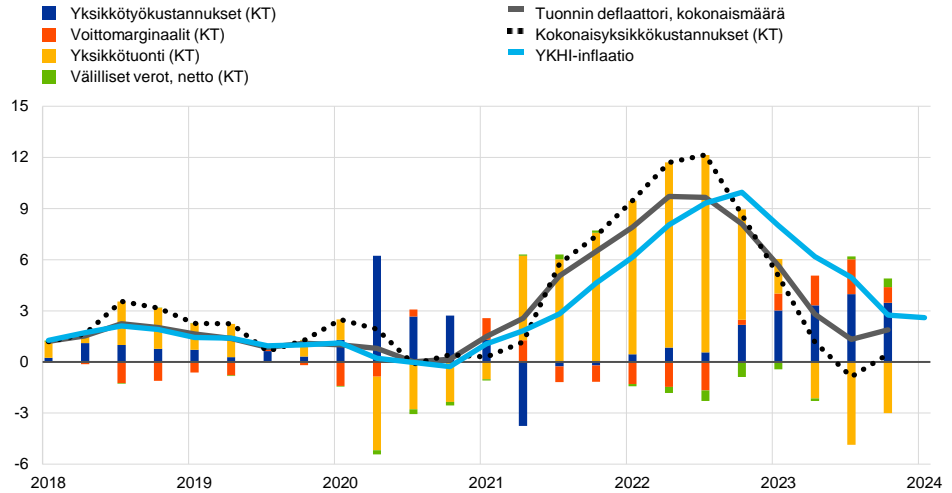
kasvu kiihtyi voimakkaasti vuodesta 2021 vuoden 2022 puoliväliin, hidastui sen jälkeen jyrkästi ja alkoi osoittaa hieman vakaantumisen merkkejä vuoden 2023 jälkipuoliskolla (ks. kuvio B, kohta a). BKT-deflaattorin tavoin (ks. kuvio B, kohta b) myös kokonaistarjonnan deflaattorin kehitys voidaan eritellä komponenteittain. Tällainen erittely tuo esiin yleisten hintapaineiden nousun ja laskun lähteet sekä niiden kehityksen ajan kuluessa. Se viittaa siihen, että inflaation kiihtyminen sai alkunsa tuontihintojen (eli panoshintojen) nousupaineiden voimakkaasta kasvusta. Sitä seurasi kotimarkkinoilla voittojen ja sitten työvoimakustannusten nousu, joka tapahtui viiveellä ja jäi pienemmäksi. Arvonlisäyksen perusteella tarkasteltuna voittomarginaalit kasvoivat inflaation kiihtyessä, mutta kokonaistarjonnan perusteella niiden kasvu oli negatiivista. Sama sekvenssi on havaittavissa myös hintapaineiden helpottaessa, mutta sen vaikutus voittomarginaaleihin on käänteinen. Tuontihintojen nousupaineet alkoivat helpottaa vuoden 2022 puolivälin maissa, ja hintapaineiden heikkeneminen on näkynyt kotimarkkinoilla usealla neljänneksellä voittojen kasvun maltillistumisena pandemian ja energiakriisin väistymisen myötä. Vuoden 2023 neljännellä neljänneksellä yksikkötyökustannusten kasvu alkoi myös hieman hidastua.

Kuvio B

Kokonaistarjonnan deflaattori ja BKT-deflaattori

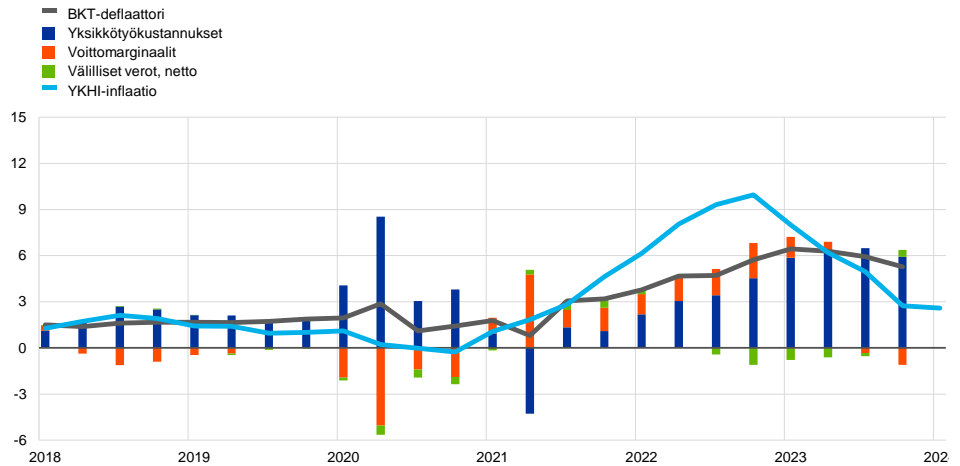
a) Kokonaistarjonnan deflaattori

(vuotuisia prosenttimuutoksia)



BKT-deflaattori

(vuotuisia prosenttimuutoksia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Uusimmat YKHI-inflaation tiedot ovat vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä. Muut tiedot ovat vuoden 2023 neljänneltä neljännekseltä. Kohta a: yksikkötyökustannukset (KT) ja yksikkötuonti (KT), vaikutukset yksikkökokonaiskustannuksiin (KT) prosenttiyksikköinä.

Puhtaasti tuotokseen perustuva voittoindikaattori voidaan laskea euroalueen maiden rajoitetulle otokselle, ja sen kehitys suurelta osin mukailee kokonaistarjontaan perustuvia indikaattoreita.

Kokonaistarjontaan perustuva voittomarginaali-indikaattori saattaa edustaa tuotokseen perustuvaa indikaattoria puutteellisesti silloin, jos tuontihintojen kehitys poikkeaa paljon välituotekäytön hinnoista. Euroalueen kansantalouden tilinpidon neljännesvuosittaisiin tilastoihin sisältyvät tiedot kuuden euroalueen maan tuotoksesta ja välituotekäytöstä, joka yhteensä vastaa 60 prosenttia euroalueen BKT:stä.⁶⁷ Tietojen avulla voidaan suoraan vertailla kokonaistarjontaan perustuvia ja tuotokseen perustuvia

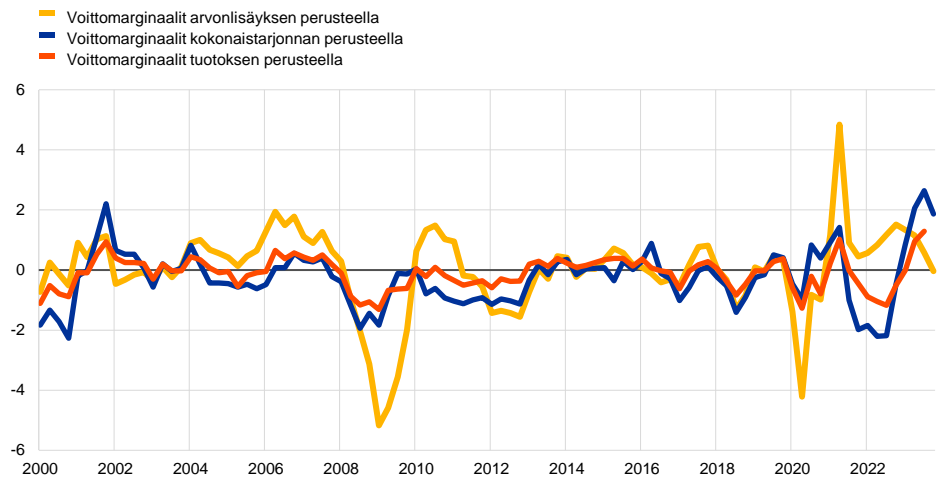
⁶⁷ Saatavana on Saksan, Viron, Kreikan, Ranskan, Alankomaiden ja Suomen tiedot tuotoksesta ja välituotekäytöstä.

voittomarginaali-indikaattoreita. Tässä rajoitetussa otoksessa molempien indikaattorien kehitys on ollut ajan mittaan samankaltaista ja pääsääntöisesti osunut yksiin maiden positiivisen ja negatiivisen kasvun jaksojen kanssa, viimeaikaisin jakso mukaan lukien.⁶⁸ Tuotokseen perustuvan indikaattorin vaihtelu on hieman vähäisempää, mikä voi osittain johtua siitä, että välituotteiden hinnat ovat lähiaikoina vaihdelleet jonkin verran vähemmän kuin tuontitavaroiden hinnat. Tämä viittaa siihen, että koko euroalueella kokonaistarjontaan perustuva voittomarginaali-indikaattori voi olla luotettava vastine tuotokseen perustuvalla voittomarginaali-indikaattorille.

Kuvio C

Voittomarginaalien kasvuvauhti arvonlisäyksen, kokonaistarjonnan ja tuotoksen perusteella euroalueen maiden rajoitetussa otoksessa

(vuotuisia prosenttimuutoksia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 neljänneltä neljännekseltä arvonlisäyksen ja kokonaistarjontaan perustuvien indikaattorien osalta ja vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä tuotokseen perustuvan indikaattorin osalta. Euroalueen maiden rajoitettuun otokseen kuuluvat Saksa, Viro, Kreikka, Ranska, Alankomaat ja Suomi.

Voidaan siis todeta, että kausina, jolloin välituotteiden hintakehitys on poikkeuksellista, kokonaistarjontaan perustuva voittoindikaattori voi täydentää tavanomaista arvonlisäyksen perustuvaa voittoindikaattoria. Näiden kahden indikaattorin väliset poikkeamat ovat olleet verrattain suuria viimeisten kahden vuoden aikana, ja on todennäköistä, että jatkossa, kun tuontihintojen poikkeuksellinen kehitys vähitellen päättyy, voittomarginaalien kasvun suunta ja suuruusluokka alkavat lähentyä toisiaan sekä arvonlisäyksen että kokonaistarjonnan perusteella tarkasteltuna.

⁶⁸ Sekä arvonlisäyksen perustuvan että kokonaistarjontaan perustuvan voittomarginaali-indikaattorin kehitys rajoitetun otoksen perusteella on vertailukelpoinen koko euroalueen kehityksen kanssa (ks. kuvio A).

7 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 31.1.–16.4.2024

Juliane Kinsele ja Vagia Iskaki

Tässä kehikossa tarkastellaan likviditeettitilannetta ja eurojärjestelmän rahapoliittisia operaatioita vuoden 2024 ensimmäisellä ja toisella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 31.1.2024 ja päättyi 16.4.2024.

Ylimääräinen likviditeetti euroalueen pankkijärjestelmässä väheni edelleen tarkastelujakson aikana. Väheneminen johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan seitsemännen operaation (TLTRO III.7) erääntymisestä ja pankkien muissa TLTRO III -operaatioissa 27.3.2024 suorittamista ennaaikaisista takaisinmaksuista. Myös likviditeetin tarjonta väheni, mikä johtui uudelleensijoitusten lopettamisesta omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) heinäkuun 2023 alussa. Likviditeetin tarjonnan vähenemistä kuitenkin tasapainotti jonkin verran likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen jatkuva pieneneminen.

Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni 99,7 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 1 531,2 miljardia euroa. Likviditeettitarpeen väheneminen johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen supistumisesta 98 miljardilla eurolla 1 369,7 miljardiin euroon (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Sen taustalla puolestaan oli likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen väheneminen ja likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvaminen. Vähimmäisvarantovelvoitteet vähenivät hieman eli 1,7 miljardia euroa 161,5 miljardiin euroon.

Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät vähenivät tarkastelujakson aikana 33,7 miljardilla eurolla 2 619,7 miljardiin euroon ennen kaikkea rahapolitiikkaan liittymättömien talletusten ja liikkeessä olevien setelien määrän jatkuvan vähenemisen vuoksi. Valtioiden talletukset (ks. taulukon A osa ”Velat”) vähenivät tarkastelujakson aikana keskimäärin 27,7 miljardilla eurolla 154,6 miljardiin euroon. Väheneminen kertoo siitä, että valtiokonttorien pitämien käteispuskurien volyyymi on edelleen normalisoitunut. Sitä edistivät myös julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron muutokset, jotka tulivat voimaan 1.5.2023. EKP:n neuvosto ilmoitti 16.4.2024, että julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron yläraja on €STR-korko miinus 0,20 prosenttiyksikköä, joskin kansalliset keskuspankit voivat harkintansa mukaan soveltaa alempaa korkoa.⁶⁹ Muut rahapolitiikkaan

⁶⁹ Ks. ”ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits”, *EKP:n lehdistötiedote* 17.4. 2024.

liittymättömät talletukset, jotka sisältyvät muihin riippumattomiin tekijöihin, vähenivät myös edelleen.⁷⁰ Myös repomarkkinaehtojen normalisoituminen vakuuspulan helpotettua teki rahapolitiikkaan liittymättömien talletusten markkinoille siirtämisestä houkuttelevamman vaihtoehdon. Liikkeessä olevien setelien määrä väheni tarkastelujakson aikana 9,1 miljardilla eurolla 1 544,6 miljardiin euroon, mikä kuvastaa setelien hallussapidon jatkuvaa vähentymistä EKP:n negatiivisten ohjauskorkojen jakson päätyttyä.

Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi

64,1 miljardia euroa ja oli 1 250,3 miljardia euroa. Euromääräiset nettosaamiset kasvoivat tarkastelujakson aikana 29,3 miljardilla eurolla. Kasvu johtui suurelta osin siitä, että euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle vähenivät edelleen. Tämä puolestaan kertoo eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden asiakkaiden kassanhallintastrategioiden muutoksesta, kun varannonhoitopalveluiden uusi talletuskorko (€STR miinus 0,20 prosenttiyksikköä) tuli voimaan 1.5.2023 ja vahvistettiin 16.4.2024.⁷¹ Valuuttamääräiset nettosaamiset kasvoivat 34,8 miljardia euroa. Tämä johtui pääasiassa joidenkin valuuttamääräisten nettosaamisten arvonmuutoksista toisella pitoajanjaksolla, joiden seurauksena niiden arvo nousi 29,0 miljardia euroa. Tätä kuitenkin tasapainottivat muihin riippumattomiin tekijöihin kuuluvien erien arvonmuutokset.

Taulukossa A esitetään yhteenveto edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä ja niiden muutoksista.⁷²

⁷⁰ Nettomääräisesti tarkastellen muiden riippumattomien tekijöiden vaikutus kuitenkin kasvoi hieman, mikä johtui rahapolitiikkaan liittymättömien talletusten vähenemisestä ja arvonmuutostilien saldojen kasvusta.

⁷¹ Ks. ["ECB confirms remuneration ceiling for euro area government deposits and adjusts remuneration of other non-monetary policy deposits"](#), *EKP:n lehdistötiedote* 17.4. 2024.

⁷² Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin *EKP:n kuukausikatsauksen 5/2002* artikkelissa [EKP:n likviditeetin hallinta](#).

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.1.2024–16.4.2024						Edellinen tarkastelujakso: 01.11.2023–30.1.2024	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso 31.1.–12.03.2024		Toinen pitoajanjakso 13.3.–16.4.2024		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät	2 619,7	(-33,7)	2 620,9	(-29,4)	2 618,3	(-2,6)	2 653,5	(-67,1)
Liikkeessä olevat setelit	1 544,6	(-9,1)	1 543,2	(-13,5)	1 546,3	(+3,0)	1 553,7	(-6,1)
Valtioiden talletukset	154,6	(-27,7)	168,5	(+0,1)	137,8	(-30,7)	182,3	(-40,3)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) ¹⁾	920,6	(+3,1)	909,2	(-16,0)	934,3	(+25,1)	917,5	(-20,7)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	7,0	(-1,1)	7,2	(-0,9)	6,8	(-0,5)	8,1	(-1,4)
Vähimmäisvarantovelvoitteet²⁾	161,5	(-1,7)	161,4	(-1,0)	161,6	(+0,2)	163,2	(-1,8)
Talletusmahdollisuus	3 421,3	(-99,1)	3 490,9	(+3,5)	3 337,9	(-153,0)	3 520,5	(-94,6)
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

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: 31.1.2024–16.4.2024						Edellinen tarkastelujakso: 01.11.2023–30.1.2024	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso 31.1.–12.03.2024		Toinen pitoajanjakso 13.3.–16.4.2024		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät	1 250,3	(+64,1)	1 232,1	(+14,4)	1 272,1	(+40,0)	1 186,2	(+35,4)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	979,6	(+34,8)	966,5	(+8,1)	995,4	(+29,0)	944,8	(+17,3)
Euromääräiset nettosaamiset	270,7	(+29,3)	265,6	(+6,3)	276,7	(+11,1)	241,4	(+18,1)
Rahapoliittiset välineet	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Avomarkkinaoperaatiot	4 959,5	(-199,9)	5 048,5	(-42,4)	4 852,6	(-195,9)	5 159,4	(-200,0)
Huutokauppaoperaatiot	334,0	(-123,5)	402,1	(-2,0)	252,2	(-149,9)	457,4	(-110,8)
Perusrahoitusoperaatiot	3,9	(-3,7)	4,8	(-3,1)	2,8	(-2,0)	7,6	(+0,8)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	6,4	(+2,0)	5,0	(+1,1)	7,9	(+2,9)	4,4	(-3,8)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	323,7	(-121,8)	392,3	(+0,0)	241,5	(-150,8)	445,5	(-107,8)
Suorat arvopaperisijoitukset	4 625,5	(-76,5)	4 646,4	(-40,4)	4 600,4	(-46,0)	4 702,0	(-89,3)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

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

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.1.2024–16.4.2024						Edellinen tarkastelujakso: 01.11.2023–30.1.2024	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso 31.1.–12.03.2024		Toinen pitoajanjakso 13.3.–16.4.2024		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä ¹⁾	1 531,2	(-99,7)	1 550,4	(-45,1)	1 508,1	(-42,3)	1 630,9	(-104,1)
Riippumattomien tekijöiden nettovaikutus ²⁾	1 369,7	(-98,0)	1 389,0	(-44,1)	1 346,5	(-42,6)	1 467,7	(-102,3)
Ylimääräinen likviditeetti ³⁾	3 428,3	(-100,2)	3 498,1	(+2,7)	3 344,7	(-153,4)	3 528,5	(-96,0)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

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

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

Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.1.2024–16.4.2024				Edellinen tarkastelujakso: 1.11.2023–30.1.2024			
	Ensimmäinen pitoajanjakso 31.1.–12.03.2024		Toinen pitoajanjakso 13.3.–16.4.2024		Seitsemäs pitoajanjakso		Kahdeksas pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR-korko	3,907	(+0,006)	3,908	(+0,001)	3,903	(+0,00)	3,901	(-0,001)
RepoFunds Rate Euro -korko	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)

Lähteet: EKP, CME Group ja Bloomberg.

Huom. Sulkeissa esitetyt luvut osoittavat muutoksen edelliseen tarkastelujaksoon tai pitoajanjaksoon nähden. €STR on euromääräisten markkinoiden lyhyt korko.

Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 199,9 miljardilla eurolla ja oli 4 959,5 miljardia euroa (kuvio A). Tärkeimpänä taustatekijänä oli huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin määrän väheneminen.

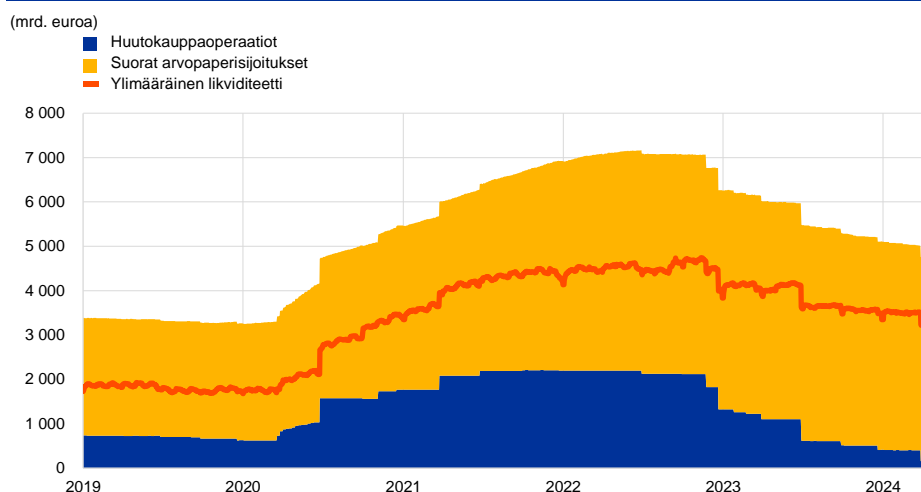
Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 123,5 miljardia euroa ja oli 334 miljardia euroa. Taustalla oli ennen kaikkea avointen TLTRO III -operaatioiden luottojen väheneminen, joka johtui TLTRO III -sarjan seitsemännen operaation erääntymisestä (215,4 miljardia euroa) ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 27.3.2024 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista (35,8 miljardia euroa). Samanaikaisesti avointen luottojen määrät tavanomaisissa eurojärjestelmän rahoitusoperaatioissa (perusrahoitusoperaatioissa ja kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa) vähenivät hieman. Se johtui suurelta osin perusrahoitusoperaatioiden vähenemisestä keskimäärin

3,7 miljardilla eurolla, kun kolmen kuukauden pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot kasvoivat 2 miljardilla eurolla. Pankkien osallistuminen näihin operaatioihin oli vähäistä, ja ne pystyivät suorittamaan mittavia TLTRO-luottojen takaisinmaksuja turvautumatta säännöllisiin rahoitusoperaatioihin. Tämä kertoo siitä, että pankkien likviditeettiasema on vakaa ja että vaihtoehtoisia varainhankintalähteitä on saatavana edullisin kustannuksin.

Suorien arvopaperisijoitusten kautta luodun likviditeetin keskimääräinen volyymi väheni tarkastelujaksolla 76,5 miljardia euroa. Väheneminen johtui siitä, että omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoitukset lopetettiin 1.7.2023 alkaen. Netto-ostot pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) päättyivät maaliskuun 2022 lopussa. Siitä alkaen eurojärjestelmä on sijoittanut tässä ohjelmassa erääntymisen yhteydessä takaisin maksettavan pääoman täysimääräisesti uudelleen.^{73,74}

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat havainnot 16.4.2024.

Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi väheni 100,2 miljardia euroa ja oli 3 428,3 miljardia euroa (ks. kuvio A). Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien vähimmäisvarantovelvoitteen täyttämiseksi tarvitseman likviditeetin välistä eroa.

⁷³ Osto-ohjelmissa hankitut omaisuuserät kirjataan jaksotetun hankintamenon perusteella ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

⁷⁴ EKP:n neuvosto ilmoitti joulukuussa 2023, että vuoden 2024 jälkipuoliskolta lähtien PEPP-ohjelmassa takaisin maksettavia pääomia ei enää uudelleensijoiteta täysimääräisesti.

Ylimääräinen likviditeetti oli suurimmillaan marraskuussa 2022 (4 748 miljardia euroa), minkä jälkeen se on tasaisesti vähentynyt pääasiassa TLTRO III -operaatioissa suoritettujen ennenaikaisten takaisinmaksujen ja erääntymisten vuoksi. Osasyynä oli myös uudelleensijoitusten lopettaminen omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) heinäkuusta 2023 alkaen.

Korkokehitys

EKP:n neuvosto piti EKP:n kolme ohjauskorkoa ennallaan tarkastelujakson aikana. Talletusmahdollisuuden korko oli 4,00 %, perusrahoitusoperaatioiden korko 4,50 % ja maksuvalmiusluoton korko 4,75 %.

Euromääräisten markkinoiden lyhyt €STR-korko pysyi tarkastelujaksolla jokseenkin muuttumattomana, ja sen tuottoero EKP:n ohjauskorkoihin nähden pysyi vakaana. €STR-korko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,092 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko. Tuottoero oli siis hieman kapeampi kuin kaikkien vuoden 2023 pitoajanjaksojen keskiarvo (0,099 prosenttiyksikköä). Ylimääräisen likviditeetin väheneminen ei siis toistaiseksi ole olennaisesti nostanut €STR-korkoa.

Euroalueen keskimääräinen repokorko – eli takaisinostosopimuksen korko RepoFunds Rate Euro Index -indeksillä mitattuna – pysytteli edelleen talletusmahdollisuuden koron tuntumassa. Repokorko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,049 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko. Nousua edelliseen tarkastelujaksoon nähden oli 0,250 prosenttiyksikköä. Tämä kertoo sellaisten tekijöiden poistumisesta, jotka ovat aiheuttaneet repokorkojen laskupainetta vuoden 2023 viimeisestä neljänneksestä lähtien. Niitä ovat esimerkiksi korko-odotusten muuttuminen, mikä kannustaa rahoituksenvälittäjiä hankkimaan pitkiä positioita joukkolainoihin ja rahoittamaan positiot reposopimuksilla, sekä vakuuksien parempi saatavuus omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien volyymin vähennyttä ja TLTRO-operaatioiden vakuudeksi toimitettujen omaisuuserien vapauduttua takaisinmaksujen yhteydessä.

8 Luottoriski ja pankkien luotonanto

Francesca Barbiero ja Maria Dimou

Luottoriski on viime neljänneksillä ollut kasvamaan päin, mutta ongelmaluotot eivät ole nousseet tasolle, joka historiallisiin säännönmukaisuuksiin perustuvien pankkien kokonaisluottoriskin mittarien perusteella olisi odotettavissa. Kasvun taustalla ovat euroalueen heikot talousnäkymät, korkojen nousu ja konkurssien lisääntyminen. Sekä järjestämättömien saamisten osuus että laajemmat luottoriskin mittarit, kuten lyhytaikaiset laiminlyönnit ja arvoltaan alentuneet (vaiheen 2) lainat, ovat tasaisesti nousseet viime neljänneksillä. Maiden välillä on jonkin verran vaihtelua, joka johtuu esimerkiksi erilaisesta altistumisesta korkoherkemmille sektoreille, kuten liikekiinteistösektorille. Yleisesti ottaen nousu on kuitenkin pysynyt hallinnassa.⁷⁵ Lisäksi luottokantaan liittyvät maksukyvyttömyyden todennäköisyydet pankkien taseissa eivät ole juurikaan kasvaneet viimeaikaisen rahapolitiikan tiukentamissyklin alettua, vaikka korkorasitus on kasvanut ja talousnäkymät heikentyneet.⁷⁶ Yleisesti ottaen raportoituja maksukyvyttömyystapauksia on vähemmän kuin historiallisten säännönmukaisuuksien perusteella olisi odotettavissa nykyisten talousnäkyvien valossa.⁷⁷

Luottoriskin suotuisa kehitys pankkien taseissa voi osaksi johtua siitä, että rahapolitiikan tiukentamissyklin alusta lähtien pankit ovat aktiivisesti kohdentaneet luotonantoon vähempiriskisten omaisuuserien suuntaan (kuvio A). AnaCredit-tietokannan tilastot pankkien yritysainasalkuista vuoden 2021 lopulta osoittavat, että lainanottajien luottokelpoisuus tosiaankin heikkeni todennäköisesti korkorasituksen kasvun ja makrotaloudellisen tilanteen asteittaisen heikkenemisen vuoksi (ks. kuvio A, keltaiset palkit). Odotettavissa olisi ollut, että siitä olisi seurannut pankkien lainasalkkujen selkeä heikkeneminen. Pankit ovat kuitenkin valikoivasti suunnanneet yritysainasalkuissaan luotonantoa pienempiriskisille vastapuolille samalla, kun luotonanto on laaja-alaisesti supistunut rahapolitiikan tiukentamisjakson alettua (ks. kuvio A, siniset palkit). Tämä yritysainasalkkujen uudelleenpainotus on vähentänyt riskiä enemmän kuin jo olemassa olevien vastapuolten luottokelpoisuuden muutoksista johtuva saamisten laadun passiivinen heikkeneminen on sitä lisännyt. Niinpä vähemmän riskipitoisten lainojen osuus pankkien lainasalkuissa (ks. kuvio A, siniset ympyrät) itse asiassa kasvoi, ja näin lainakannan yleinen laatu heikkeni odotettua vähemmän. Tämä kehitys vastaa myös euroalueen pankkien luotonantokyselyn osoittamaa riskinottohalukkuuden vähenemistä ja pankkien kokeman riskin kasvua rahapolitiikan tiukentamissyklin alusta lähtien.⁷⁸ Vähempiriskisten ja mahdollisesti likvidimpien varojen suosimisen vaikutus laajeni myös siten, että pankit kohdensivat varojaan lainojen sijasta

⁷⁵ Ks. esimerkiksi EKP:n pankkivalvontatilastojen aikasarjat [järjestämättömistä saamisista](#) ja [vaiheen 2 lainoista](#).

⁷⁶ Ks. esim. *Talouksatsauksen 1/2024* keuhko 2 "Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE".

⁷⁷ Ks. myös K. af Jochnick, "The single supervisor ten years on: experience and way forward", *LBBW Fixed Income Forum*, Frankfurt, 13.3.2024 ja "Euro area banking sector", *Financial Stability Review*, EKP, toukokuu 2024.

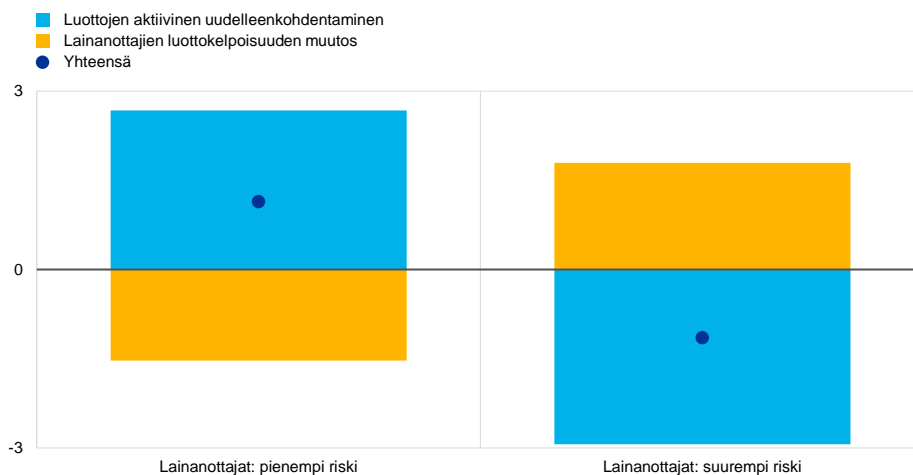
⁷⁸ Ks. "The euro area bank lending survey – first quarter of 2024", EKP, huhtikuu 2024.

arvopaperiomistuksiin. Pääosin tällainen toimintamalli viittaa arvopaperistamistoimintaan.⁷⁹

Kuvio A

Pankkien yrityslainasalkkujen kehityksen hajotelma (IV/2021–IV/2023)

(muutokset lainavolyymien osuuksissa ja vaikutuksissa, prosenttiyksiköitä)



Lähteet: ECB (AnaCredit) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään kunkin lainanottajaluokan lainaosuuden kumulatiiviset neljännesvuotuiset muutokset aikavälillä IV/2021–IV/2023. Lainanottajaluokat on määritetty yhdistämällä toteutuneet maksuhäiriöasteet ja luokituslaitosten luokitukset. Pienempi riski tarkoittaa lainanottajia, joiden maksukyvyttömyyden todennäköisyys on enintään 5 %. Suurempi riski tarkoittaa lainanottajia, joiden maksukyvyttömyyden todennäköisyys on yli 5 %. Laskelmat perustuvat euroalueen pankkien euroalueen yrityksille myöntämien lainojen määrään. Määritelmät perustuvat luottolaitosten ja rahalaitossektorin tase-eristä annettuun asetukseen EKP/2021/2. Siniset palkit osoittavat kunkin luokan osuuden kumuloituja neljännesvuotuisia muutoksia. Osuudet on laskettu edellisellä neljänneksellä havaittujen maksukyvyttömyyden todennäköisyyksien perusteella.

Sijoitusten uudelleenkohdentaminen pienempiriskisten omaisuuserien

suuntaan saattaa kertoa pyrkimyksestä hallita luottoriskin kustannusta niin, että vältetään luottotappiovarausten ja laajempien luottoriskin mittarien

yrjempi nousu. Luottoriskin kustannus oli huipussaan globaalin finanssikriisin ja valtionvelkakriisin jälkeen. Viime vuosina se on ollut kohtuullisella tasolla (kuvio B, vihreä alue).⁸⁰ Lisääntyneen pankkivalvontapaineen vuoksi pankit ovat pyrkineet kuluja säästämättä poistamaan ongelmaluottoja taseistaan, ja niiden riskienhallintakäytännöt ovat olleet jatkuvan tarkastelun kohteena. Luottoriskiin liittyvien kustannusten ja muiden operatiivisten tehottomuustekijöiden vaikutuksesta kannattavuus laski, oman pääoman ehtoisen rahoituksen kustannus nousi ja pääomanpalautuksia ei juuri tehty viimeaikaista rahapolitiikan tiukentamisjaksoa edeltäneinä vuosina eikä etenkin äskettäisten kriisien aikana. Niinpä selvä pyrkimys riskien poistamiseen olisi sopusoinnussa sen kanssa, että pankit pyrkivät pitämään luottoriskin kustannuksen alhaisena voidakseen parantaa kannattavuutta siinä määrin, että pääomanpalautuksia sijoittajille voidaan jatkaa.⁸¹ Parhailaan luottotappiovaraukset ja laajemmat luottoriskin mittarit ovat kohtuullisella tasolla näiden pankkien käyttämien sopeuttavien strategioiden vuoksi, joskin pankkivalvojat ja markkinaosapuolet seuraavat jälkeen tilannetta tarkoin. Samasta syystä

⁷⁹ Pankkien varojen suuntaaminen arvopaperiomistuksiin vuoden 2021 lopusta lähtien ei liittynyt luottosalkkujen yleisen riskiprofiiliin muutoksiin.

⁸⁰ Tässä yhteydessä luottoriskin kustannus tarkoittaa yhteenlaskettuja pääomavaatimuksia ja odotettuja (luotto)tappioita.

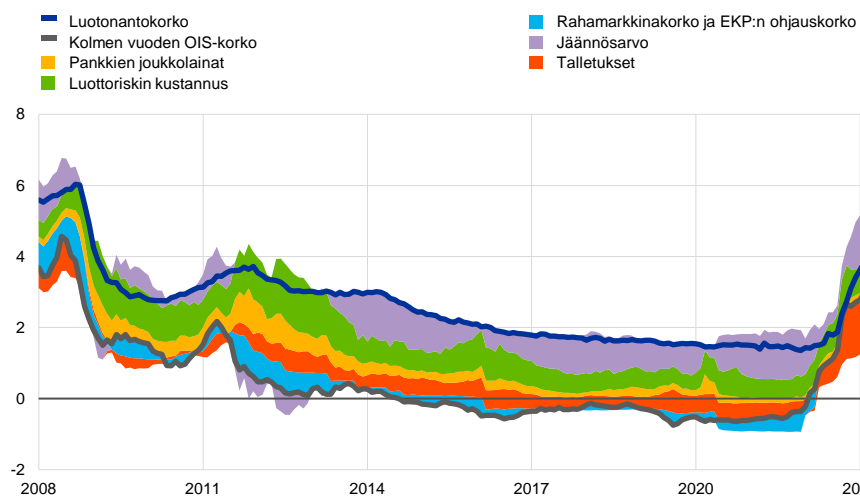
⁸¹ Ks. *Talousskatsumuksen 6/2023* kehikko ”Pankkien pääoman palautukset ja niiden merkitys rahapolitiikan kannalta”.

luottotappiovaraukset ja pankkien taseen luottoriskin mittarit eivät enää täysimääräisesti pysty kuvaamaan, millä tasolla rahapolitiikan tiukentaminen on vaikuttanut yrityksiin ja kotitalouksiin. Tämä viittaa siihen, että rahapolitiikan välittymistä reaalityökalouteen olisi tarpeen tarkastella kokonaisvaltaisemmin. Se viitanee myös siihen, että yritysten ja kotitalouksien taseiden tilanne oli rahapolitiikan tiukentamissyklin alkaessa hyvä. Yhdessä vahvan kannattavuuden ja työllisyyden kanssa se on saattanut estää luottokelpoisuutta heikkenemästä enempää.

Kuvio B

Yritysten luotonantokorko ja sen osatekijät

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: EKP (taseen erät, kansallisten rahalaitosten korkotilastot), Bloomberg, Moody's ja EKP:n laskelmat.
Huom. Kuviossa eritellään yrityslainojen toteutunut luotonantokorko (sininen viiva) kustannuserien mukaan. Toteutuneen luotonantokoron ja eri kustannuserien välinen jäännösarvo on välitysmarginaalin mittari. Talletusten, pankkien joukkolainojen sekä rahamarkkinakorkojen ja EKP:n ohjaukorkojen kustannukset on esitetty tuottoeroina viitekorkoon nähden (kolmen vuoden yön yli -indeksiswapkorko eli OIS, musta viiva) painotettuna kunkin merkittävyydellä pankkien koko varainhankinnassa. Tuoreimmat havainnot ovat joulukuulta 2023.

Empiirinen näyttö viittaa siihen, että pankit tulivat varovaisemmiksi

luotonannossaan sääntelyyn ja valvontaan liittyvien näkökohtien vuoksi

(kuvio C, kohta a). Tehostunut pankkivalvonta pakottaa pankit ottamaan riskit entistä vahvemmin huomioon luotonannossaan.⁸² Sääntelypainoiden kasvaessa pankit ovat entistä motivoituneempia noudattamaan vakavaraisuusnormeja ja vähentämään altistumista suuririskisille omaisuuserille. Niinpä pankit kohdentavat luotonantoa strategisesti pienempiriskisille lainanottajille tai vähempiriskisiin omaisuuseriin, jotta ne voisivat noudattaa sääntely- ja valvontavaatimuksia ja jotta niiden ei täytyisi jälkikäteen kasvattaa luottotappiovarauksia. Sääntely- ja valvontapaineen osuus kuvastuu pankkien vastauksissa luotonantokyselyyn kysymykseen, joka koskee valvonta- tai sääntelytoimien vaikutusta luotonmyöntämiskriteereihin edellisten 12 kuukauden aikana. Empiirinen analyysi viittaa siihen, että pankit, jotka ilmoittivat valvonta- tai sääntelytoimien vaikuttaneen luotonantoa tiukentavasti, vähensivät huomattavasti tarkastelujakson aikana

⁸² C. Altavilla, M. Boucinha, J. L. Peydró ja F. Smets, "Banking supervision, monetary policy and risk taking: big data evidence from 15 credit registers", Working Paper Series -julkaisusarja, nro 2349, EKP, tammikuu 2020.

luotonantoa suurempiriskisille lainanottajille pienempiriskisiin lainanottajiin nähden.⁸³ Tarkemmin sanoen pankki, joka tiukensi luotonmyöntämiskriteereitä valvonta- ja sääntelypainoiden vuoksi saman verran kuin keskimääräinen pankki vuosina 2021–2023 (kumulatiivinen netto-osuus 20 %), vähensi luotonantoa suurempiriskisille lainanottajille 3 prosenttiyksikköä, mikä on verrattavissa yleiseen 9,8 prosentin lainavolyymien laskuun suurempiriskisten lainanottajien otoksessa tarkastelujaksolla. Tämä tukee hypoteesia, jonka mukaan vakavaraisuusvalvontaviranomaisten jatkuvan seurannan vuoksi pankit ovat saattaneet myöntää varovaisemmin lainoja sellaisille lainanottajille, joiden takaisinmaksunäkymät ovat heikot. Tämä pätee siitä huolimatta, että näiden lainanottajien kohdalla myös muilla tekijöillä, esimerkiksi lainakysynnän vähenemisellä, on voinut olla tärkeä rooli.

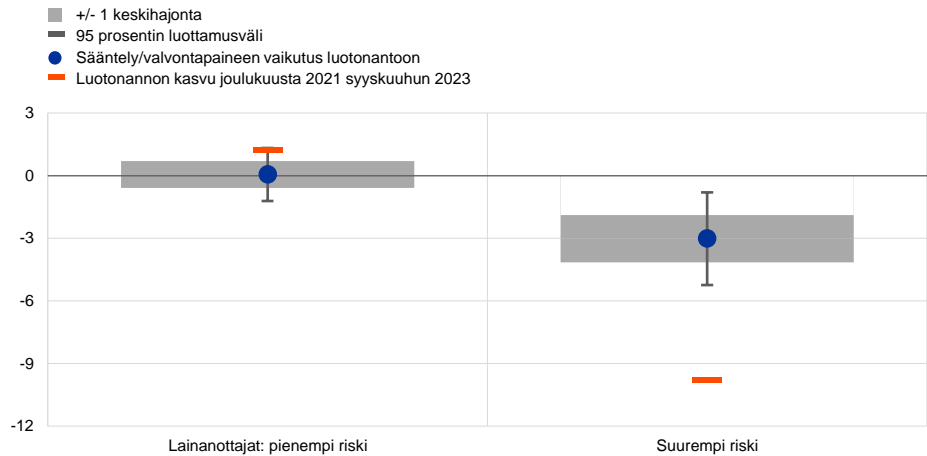
⁸³ Pankkien luottoriskiä koskevan toiminnan vaihtoehtoisten selitysten testaamiseksi laadittiin pankki-yritys-tietoaineisto, jossa yhdistettiin AnaCredit-tietokannan tiedot ja pankkien yksittäiset vastaukset luotonantokyselyyn sekä tilastotietoja yksittäisistä tase-eristä. Aineistosta tarkasteltiin pankki-yritysparien lainavolyymien muutoksia joulukuusta 2021 (ennen rahapolitiikan tiukentamissykliä) syyskuuhun 2023. Tavanomaista empiiristä lähestymistapaa käyttäen määritettiin tekijät, jotka vaikuttivat ennakoarvioiden perusteella pienempi- tai suurempiriskisiksi määritetyille lainanottajille suuntautuneen luotonannon suhteellisen osuuden muutokseen. Näin voitiin tunnistaa myös yhtä pankkia käyttävien yritysten luotonannon häiriöt. Oletuksena oli, että häiriöt vaikuttavat samalla toimialalla ja samassa paikassa toimiviin samankokoisiin yrityksiin samankaltaisesti (ks. H. Degryse, O. De Jonghe, S. Jakovljević, K. Mulier ja G. Schepens, "Identifying credit supply shocks with bank-firm data: Methods and applications", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 40, lokakuu 2019.) Sen jälkeen laadittuun poikkileikkausregressiomalliin sisältyivät pankkien ja yritysten kontrollimuuttajat, kuten pankin koko ja yrityksen ikä. Siihen sisältyivät myös yllä kuvatut toimiala-, paikka- ja kokokohtaiset kiinteät vaikutukset.

Kuvio C

Luotonantoa ohjaavia tekijöitä koskeva empiirinen näyttö

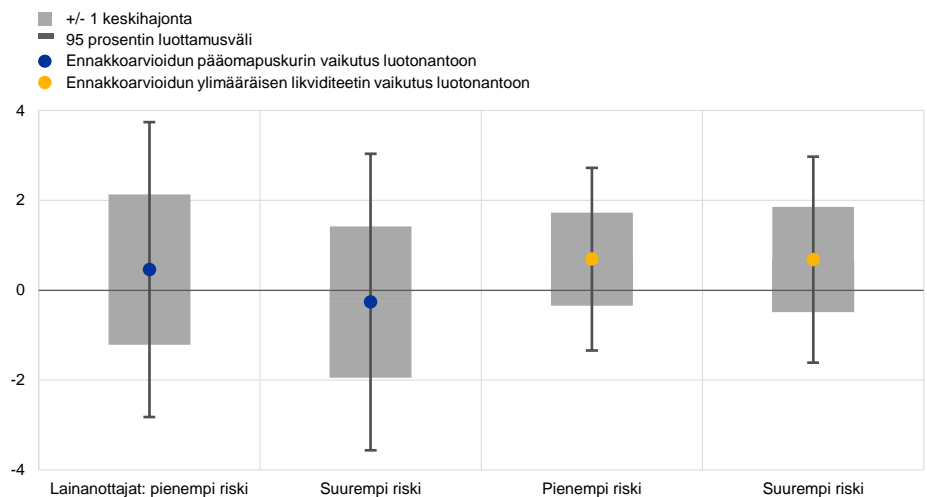
a) Sääntely/valvontapaineen vaikutus

(prosenttiyksiköitä, ennakoarvioidut lainavolyymit)



b) Ennakoarvioitujen pääomapuskurien ja ylimääräisen likviditeetin vaikutus

(prosenttiyksiköitä, ennakoarvioidut lainavolyymit)



Lähteet: EKP (yksittäiset taseen erät, AnaCredit), BLS, EKP:n valvontaraportointi ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään kertoimet regressiosta $Loan\ growth_{b,f} = Riskier_f + \beta^1 Safer_f \times X_b + \beta^2 Riskier_f \times X_b + Y_b + Z_f + Y_{ILS} + \epsilon_{b,f}$, missä $Loan\ growth_{b,f}$ on lainavolyymin logaritminen muutos pankki-yritys-tasolla joulukuun 2021 ja syyskuun 2023 välisenä aikana. $Safer_f$ ja $Riskier_f$ ovat toisiaan täydentäviä dummy-muuttujia, jotka saavat arvon 1, jos lainanottajan maksukyvyttömyyden todennäköisyys ennakoarvion perusteella on yli (alle) 5 %. X_b on muuttuja, joka saa arvon 1, jos edellisten 12 kuukauden aikaiset valvonta- tai sääntelytoimet vaikuttivat tiukentavasti luotonmyöntämiskriteereihin (kohta a) tai ennakoarvioituun pääomapuskuriin tai ylimääräisen likviditeetin ja varojen suhteeseen (kohta b). Regressio sisältää pankin ja yrityksen kontrollimuuttujat (Y_b ja Z_f), kuten pankin koko ja yrityksen ikä, sekä toimiala-, paikka- ja kokokohtaiset kiinteät vaikutukset (Y_{ILS}). Keskiarvot on klusteroitu pankkitasolla. Kertoimet on skaalattu sääntely/valvontapaineen aiheuttaman luotonmyöntämiskriteerien vuosina 2021–2023 kumuloituneen nettomääräisen tiukentumisen avulla, ja luotonmyöntämiskriteerien nettomääräinen tiukentuminen on laskettu pk-yrityksille ja suur yrityksille myönnettyjen lainojen keskiarvona luotonantokyselyn tietojen pohjalta.

Pankkien taseen vahvuus ja tappionsietokyky ennen rahapolitiikan tiukentamissykliä ei kuitenkaan näytä merkittävästi vaikuttaneen luotonannon laadulliseen kohdentamiseen (kuvio C, kohta b). Runsaat pääoma- ja likviditeettipuskurit vaikuttavat rahapolitiikan välittymiseen ja saattavat olla

yhteydessä pankkien luottoriskinhallintaan.⁸⁴ Viimeaikaisen tiukentamissyklin alussa pankeilla oli runsaasti likviditeettiä, ja niiden pääomapuskurit olivat huomattavasti sääntelyvaatimuksia suuremmat. Se oli tulosta vuosien tarkasta sääntelystä ja valvonnasta, joka on tehnyt euroalueen pankkijärjestelmästä kestävämmän esimerkiksi maaliskuun 2023 kaltaisten pankkisektorin kriisien esiintyessä. Ennakoarvioitu pääomapuskurien ja ylimääräisen likviditeetin taso eivät kuitenkaan vaikuta olevan merkittävä tekijä, joka selittäisi luotonannon suuntaamista pienempi- ja suurempiriskisille lainanottajille rahapolitiikan tiukentamissyklin aikana. Kuten aiemmin kuvattiin, sääntely- ja valvontapaineen vaikutus näyttää sen sijaan olevan merkittävä.

⁸⁴ Erityisesti voisi odottaa, että luottojen kohdentaminen suurempiriskisiltä pienempiriskisille lainanottajille ei olisi yhtä yleistä sellaisilla pankeilla, joilla on enemmän pääomaa ja ylimääräistä likviditeettiä, kuten L. Gambacorta ja H. S. Shin toteavat artikkelissa "Why bank capital matters for monetary policy", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, heinäkuu 2018, s. 17–29.

Statistics

Contents

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

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:

<https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.6	5.8	8.7	2.6	8.4	5.9	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.0	3.0	3.4	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.2	2.6	0.1	1.9	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q2	0.7	0.5	0.0	1.0	0.5	0.1	6.6	7.0	4.0	8.4	3.3	0.1	6.2
Q3	0.9	1.2	-0.1	-0.9	1.8	-0.1	6.4	7.0	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	0.7	0.8	-0.3	0.0	1.2	-0.1	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	.	0.4	0.6	-0.5	1.6	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
2023 Dec.	-	-	-	-	-	-	6.0	6.7	3.4	4.0	2.6	-0.3	2.9
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.6	3.1	4.0	2.2	-0.8	2.8
Feb.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.4	3.2	3.4	2.8	0.7	2.6
Mar.	-	-	-	-	-	-	5.8	6.4	3.5	3.2	2.7	0.1	2.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	5.7	.	3.4	2.3	2.5	.	2.4
May	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.6

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.9	12.5
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.5	4.2	0.6
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-2.3	-3.8	-0.6
2023 Q2	54.0	53.6	53.9	53.1	53.9	52.3	50.5	54.8	47.6	-0.2	-1.2	0.9
Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	49.3	51.4	47.0	-0.3	-0.3	-0.2
Q4	51.0	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	1.0	0.9	1.1
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	-0.4	0.2	-1.1
2023 Dec.	51.6	50.9	52.1	50.0	52.6	47.6	49.4	51.6	48.1	1.0	0.9	1.1
2024 Jan.	52.5	52.0	52.9	51.5	52.5	47.9	50.3	52.3	48.8	-0.9	-0.4	-1.5
Feb.	52.6	52.5	53.0	50.6	52.5	49.2	51.2	52.4	49.3	-0.4	0.2	-1.0
Mar.	52.6	52.1	52.8	51.7	52.7	50.3	51.9	52.4	49.5	-0.4	0.2	-1.1
Apr.	52.5	51.3	54.1	52.3	52.8	51.7	51.4	52.7	50.5	.	.	.
May	.	54.4	52.8	.	.	52.2	52.6	.	50.4	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12)

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12,474.6	11,980.5	6,354.5	2,737.3	2,727.0	1,388.6	761.4	570.4	161.7	494.1	6,172.3	5,678.2
2022	13,507.4	13,266.1	7,069.4	2,901.0	3,017.6	1,560.8	847.5	602.3	278.0	241.3	7,440.0	7,198.8
2023	14,375.9	13,861.3	7,535.7	3,037.9	3,176.9	1,626.8	904.8	637.8	110.8	514.6	7,389.7	6,875.2
2023 Q1	3,540.4	3,408.5	1,855.9	741.2	782.8	405.2	223.3	152.5	28.6	131.9	1,896.0	1,764.1
Q2	3,580.7	3,445.7	1,874.5	754.8	788.5	405.7	226.0	155.0	27.8	135.0	1,859.2	1,724.1
Q3	3,602.7	3,466.5	1,899.1	767.8	794.1	407.0	228.7	156.4	5.5	136.2	1,827.8	1,691.7
Q4	3,650.9	3,529.0	1,909.1	775.3	808.5	409.0	225.3	172.3	36.1	121.9	1,836.2	1,714.3
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.4	52.4	21.1	22.1	11.3	6.3	4.4	0.8	3.6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q2	0.1	0.8	0.1	0.3	0.2	-0.4	0.4	1.4	-	-	-1.1	-0.1
Q3	-0.1	-0.1	0.3	0.7	0.0	-0.5	0.7	0.4	-	-	-1.2	-1.4
Q4	-0.1	0.3	0.1	0.5	1.0	-0.4	-2.5	9.6	-	-	0.0	0.6
2024 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2021	5.9	4.7	4.4	4.2	3.5	5.8	8.1	-6.5	-	-	11.5	9.2
2022	3.4	3.6	4.2	1.6	2.5	1.4	4.5	2.6	-	-	7.2	7.9
2023	0.4	0.2	0.5	0.8	1.2	-0.8	3.3	3.5	-	-	-1.1	-1.6
2023 Q2	0.6	0.7	0.7	0.5	1.7	-0.6	5.3	2.6	-	-	-0.5	-0.4
Q3	0.1	-0.4	-0.3	1.3	0.5	-0.3	2.6	-0.3	-	-	-3.0	-4.1
Q4	0.1	0.3	0.6	1.2	1.5	-0.6	0.4	8.4	-	-	-2.8	-2.5
2024 Q1	0.4	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q2	0.1	0.7	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	-0.6	-	-
Q3	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
Q4	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	-0.2	0.4	-0.1	-0.3	-	-
2024 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	5.9	4.8	2.4	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.4	3.5	2.2	0.4	0.5	0.2	0.3	0.1	0.4	0.0	-	-
2023	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.1	0.2	0.2	-0.5	0.2	-	-
2023 Q2	0.6	0.7	0.4	0.1	0.4	-0.1	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-	-
Q3	0.1	-0.4	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.7	0.6	-	-
Q4	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.4	-0.6	-0.3	-	-
2024 Q1	0.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2021	11,191.6	186.6	2,218.6	595.0	2,021.7	598.5	515.2	1,247.3	1,298.1	2,173.0	337.6	1,283.0
2022	12,165.7	215.1	2,450.1	656.6	2,333.5	633.2	532.7	1,300.2	1,398.4	2,274.6	371.3	1,341.7
2023	13,004.5	221.5	2,628.7	723.6	2,447.6	678.9	610.0	1,412.2	1,491.4	2,391.3	399.3	1,371.4
2023 Q1	3,201.4	57.1	660.9	178.2	605.1	164.1	147.5	343.9	364.4	582.8	97.4	339.1
Q2	3,244.4	55.6	662.1	180.1	612.6	169.3	152.1	349.9	372.2	591.7	98.9	336.3
Q3	3,256.3	54.8	653.2	181.8	611.7	170.9	155.0	353.3	374.5	600.8	100.2	346.3
Q4	3,297.2	54.0	662.0	184.2	618.6	173.2	155.0	359.2	381.2	609.1	100.8	353.7
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	20.2	5.6	18.8	5.2	4.7	10.9	11.5	18.4	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q1	0.1	1.0	-1.3	1.9	0.1	0.9	-0.4	0.9	0.1	0.2	2.1	-0.5
Q2	0.1	-0.1	-0.2	-0.6	0.1	1.5	0.6	-0.1	0.5	0.1	0.7	0.2
Q3	-0.1	-1.2	-1.0	-0.1	0.0	0.8	0.1	0.2	0.0	0.1	1.7	0.1
Q4	0.0	0.8	-0.4	-0.1	-0.3	0.2	-0.6	0.1	0.3	0.6	-1.3	-0.2
<i>annual percentage changes</i>												
2021	5.8	1.1	8.7	3.0	7.8	9.3	5.6	2.0	6.7	3.5	4.3	7.2
2022	3.5	-2.5	1.2	1.1	7.7	6.1	0.7	1.8	4.9	1.9	12.0	2.6
2023	0.6	0.6	-1.7	0.6	0.4	4.2	0.4	1.3	1.3	1.1	4.0	-1.2
2023 Q1	1.8	0.8	0.2	0.8	2.5	5.2	0.6	1.7	1.9	1.5	6.6	-2.5
Q2	0.9	1.2	-0.6	0.3	0.2	4.8	0.8	1.2	1.5	1.1	3.3	-1.3
Q3	0.2	0.0	-2.4	1.1	-0.6	3.6	0.8	1.2	1.0	0.7	3.2	-0.3
Q4	0.1	0.4	-3.0	1.1	-0.1	3.5	-0.3	1.1	1.0	1.1	3.2	-0.5
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q1	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-
Q2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-
Q4	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	5.8	0.0	1.8	0.2	1.4	0.5	0.3	0.2	0.8	0.7	0.1	-
2022	3.5	0.0	0.2	0.1	1.4	0.3	0.0	0.2	0.6	0.4	0.4	-
2023	0.6	0.0	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-
2023 Q1	1.8	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-
Q2	0.9	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
Q3	0.2	0.0	-0.5	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-
Q4	0.1	0.0	-0.6	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		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>													
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.4	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.0	25.0	6.6
2022	100.0	86.2	13.8	2.9	14.2	6.4	24.4	3.2	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
2023	100.0	86.3	13.7	2.8	14.2	6.4	24.5	3.3	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.4	1.6	0.4	0.2	0.0	3.2	0.3	4.5	0.6	0.4	2.9	2.1	0.9
2022	2.3	2.4	1.3	-0.8	1.2	3.2	3.4	5.8	0.0	2.8	3.0	1.6	1.5
2023	1.4	1.5	1.1	-1.3	0.9	1.5	1.9	3.5	1.0	1.6	1.6	1.4	0.9
2023 Q2	1.4	1.5	0.9	-2.2	1.1	1.0	1.9	4.0	1.0	2.2	1.9	1.4	0.7
Q3	1.4	1.4	0.9	-1.0	0.8	1.4	2.0	2.4	1.1	0.8	1.4	1.5	0.5
Q4	1.2	1.2	1.3	-0.6	0.4	1.8	1.4	2.7	0.7	1.2	1.2	1.5	1.1
2024 Q1	1.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.3	25.2	3.5	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
2023	100.0	82.1	17.9	3.8	14.5	7.3	25.3	3.5	2.4	1.1	14.1	22.1	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	5.9	5.7	6.7	1.1	5.1	9.8	6.8	7.9	3.0	5.9	8.2	3.9	6.5
2022	3.4	3.5	3.0	-1.3	1.0	3.3	7.6	5.9	-0.2	4.6	3.9	0.6	5.7
2023	1.3	1.5	0.4	-1.5	0.6	1.2	1.7	3.0	0.6	1.1	1.6	1.5	1.4
2023 Q1	2.1	2.5	0.5	-0.6	1.8	1.7	3.0	4.6	1.1	1.8	2.3	1.5	2.5
Q2	1.6	1.8	0.8	-2.5	1.3	1.2	1.8	4.1	1.3	1.7	2.2	1.8	1.6
Q3	1.4	1.6	0.7	-1.2	0.6	1.4	1.8	1.9	1.0	1.1	1.6	1.8	1.5
Q4	1.3	1.4	0.6	-0.7	0.5	2.1	1.2	3.0	0.4	0.8	1.4	1.8	1.0
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.4	4.1	6.3	0.9	5.1	6.4	6.4	3.2	2.3	5.4	5.1	1.7	5.6
2022	1.1	1.1	1.7	-0.4	-0.2	0.1	4.1	0.1	-0.2	1.8	1.0	-1.0	4.2
2023	-0.1	0.0	-0.7	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.4	-0.3	-0.5	0.0	0.1	0.6
2023 Q1	0.4	0.7	-0.6	0.7	0.5	-0.1	0.7	-0.3	0.0	-0.4	0.4	0.1	1.3
Q2	0.2	0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.5	0.3	0.5	0.9
Q3	0.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.2	0.2	0.3	1.1
Q4	0.1	0.2	-0.7	-0.1	0.1	0.3	-0.2	0.3	-0.3	-0.4	0.2	0.3	-0.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7			
2021	165.007	3.4	12.831	7.8	3.2	10.347	6.9	2.484	16.9	6.548	7.4	6.283	8.2	2.5
2022	167.790	3.1	11.394	6.8	2.7	9.140	6.0	2.254	14.5	5.722	6.4	5.672	7.2	3.3
2023	169.982	2.9	11.174	6.6	2.4	8.877	5.8	2.297	14.5	5.642	6.2	5.533	6.9	3.0
2023 Q2	169.835	2.9	11.111	6.5	2.4	8.838	5.7	2.273	14.3	5.599	6.2	5.513	6.9	3.1
Q3	169.974	2.9	11.206	6.6	2.3	8.877	5.8	2.329	14.6	5.670	6.3	5.536	6.9	3.0
Q4	170.720	2.9	11.145	6.5	2.3	8.782	5.7	2.363	14.8	5.639	6.2	5.506	6.9	2.9
2024 Q1	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.5	-	6.2	-	6.9	2.9
2023 Nov.	-	-	11.155	6.5	-	8.831	5.7	2.324	14.7	5.669	6.2	5.486	6.9	-
Dec.	-	-	11.134	6.5	-	8.803	5.7	2.331	14.6	5.643	6.2	5.491	6.9	-
2024 Jan.	-	-	11.182	6.5	-	8.852	5.7	2.330	14.6	5.679	6.2	5.503	6.9	-
Feb.	-	-	11.203	6.5	-	8.875	5.7	2.328	14.6	5.690	6.2	5.514	6.9	-
Mar.	-	-	11.098	6.5	-	8.807	5.7	2.291	14.3	5.594	6.1	5.504	6.9	-
Apr.	-	-	10.998	6.4	-	8.726	5.6	2.272	14.1	5.577	6.1	5.421	6.7	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.3	1.0	8.3	9.0	8.0	-2.9
2022	2.1	2.8	-1.9	5.0	6.3	-2.9	2.9	0.9	-2.8	3.1	4.5	10.0	-4.3
2023	-2.2	-1.7	-5.4	2.3	-1.7	-5.6	1.5	-2.0	-2.7	-1.0	-1.7	2.8	14.5
2023 Q2	-0.8	0.1	-6.2	7.5	-1.6	-8.4	1.5	-2.2	-3.3	-1.1	-0.8	2.7	22.7
Q3	-4.8	-4.3	-5.3	-2.5	-3.2	-7.6	1.7	-2.3	-1.9	-1.6	-3.8	2.0	15.4
Q4	-3.9	-4.3	-4.5	-2.5	-6.7	-0.8	1.1	-0.8	-0.6	0.0	-4.0	1.8	4.1
2024 Q1	-4.6	-4.7	-2.5	-6.0	-5.5	-2.3	-0.2	-0.1	-0.5	0.2	-0.6	.	4.8
2023 Nov.	-5.2	-5.9	-5.6	-4.7	-6.9	0.7	-0.2	-0.6	-0.5	0.3	-3.1	1.5	5.3
Dec.	0.2	0.3	-3.4	4.7	-4.9	-1.7	2.4	-0.5	-0.1	-0.1	-3.4	1.9	-0.4
2024 Jan.	-6.5	-7.4	-2.9	-11.2	-4.2	0.3	0.6	-0.7	-1.3	-0.7	0.7	3.8	7.0
Feb.	-6.2	-6.2	-2.4	-8.9	-5.0	-4.1	-1.8	-0.3	-1.2	0.7	-1.5	4.9	4.5
Mar.	-1.0	-0.8	-2.3	1.8	-7.1	-3.5	0.1	0.7	1.0	0.7	-1.0	.	2.9
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	0.0	-0.5	0.4	0.3	.	3.8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 Nov.	0.4	0.4	-0.7	0.5	1.1	2.0	-0.2	0.4	-0.1	0.3	1.9	0.1	0.7
Dec.	1.6	5.9	-1.3	11.6	0.4	0.7	0.4	-0.5	-0.6	-0.7	0.5	0.4	-1.3
2024 Jan.	-3.2	-6.7	2.2	-15.6	-0.3	0.8	0.8	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	-1.2
Feb.	1.0	0.9	0.8	1.7	-0.3	-3.4	0.4	-0.3	-0.2	0.4	-1.1	1.0	1.0
Mar.	0.6	0.9	-0.5	1.0	-1.8	-0.9	0.1	0.8	1.0	-0.1	1.0	.	-1.2
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.5	-0.1	-2.2	.	-0.3

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	.	-	-	-	-
2021	111.2	9.6	80.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.3	-	-	-	-
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	49.7
2023 Q3	94.2	-8.9	80.7	-16.3	-4.7	-4.6	5.0	90.5	43.2	43.1	49.2	47.5
Q4	94.8	-9.0	79.9	-16.7	-4.2	-6.5	6.2	90.5	43.9	44.0	48.4	47.2
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.5	-5.2	-6.1	7.0	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	.	.	79.0	.	.	.	.	90.0	.	.	.	.
2023 Dec.	96.4	-9.0	.	-15.1	-3.5	-5.5	8.1	.	44.4	44.4	48.8	47.6
2024 Jan.	96.1	-9.3	79.4	-16.1	-4.5	-5.7	8.4	90.1	46.6	46.6	48.4	47.9
Feb.	95.5	-9.5	.	-15.5	-5.4	-6.7	6.1	.	46.5	46.6	50.2	49.2
Mar.	96.3	-8.9	.	-14.9	-5.6	-6.0	6.5	.	46.1	47.1	51.5	50.3
Apr.	95.6	-10.4	79.0	-14.7	-5.9	-6.8	6.1	90.0	45.7	47.3	53.3	51.7
May	96.0	-9.9	.	-14.3	-6.0	-6.8	6.5	.	47.3	49.3	53.2	52.2

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.5	95.2	2.0	3.6	19.1	8.5	8.8	36.1	8.4	76.0	5.4	9.9	3.3
2022	13.7	92.8	-0.2	2.4	12.8	2.1	7.9	35.8	5.3	71.6	3.4	9.0	2.2
2023	14.4	87.0	1.3	2.1	3.1	1.3	-1.9	34.6	5.6	67.1	1.5	2.9	0.7
2023 Q1	13.5	90.8	1.3	2.3	7.1	2.0	4.2	35.5	5.6	69.5	2.8	1.2	1.6
Q2	13.9	89.3	1.3	2.2	2.3	2.2	1.1	35.5	5.6	68.5	1.8	19.9	0.9
Q3	14.0	88.0	0.4	2.0	1.3	1.1	-0.7	35.2	5.6	67.7	1.4	-11.2	0.5
Q4	14.4	87.0	2.0	2.1	2.2	1.3	-1.9	34.6	5.6	67.1	1.5	5.5	0.7

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q2	1,401.7	1,342.2	59.5	725.2	667.1	327.2	294.0	305.1	295.0	44.3	86.1	25.8	22.9
Q3	1,414.6	1,339.8	74.8	722.9	645.1	329.1	295.4	320.3	313.1	42.4	86.2	29.1	18.5
Q4	1,384.2	1,311.9	72.3	710.3	645.0	328.0	295.0	299.6	284.8	46.3	87.2	61.6	40.6
2024 Q1	1,445.7	1,341.9	103.7	746.9	632.2	340.3	324.1	314.8	311.8	43.7	73.8	22.0	18.3
2023 Oct.	457.1	440.1	17.0	230.1	217.8	109.7	98.4	102.7	94.5	14.6	29.5	10.7	9.6
Nov.	462.4	439.0	23.4	239.8	213.3	108.6	99.3	99.1	97.7	15.0	28.8	9.3	7.5
Dec.	464.7	432.8	31.9	240.4	213.8	109.8	97.3	97.8	92.6	16.8	29.0	41.6	23.5
2024 Jan.	480.1	441.0	39.1	249.5	201.8	112.2	107.9	104.2	107.3	14.2	23.9	4.8	9.1
Feb.	486.5	457.6	28.9	246.6	212.9	116.9	109.7	108.2	110.8	14.7	24.2	5.5	3.7
Mar.	479.2	443.4	35.8	250.8	217.6	111.2	106.5	102.3	93.7	14.9	25.7	11.7	5.5
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Mar.	5,646.2	5,336.0	310.3	2,905.2	2,589.3	1,324.6	1,208.5	1,239.7	1,204.8	176.7	333.4	138.5	100.3
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Mar.	39.3	37.1	2.2	20.2	18.0	9.2	8.4	8.6	8.4	1.2	2.3	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item: Manu- facturing	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
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>													
2023 Q2	-1.5	-13.5	710.1	331.9	144.1	216.5	590.6	707.3	411.9	113.6	164.9	503.5	74.1
Q3	-5.2	-22.1	704.3	331.8	141.9	214.6	587.4	677.7	390.4	111.9	158.5	488.6	82.2
Q4	-4.6	-16.7	709.4	334.8	144.1	214.7	589.0	668.9	382.3	107.2	157.2	475.7	81.2
2024 Q1	-3.2	-12.3	712.7	.	.	.	587.4	652.8	.	.	.	458.9	.
2023 Oct.	-1.6	-15.3	236.4	112.1	47.6	70.8	197.5	226.0	130.0	36.2	53.1	160.5	29.5
Nov.	-4.2	-16.2	237.7	111.9	48.9	71.8	197.3	222.1	127.4	35.3	52.2	157.9	26.7
Dec.	-8.3	-18.7	235.2	110.9	47.6	72.1	194.2	220.8	124.9	35.7	52.0	157.4	25.0
2024 Jan.	0.6	-16.1	237.7	113.0	46.8	72.0	196.3	211.6	120.8	33.4	51.0	149.9	25.2
Feb.	0.1	-8.3	237.4	111.2	47.5	72.9	195.9	220.7	124.1	35.3	52.3	153.8	24.8
Mar.	-9.2	-12.0	237.7	.	.	.	195.2	220.4	.	.	.	155.2	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	0.7	-3.0	99.2	95.5	98.4	108.0	98.6	110.4	108.5	111.4	111.1	109.8	144.9
Q2	-3.6	-6.6	97.3	92.7	99.4	105.2	97.2	109.7	107.9	112.3	112.0	110.9	159.0
Q3	-4.2	-10.1	96.3	93.8	95.9	102.4	95.9	106.6	104.5	111.5	109.4	108.5	171.7
Q4	-3.4	-8.7	96.5	93.2	96.1	102.9	95.7	104.3	101.1	104.3	107.8	105.3	164.4
2023 Sep.	-8.3	-13.4	96.1	94.6	93.5	101.3	95.7	104.6	103.0	108.1	107.0	106.6	173.5
Oct.	-0.2	-5.9	96.2	93.6	95.8	101.1	95.6	105.0	102.0	107.3	109.7	107.4	162.2
Nov.	-2.9	-9.4	96.6	93.0	96.4	103.3	96.1	103.1	100.0	101.1	107.3	103.8	162.6
Dec.	-7.3	-11.1	96.8	93.0	96.2	104.2	95.4	104.8	101.2	104.4	106.4	104.7	168.5
2024 Jan.	0.1	-9.5	97.3	95.5	93.3	102.2	96.1	101.4	99.0	96.4	103.9	100.4	160.9
Feb.	-1.1	-3.6	96.2	92.2	91.9	104.4	94.8	103.1	99.9	101.8	105.9	102.2	166.6

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.9	0.7	-4.3	1.2	6.1	6.8
Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.2	0.5	1.3	0.9	5.0	4.5
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.7	0.9	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.2	0.3	0.2	1.1	2.7	2.3
2023 Dec.	124.0	2.9	3.4	2.1	4.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-1.6	0.3	3.1	1.7
2024 Jan.	123.6	2.8	3.3	1.8	4.0	0.4	0.5	0.3	0.1	1.2	0.4	3.0	1.9
Feb.	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.4	0.2	-1.0	0.1	1.4	0.5	2.6	2.5
Mar.	125.3	2.4	2.9	1.2	4.0	0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.5	2.4	2.5
Apr.	126.0	2.4	2.7	1.3	3.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.2	2.4	2.1
May ³⁾	126.3	2.6	2.9	.	4.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-1.2	0.5	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2023 Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1	
Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2	
Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0	
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8	
2023 Dec.	6.1	5.9	6.8	-0.1	2.5	-6.7	3.5	2.7	3.3	0.5	5.2	3.8	
2024 Jan.	5.6	5.2	6.9	-0.3	2.0	-6.1	3.4	2.8	3.5	-0.3	5.4	3.8	
Feb.	3.9	4.5	2.1	0.2	1.6	-3.7	3.4	2.8	3.3	0.1	5.2	3.9	
Mar.	2.6	3.5	-0.5	0.4	1.1	-1.8	3.4	2.8	3.9	-0.4	5.2	3.8	
Apr.	2.8	3.2	1.2	0.5	0.9	-0.6	3.4	2.8	2.7	-0.5	4.8	3.9	
May ³⁾	2.6	2.9	1.8	.	0.8	0.3	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash Estimate: May 2024

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy				
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non-food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2021	100.0	12.2	7.4	5.7	10.9	2.6	2.2	3.4	1.7	30.3	5.8	7.9	0.5
2022	133.5	33.5	17.2	14.0	19.9	7.2	12.2	16.5	7.0	82.0	11.9	7.1	0.6
2023	130.5	-2.2	1.8	3.7	-0.3	5.1	8.3	8.4	5.0	-13.3	6.8	-1.1	-7.4
2023 Q2	129.0	-0.8	0.7	4.1	-0.6	5.7	9.5	9.6	5.9	-11.3	7.5	-1.6	-9.4
Q3	128.1	-8.8	-0.5	1.3	-4.0	4.4	6.4	5.5	4.1	-25.2	4.9	-2.2	-6.7
Q4	128.4	-8.7	-1.2	-0.1	-4.8	3.3	3.6	2.1	2.4	-23.1	4.6	-1.1	-8.7
2024 Q1	125.4	-8.1	-1.6	-1.3	-5.2	2.0	1.5	-0.3	0.9	-20.4	3.6	.	.
2023 Nov.	128.5	-8.1	-1.4	-0.2	-4.9	3.2	3.6	2.0	2.4	-21.9	-	-	-
Dec.	127.7	-9.6	-0.9	-0.3	-4.6	3.0	3.1	1.6	2.1	-25.2	-	-	-
2024 Jan.	126.5	-8.0	-2.0	-1.2	-5.4	2.2	1.8	0.2	1.1	-19.9	-	-	-
Feb.	125.1	-8.4	-1.6	-1.3	-5.4	2.0	1.4	-0.4	0.9	-21.2	-	-	-
Mar.	124.5	-7.8	-1.3	-1.3	-4.8	1.9	1.2	-0.6	0.8	-20.3	-	-	-
Apr.	123.3	-5.7	-0.7	-1.0	-3.9	1.5	1.0	-0.9	0.7	-14.7	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	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	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	109.7	2.2	2.9	2.2	1.8	3.9	5.9	7.9	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	114.9	4.7	6.9	6.8	4.3	8.0	12.5	17.6	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	121.8	6.0	4.3	6.1	3.9	4.1	0.5	-2.9	76.4	-13.0	-11.6	-14.3	-13.8	-12.5	-15.3
2023 Q2	121.2	6.3	4.3	6.8	4.5	4.2	0.3	-3.7	71.6	-18.0	-16.1	-19.9	-18.4	-16.4	-20.8
Q3	122.1	5.9	3.2	5.8	4.1	3.1	-1.9	-7.0	79.8	-13.8	-14.5	-13.0	-14.9	-15.2	-14.5
Q4	123.8	5.3	3.8	3.8	3.0	2.7	-1.4	-4.5	78.5	-9.0	-9.3	-8.8	-10.1	-10.4	-9.6
2024 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	76.5	-2.9	2.8	-8.4	-3.5	1.0	-8.7
2023 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	71.4	-5.8	-3.7	-7.9	-6.8	-5.5	-8.2
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.5	-5.3	-0.7	-9.6	-6.3	-3.2	-9.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.5	-3.9	1.2	-8.9	-4.1	0.4	-9.1
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.6	0.5	7.9	-6.6	-0.2	5.8	-7.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85.0	11.7	19.2	4.2	9.8	14.5	4.1
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.4	12.6	12.2	11.4	11.0	11.9

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months ⁵	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.5	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q2	7.1	29.8	18.0	12.3	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
Q3	3.5	22.1	15.3	6.4	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.7	18.8	17.6	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.7	16.6	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
2023 Dec.	3.6	18.4	18.8	11.6	66.9	43.1	61.6	48.9	55.6
2024 Jan.	4.6	18.6	20.0	9.9	66.1	42.8	62.6	48.6	56.3
Feb.	4.0	16.9	17.3	3.7	65.3	45.5	62.9	48.3	56.6
Mar.	5.6	14.3	15.1	1.6	62.1	46.5	61.5	47.7	55.1
Apr.	5.6	14.0	14.0	2.5	58.3	49.0	61.7	47.9	55.9
May	6.4	13.7	13.2	3.6	56.9	49.4	60.5	48.2	54.2

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	100.9	0.9	1.0	0.5	0.9	0.9	1.4
2022	105.7	4.8	4.0	7.0	5.0	4.2	2.9
2023	110.4	4.4	4.4	4.7	4.9	3.4	4.5
2023 Q2	113.7	4.3	4.4	4.0	4.6	3.8	4.4
Q3	107.4	5.2	5.2	4.9	5.7	3.9	4.7
Q4	117.9	3.3	3.2	4.0	4.0	2.0	4.5
2024 Q1	107.6	4.9	5.0	4.4	5.1	5.0	4.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	110.1	-0.2	1.8	-3.6	5.5	-1.8	1.2	-1.5	5.0	1.0	0.9	-0.1
2022	113.7	3.3	6.9	3.6	6.1	1.9	3.0	2.7	4.9	3.2	3.5	-3.0
2023	120.8	6.2	3.7	8.3	5.6	7.4	4.4	5.2	4.4	6.5	4.5	2.3
2023 Q1	118.8	5.9	3.9	6.9	5.3	6.5	4.5	5.8	4.2	7.0	3.9	0.0
Q2	119.5	6.2	2.4	7.0	5.8	7.7	4.5	4.6	4.9	6.6	4.9	2.9
Q3	121.5	6.5	4.5	9.2	5.0	8.0	4.1	4.5	3.5	6.6	5.1	2.9
Q4	123.2	5.9	3.7	9.2	5.4	6.9	4.2	5.8	4.9	5.5	3.8	3.2
Compensation per employee												
2021	111.6	4.2	2.7	4.7	5.2	5.5	5.8	3.3	6.6	4.7	2.3	3.3
2022	116.6	4.5	5.1	3.6	4.0	6.2	3.3	3.4	3.9	5.2	3.8	7.1
2023	122.6	5.2	5.6	5.5	4.7	5.8	5.1	4.6	4.0	6.2	4.1	5.5
2023 Q1	121.0	5.4	6.1	5.7	4.3	6.7	4.8	5.2	3.7	6.9	4.0	5.4
Q2	121.7	5.3	6.0	5.2	5.0	5.9	5.3	4.4	3.8	6.2	4.7	5.5
Q3	123.3	5.2	5.5	5.8	4.7	5.2	5.3	4.2	3.8	6.3	4.4	5.7
Q4	124.6	4.7	4.8	5.5	4.7	5.3	5.0	4.7	4.7	5.2	3.4	5.3
Labour productivity per person employed												
2021	101.4	4.4	0.9	8.7	-0.2	7.5	4.6	4.9	1.5	3.6	1.3	3.4
2022	102.5	1.1	-1.7	-0.1	-2.0	4.2	0.3	0.7	-0.9	1.9	0.3	10.4
2023	101.5	-1.0	1.9	-2.6	-0.9	-1.5	0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	3.1
2023 Q2	101.8	-0.8	3.5	-1.6	-0.7	-1.6	0.8	-0.2	-1.0	-0.4	-0.3	2.6
Q3	101.5	-1.2	1.0	-3.1	-0.3	-2.6	1.1	-0.2	0.3	-0.3	-0.7	2.7
Q4	101.2	-1.1	1.0	-3.4	-0.7	-1.5	0.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.4	2.1
2024 Q1	101.2	-0.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Compensation per hour worked												
2021	114.1	0.1	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	2.7	1.2	2.2	0.1	0.8	-1.5
2022	118.0	3.4	6.3	3.9	4.3	1.7	3.3	3.4	2.7	3.9	4.9	3.7
2023	124.0	5.1	5.4	5.8	4.8	5.8	5.3	5.0	4.5	6.0	4.0	4.7
2023 Q1	121.8	4.7	4.7	5.2	4.1	5.3	5.0	5.2	4.0	6.1	3.7	4.1
Q2	122.5	5.0	6.4	5.0	5.1	6.0	5.1	4.2	4.1	5.8	4.1	4.2
Q3	124.4	5.0	5.1	5.8	5.0	5.3	5.5	4.5	4.7	6.0	4.0	4.3
Q4	125.9	4.5	4.6	5.3	3.8	5.4	4.4	4.8	4.0	4.8	3.2	5.0
Hourly labour productivity												
2021	104.7	0.0	0.0	3.4	-6.2	1.0	1.3	2.6	-3.7	-1.4	-0.3	-2.1
2022	104.7	0.0	-1.3	0.2	-2.1	0.1	0.2	0.8	-2.6	1.0	1.3	5.9
2023	103.8	-0.9	2.1	-2.3	-0.6	-1.3	1.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.4	2.5
2023 Q1	103.7	-0.8	1.5	-1.6	-0.9	-0.5	0.6	-0.5	-0.1	-0.4	0.0	4.0
Q2	103.6	-1.0	3.8	-1.8	-0.9	-1.5	0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	1.6
Q3	103.5	-1.3	1.1	-3.0	-0.3	-2.4	1.6	-0.2	0.1	-0.6	-1.0	1.7
Q4	103.3	-1.2	1.1	-3.5	-1.0	-1.3	0.4	-0.8	0.2	-0.5	-0.7	2.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2023 Dec.	3.90	3.86	3.93	3.92	3.67	5.33	-0.01
2024 Jan.	3.90	3.87	3.93	3.89	3.61	5.32	-0.01
Feb.	3.91	3.87	3.92	3.90	3.67	5.31	-0.01
Mar.	3.91	3.85	3.92	3.89	3.72	5.31	0.02
Apr.	3.91	3.85	3.89	3.84	3.70	5.32	0.08
May	3.91	3.82	3.81	3.79	3.68	5.31	0.08

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2023 Dec.	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 Jan.	3.81	3.05	2.47	2.05	2.27	-0.79	-0.81	-1.03	2.26	1.67	2.06	2.76
Feb.	3.82	3.33	2.90	2.43	2.48	-0.85	-0.76	-0.46	2.79	2.24	2.20	2.79
Mar.	3.78	3.26	2.80	2.30	2.36	-0.90	-0.83	-0.55	2.68	2.09	2.07	2.70
Apr.	3.74	3.35	3.00	2.58	2.64	-0.72	-0.57	-0.42	2.91	2.44	2.37	2.96
May	3.67	3.33	3.02	2.64	2.70	-0.63	-0.69	-0.47	2.95	2.52	2.45	3.03

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2023 Dec.	472.0	4,508.6	1,019.9	298.5	163.4	122.7	202.0	862.9	950.4	390.0	282.2	749.5	4,688.4	33,118.0
2024 Jan.	471.8	4,505.8	998.5	289.2	163.2	120.2	204.7	875.3	963.2	381.9	288.4	762.5	4,804.5	35,451.8
Feb.	489.4	4,758.9	989.4	315.9	165.3	119.0	207.3	916.0	1,085.4	353.4	283.8	747.9	5,012.0	37,785.2
Mar.	509.8	4,989.6	1,046.7	330.6	161.5	123.1	223.8	965.1	1,114.6	358.1	283.7	764.4	5,170.6	39,844.3
Apr.	511.2	4,981.4	1,049.5	325.4	160.1	132.7	232.6	960.6	1,086.7	361.3	281.0	757.2	5,112.5	38,750.5
May	519.5	5,022.6	1,031.6	318.8	165.9	131.8	239.2	987.8	1,105.0	382.4	286.9	779.5	5,235.2	38,557.9

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 May	0.21	1.30	2.47	2.48	7.15	16.35	8.16	7.60	8.31	5.08	4.28	3.99	3.65	3.31	3.93	3.59
June	0.23	1.37	2.71	2.59	7.29	16.35	7.03	7.49	7.99	5.11	4.42	4.07	3.72	3.41	4.05	3.71
July	0.27	1.42	2.83	2.86	7.50	16.41	8.42	7.73	8.41	5.23	4.58	4.14	3.72	3.46	4.09	3.76
Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	7.60	16.47	8.78	7.83	8.50	5.36	4.71	4.22	3.79	3.51	4.16	3.86
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.78	16.55	8.51	7.83	8.56	5.40	4.74	4.25	3.86	3.57	4.25	3.89
Oct.	0.35	1.59	3.27	3.31	7.98	16.55	8.26	7.87	8.54	5.58	4.83	4.29	3.78	3.61	4.27	3.92
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.98	16.66	7.29	7.91	8.54	5.56	4.91	4.32	3.90	3.70	4.35	4.02
Dec.	0.37	1.65	3.28	3.46	8.04	16.79	7.55	7.71	8.43	5.38	4.90	4.24	3.81	3.63	4.33	3.97
2024 Jan.	0.39	1.68	3.20	3.15	8.14	16.85	7.99	8.02	8.73	5.37	4.85	4.08	3.67	3.52	4.15	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.17	3.07	8.18	16.80	7.68	7.94	8.63	5.31	4.83	4.01	3.64	3.49	4.11	3.85
Mar.	0.39	1.71	3.18	2.91	8.16	16.90	8.09	7.79	8.54	5.16	4.79	4.00	3.57	3.44	4.05	3.80
Apr.	0.39	1.73	3.12	2.89	8.14	16.92	8.11	7.85	8.58	5.19	4.82	3.99	3.59	3.42	4.03	3.80

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 May	0.49	2.96	3.13	4.56	5.05	5.07	5.16	4.76	4.84	4.01	4.47	4.58	4.01	4.58
June	0.55	3.20	3.10	4.78	5.24	5.43	5.26	4.95	4.99	4.14	4.71	4.88	4.10	4.78
July	0.61	3.31	3.58	4.88	5.52	5.52	5.43	5.13	5.02	4.30	4.86	5.01	4.32	4.94
Aug.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.47	5.65	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.59	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct.	0.80	3.70	3.81	5.31	5.67	5.87	5.73	5.49	5.29	4.52	5.23	5.08	4.54	5.27
Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.71	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.49	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.23
2024 Jan.	0.89	3.69	3.37	5.37	5.29	5.69	5.66	5.45	5.23	4.43	5.15	5.00	4.20	5.18
Feb.	0.89	3.63	3.50	5.36	5.44	5.72	5.60	5.46	5.14	4.38	5.10	4.83	3.98	5.14
Mar.	0.90	3.68	3.60	5.35	5.39	5.70	5.53	5.41	5.17	4.34	5.16	5.16	4.16	5.18
Apr.	0.91	3.66	3.30	5.36	5.20	5.60	5.62	5.35	5.09	4.30	5.19	4.99	4.13	5.18

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2021	1,408.4	429.7	125.2	48.8	88.8	764.7	674.9	387.2	138.6	79.0	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,378.0	473.9	142.6	50.4	94.6	667.0	621.7	480.7	182.9	115.8	48.1	48.1	133.9	97.1
2023	1,519.6	595.3	134.3	51.1	88.4	701.8	659.1	499.4	211.5	111.4	37.8	49.0	127.5	103.8
2023 Nov.	1,542.5	598.2	134.2	46.5	98.1	712.0	667.7	481.1	187.2	119.5	40.0	45.5	129.0	100.2
2023 Dec.	1,519.6	595.3	134.3	51.1	88.4	701.8	659.1	329.1	143.3	80.0	36.0	32.1	73.6	60.7
2024 Jan.	1,532.4	598.9	155.5	51.4	93.2	684.8	642.7	541.5	212.1	132.9	43.2	47.7	148.8	121.6
2024 Feb.	1,525.7	593.5	152.9	49.6	96.0	683.4	643.2	457.6	183.1	112.3	36.8	39.7	122.5	100.7
2024 Mar.	1,528.0	600.3	151.2	48.3	85.1	691.4	644.0	461.7	181.5	109.7	33.1	38.9	131.5	102.8
2024 Apr.	1,497.2	564.1	153.9	47.3	91.4	687.8	643.4	438.5	173.6	93.5	32.4	46.1	125.3	103.8
Long-term														
2021	19,872.6	4,170.0	3,341.1	1,350.1	1,620.3	10,741.2	9,942.9	316.2	68.7	83.4	33.8	23.3	140.9	128.1
2022	17,817.7	3,956.3	3,204.6	1,347.1	1,414.3	9,242.4	8,559.1	297.9	79.4	71.6	30.1	16.9	130.0	121.2
2023	19,460.7	4,485.8	3,387.7	1,362.5	1,525.1	10,062.0	9,361.1	322.1	94.4	69.2	25.4	21.0	137.5	129.9
2023 Nov.	18,976.4	4,400.1	3,345.8	1,356.9	1,482.4	9,748.1	9,065.7	302.9	83.7	87.6	36.1	25.7	105.9	101.2
2023 Dec.	19,460.7	4,485.8	3,387.7	1,362.5	1,525.1	10,062.0	9,361.1	214.8	68.9	59.6	19.5	16.7	69.6	68.0
2024 Jan.	19,564.1	4,542.8	3,447.3	1,371.7	1,524.9	10,049.1	9,345.3	471.0	167.2	91.8	31.3	22.7	189.2	172.3
2024 Feb.	19,520.6	4,543.0	3,442.8	1,364.6	1,514.8	10,020.0	9,311.1	369.8	100.3	63.6	11.3	19.5	186.4	168.1
2024 Mar.	19,793.3	4,622.2	3,471.7	1,372.2	1,535.6	10,163.8	9,445.2	435.0	124.4	95.7	31.7	35.8	179.1	164.4
2024 Apr.	19,685.1	4,638.9	3,459.0	1,361.8	1,528.8	10,058.3	9,351.8	322.8	96.1	58.3	10.8	27.5	140.8	135.0

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2021	21,281.0	4,599.7	3,466.3	1,398.8	1,709.1	11,505.9	10,617.8	10,368.4	600.3	1,486.6	8,280.5
2022	19,195.7	4,430.2	3,347.2	1,397.4	1,508.9	9,909.4	9,180.8	8,711.1	525.2	1,290.2	6,895.1
2023	20,980.3	5,081.1	3,522.0	1,413.7	1,613.4	10,763.7	10,020.2	9,689.7	621.8	1,414.9	7,652.6
2023 Nov.	20,518.9	4,998.3	3,480.0	1,403.4	1,580.5	10,460.1	9,733.4	9,392.7	611.5	1,395.6	7,385.2
2023 Dec.	20,980.3	5,081.1	3,522.0	1,413.7	1,613.4	10,763.7	10,020.2	9,689.7	621.8	1,414.9	7,652.6
2024 Jan.	21,096.5	5,141.7	3,602.8	1,423.2	1,618.1	10,733.9	9,988.0	9,841.5	641.1	1,443.2	7,756.7
2024 Feb.	21,046.3	5,136.4	3,595.7	1,414.2	1,610.8	10,703.4	9,954.3	10,165.8	652.5	1,506.6	8,006.2
2024 Mar.	21,321.3	5,222.5	3,622.8	1,420.4	1,620.7	10,855.2	10,089.2	10,521.7	727.4	1,595.5	8,198.4
2024 Apr.	21,182.3	5,203.0	3,613.0	1,409.1	1,620.2	10,746.1	9,995.2	10,247.2	729.1	1,531.8	7,985.9
Growth rate ¹⁾											
2023 Sep.	6.3	11.3	4.4	3.9	2.0	5.4	6.2	-1.0	-3.1	1.2	-1.2
2023 Oct.	5.9	10.9	4.1	3.7	2.5	4.8	5.5	-1.4	-3.0	1.1	-1.7
2023 Nov.	5.3	10.4	2.8	1.1	2.5	4.4	4.9	-1.3	-3.3	1.0	-1.5
2023 Dec.	5.7	11.8	2.9	1.2	2.3	4.5	5.0	-1.5	-3.1	0.8	-1.7
2024 Jan.	5.8	10.8	4.4	2.7	2.3	4.6	5.1	-1.5	-3.0	0.8	-1.8
2024 Feb.	5.5	10.2	4.0	1.9	2.2	4.4	4.8	-1.5	-3.0	0.8	-1.7
2024 Mar.	5.6	10.9	4.3	2.4	2.6	4.2	4.6	-1.3	-3.0	1.1	-1.6
2024 Apr.	5.4	10.0	3.9	0.7	2.6	4.2	4.5	-1.4	-3.1	0.7	-1.6

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	89.4	68.3	87.6	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.7	84.3	63.3	82.8	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.4	65.1	86.5	121.8	94.7
2023 Q2	98.2	93.9	98.1	88.2	64.3	85.9	121.4	94.6
Q3	98.9	94.9	99.0	89.0	65.3	87.4	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.3	89.0	65.3	87.1	123.0	95.1
2024 Q1	98.4	94.5	98.5	.	.	.	123.7	95.2
2023 Dec.	98.2	93.9	98.0	-	-	-	123.2	94.9
2024 Jan.	98.4	94.4	98.4	-	-	-	123.6	95.2
Feb.	98.1	94.2	98.2	-	-	-	123.3	94.9
Mar.	98.8	94.8	98.8	-	-	-	124.2	95.5
Apr.	98.6	94.6	98.5	-	-	-	124.0	95.2
May	98.9	94.8	98.8	-	-	-	124.4	95.3
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 May	0.3	0.3	0.3	-	-	-	0.3	0.2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 May	1.0	1.3	1.0	-	-	-	2.8	1.2

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q3	7.886	.	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.794	.	25.043	7.460	389.736	166.824	4.291	0.856	4.9742	11.605	0.980	1.077
2023 Dec.	7.787	.	24.478	7.456	381.803	157.213	4.334	0.862	4.9707	11.203	0.944	1.090
2024 Jan.	7.820	.	24.716	7.457	382.042	159.458	4.365	0.859	4.9749	11.283	0.937	1.091
Feb.	7.765	.	25.232	7.455	388.039	161.377	4.326	0.855	4.9746	11.250	0.946	1.079
Mar.	7.830	.	25.292	7.457	395.087	162.773	4.307	0.855	4.9708	11.305	0.966	1.087
Apr.	7.766	.	25.278	7.460	392.411	165.030	4.303	0.857	4.9730	11.591	0.976	1.073
May	7.821	.	24.818	7.461	387.183	168.536	4.280	0.856	4.9754	11.619	0.983	1.081
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 May	0.7	0.0	-1.8	0.0	-1.3	2.1	-0.5	-0.1	0.0	0.2	0.7	0.8
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 May	3.0	.	5.2	0.2	4.0	13.2	-5.6	-1.7	0.6	2.2	0.8	-0.5

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2023 Q1	31,760.6	31,487.6	273.0	12,342.4	10,109.1	11,351.7	13,390.3	35.4	6,897.7	7,988.2	1,133.5	16,096.9
Q2	31,906.0	31,584.7	321.3	12,230.2	9,984.7	11,737.5	13,698.8	13.5	6,819.1	7,901.2	1,105.7	16,069.4
Q3	32,083.3	31,600.0	483.3	12,334.0	10,074.6	11,785.9	13,705.3	-9.6	6,859.0	7,820.1	1,114.1	16,078.3
Q4	32,017.5	31,432.1	585.3	11,957.1	9,642.3	12,219.9	14,267.5	8.3	6,683.8	7,522.3	1,148.3	15,749.5
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2023 Q4	222.7	218.6	4.1	83.2	67.1	85.0	99.2	0.1	46.5	52.3	8.0	109.6
Transactions												
2023 Q2	12.9	-27.2	40.1	-104.3	-97.0	213.7	131.6	-5.0	-93.4	-61.8	1.9	-
Q3	122.2	26.8	95.4	8.3	-0.5	96.5	114.6	-2.7	22.2	-87.3	-2.2	-
Q4	-326.7	-424.5	97.8	-321.5	-311.6	41.9	93.1	23.6	-77.1	-206.0	6.4	-
2024 Q1	489.7	411.2	78.5	58.5	13.5	131.4	199.9	23.8	274.8	197.7	1.2	-
2023 Oct.	-38.2	-71.8	33.6	-119.8	-121.4	0.7	8.7	17.3	60.1	40.8	3.5	-
Nov.	10.0	-27.9	38.0	-54.6	-57.0	79.0	33.9	1.3	-17.0	-4.9	1.4	-
Dec.	-298.5	-324.7	26.2	-147.0	-133.2	-37.7	50.5	5.0	-120.3	-242.0	1.5	-
2024 Jan.	175.8	170.3	5.5	-5.3	-8.3	55.1	123.4	15.6	109.5	55.1	0.8	-
Feb.	182.5	174.0	8.5	34.0	2.2	45.4	56.6	13.8	88.4	115.2	0.9	-
Mar.	131.4	66.9	64.5	29.8	19.7	30.9	19.8	-5.6	76.9	27.3	-0.5	-
12-month cumulated transactions												
2024 Mar.	298.1	-13.7	311.8	-359.0	-395.5	483.5	539.2	39.7	126.5	-157.4	7.3	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2024 Mar.	2.1	-0.1	2.2	-2.5	-2.8	3.4	3.8	0.3	0.9	-1.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	1,469.3	9,822.6	11,291.8	918.8	2,504.9	3,423.7	14,715.5	118.7	644.1	25.3	788.1	15,503.7
2022	1,539.5	9,763.0	11,302.6	1,382.1	2,563.9	3,946.1	15,248.7	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.4
2023	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2023 Q2	1,535.3	9,179.2	10,714.5	1,865.1	2,517.8	4,382.9	15,097.4	114.1	695.9	83.7	893.7	15,991.1
Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.2	131.0	714.4	75.7	921.1	15,994.3
Q4	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Q1 ^(a)	1,522.3	8,735.8	10,258.1	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,136.6	192.7	787.1	72.9	1,052.7	16,189.3
2023 Nov.	1,533.7	8,835.1	10,368.7	2,232.6	2,446.9	4,679.5	15,048.3	161.4	719.3	73.1	953.8	16,002.1
Dec.	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Jan.	1,532.6	8,729.1	10,261.7	2,360.5	2,447.6	4,808.1	15,069.9	183.2	754.0	85.6	1,022.8	16,092.7
Feb.	1,532.7	8,711.8	10,244.5	2,423.9	2,433.7	4,857.6	15,102.1	178.5	769.2	69.4	1,017.2	16,119.3
Mar.	1,522.3	8,735.8	10,258.1	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,136.6	192.7	787.1	72.9	1,052.7	16,189.3
Apr. ^(a)	1,531.4	8,712.1	10,243.4	2,459.1	2,431.4	4,890.5	15,133.9	205.1	797.0	70.3	1,072.4	16,206.4
Transactions												
2021	106.6	908.1	1,014.7	-121.0	65.7	-55.3	959.4	12.3	20.3	13.2	45.7	1,005.1
2022	70.3	-47.4	23.0	429.5	54.9	484.4	507.4	3.9	2.4	76.6	82.8	590.2
2023	-5.0	-954.4	-959.3	925.5	-100.1	825.4	-133.9	40.9	93.8	23.1	157.8	23.9
2023 Q2	-6.9	-275.5	-282.4	226.1	-30.2	195.9	-86.5	11.6	19.0	-5.5	25.2	-61.3
Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.4	18.2	-8.8	25.8	-4.7
Q4	0.3	-129.5	-129.3	228.9	-6.8	222.2	92.9	35.0	26.0	-6.3	54.6	147.6
2024 Q1 ^(a)	-13.1	-104.1	-117.2	135.8	-27.0	108.9	-8.3	8.3	47.4	8.0	63.7	55.4
2023 Nov.	-2.2	-27.4	-29.7	66.4	-6.2	60.2	30.6	17.8	7.9	-15.1	10.6	41.2
Dec.	2.3	12.5	14.8	78.3	11.7	90.0	104.8	3.8	21.3	-2.3	22.8	127.6
2024 Jan.	-2.8	-110.2	-113.0	46.7	-11.0	35.7	-77.3	-1.2	14.4	21.2	34.3	-43.0
Feb.	0.1	-17.8	-17.8	65.7	-13.3	52.4	34.6	-4.6	15.1	-14.9	-4.4	30.2
Mar.	-10.3	24.0	13.6	23.5	-2.7	20.8	34.4	14.2	17.9	1.7	33.7	68.2
Apr. ^(a)	9.0	-25.9	-16.9	11.3	0.4	11.7	-5.2	12.2	9.8	0.5	22.5	17.3
Growth rates												
2021	7.8	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.2	158.5	6.2	6.9
2022	4.8	-0.5	0.2	45.8	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1
2023 Q2	0.4	-9.3	-8.0	85.8	-0.4	24.0	-0.6	-2.7	14.4	325.1	22.3	0.5
Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	64.8	19.9	-1.2
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1
2024 Q1 ^(a)	-1.3	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-16.7	19.3	0.9
2023 Nov.	-0.6	-10.9	-9.5	68.7	-4.1	20.8	-1.9	18.2	13.0	92.2	17.7	-0.9
Dec.	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.4	19.3	0.1
2024 Jan.	-0.5	-9.9	-8.6	62.1	-4.3	19.8	-1.1	25.1	18.2	68.9	22.8	0.1
Feb.	-0.4	-8.9	-7.8	57.9	-4.7	18.8	-0.6	29.6	17.8	0.1	18.2	0.4
Mar.	-1.3	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-16.7	19.3	0.9
Apr. ^(a)	-0.3	-7.0	-6.0	45.4	-4.2	15.7	0.0	78.5	17.8	-10.7	22.6	1.3

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾ 11	Insurance corporations and pension funds 12	Other general government ⁴⁾ 13
	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			
Outstanding amounts													
2021	3,228.3	2,802.7	289.7	128.4	7.4	8,088.0	5,380.9	374.1	2,332.3	0.7	1,272.7	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	135.0	6.4	8,373.4	5,536.6	444.9	2,391.1	0.9	1,302.3	236.3	560.8
2023	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2023 Q2	3,333.1	2,502.4	687.7	132.0	11.0	8,362.5	5,310.2	701.6	2,349.9	0.8	1,186.6	229.1	564.9
Q3	3,322.7	2,438.9	737.1	131.9	14.8	8,350.5	5,205.0	847.5	2,297.1	0.8	1,217.0	212.6	565.7
Q4	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Q1 ⁴⁾	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.0	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
2023 Nov.	3,326.1	2,405.1	772.6	132.0	16.4	8,373.2	5,123.7	969.9	2,278.8	0.8	1,217.1	223.3	536.3
Dec.	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Jan.	3,325.8	2,383.3	802.9	128.4	11.1	8,441.4	5,083.3	1,073.2	2,283.8	1.1	1,208.5	221.9	522.9
Feb.	3,316.4	2,366.9	810.0	127.9	11.5	8,452.6	5,065.7	1,114.0	2,271.9	1.0	1,214.0	223.4	541.6
Mar.	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.0	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Apr. ⁴⁾	3,348.0	2,385.9	824.8	126.8	10.7	8,486.2	5,058.2	1,159.7	2,267.4	1.0	1,248.1	209.9	515.4
Transactions													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.0	411.1	-65.0	76.1	-0.2	159.2	-10.4	46.0
2022	121.9	-89.2	206.5	5.9	-1.4	296.1	167.5	75.2	53.3	0.1	1.2	7.7	14.0
2023	-29.1	-302.9	269.3	-1.4	5.9	22.5	-458.3	575.4	-95.1	0.6	-55.5	0.0	-25.9
2023 Q2	0.7	-91.7	90.6	-0.6	2.4	-19.1	-127.0	135.2	-27.1	-0.1	-37.7	-1.3	-10.7
Q3	-13.7	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.2	-110.6	149.3	-52.9	0.0	30.2	-17.3	0.6
Q4	21.1	-8.8	32.4	-0.1	-2.5	76.6	-93.0	175.0	-6.0	0.6	30.9	23.0	-24.1
2024 Q1 ⁴⁾	-4.0	-46.0	45.8	-3.5	-0.2	32.1	-55.7	112.2	-24.0	-0.4	-8.3	-8.0	1.3
2023 Nov.	4.0	-5.9	5.5	0.7	3.7	23.6	-30.0	60.9	-7.4	0.1	20.3	13.4	-10.8
Dec.	11.4	20.7	-4.7	-0.3	-4.2	52.3	-12.5	52.0	12.2	0.6	25.6	11.6	5.4
2024 Jan.	-10.9	-42.1	34.3	-3.3	0.1	13.5	-28.6	49.7	-7.2	-0.3	-46.4	-13.2	-18.8
Feb.	-9.1	-16.9	7.3	0.1	0.4	10.8	-17.7	40.6	-11.9	-0.1	8.2	1.3	18.7
Mar.	16.0	12.9	4.1	-0.3	-0.7	7.7	-9.4	21.9	-4.9	0.1	29.9	3.9	1.5
Apr. ⁴⁾	13.3	3.8	10.4	-0.8	-0.2	27.3	2.8	24.2	0.4	-0.1	2.6	-17.6	-27.7
Growth rates													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.8	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.3	2.3	19.9	0.4	3.4	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2023 Q2	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.5	97.4	-0.3	20.9	-14.2	0.5	-2.3
Q3	-1.2	-14.0	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.8	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Q1 ⁴⁾	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
2023 Nov.	-1.8	-13.0	59.3	1.0	102.4	-0.3	-8.5	132.7	-4.4	-18.6	-8.7	-8.9	-5.1
Dec.	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Jan.	-1.1	-11.2	49.6	-3.2	57.8	0.3	-8.3	121.7	-4.3	39.2	-5.3	-4.9	-7.3
Feb.	-1.2	-10.5	42.3	-3.1	45.7	0.6	-7.9	114.3	-4.7	28.9	-1.7	-1.3	-6.0
Mar.	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Apr. ⁴⁾	0.7	-7.0	32.6	-3.2	16.1	1.4	-6.2	91.7	-4.3	9.0	1.9	-8.6	-8.6

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	6,531.5	994.3	5,535.4	14,805.5	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,576.9	888.1
2022	6,361.8	1,004.7	5,332.0	15,390.4	12,990.1	13,178.0	5,129.8	6,632.2	1,080.6	147.6	1,564.3	836.0
2023	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7
2023 Q2	6,275.3	986.6	5,263.3	15,431.0	12,986.7	13,208.0	5,127.0	6,636.1	1,081.1	142.5	1,575.0	869.3
Q3	6,212.1	989.2	5,197.9	15,435.4	12,984.0	13,192.8	5,114.7	6,635.7	1,096.5	137.2	1,576.9	874.6
Q4	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7
2024 Q1	6,217.3	976.8	5,214.9	15,547.5	13,044.8	13,275.9	5,115.7	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.2	931.4
2023 Nov.	6,226.7	986.0	5,215.5	15,474.0	13,035.7	13,237.3	5,118.3	6,654.4	1,129.0	134.1	1,560.4	877.9
Dec.	6,315.7	994.7	5,295.6	15,493.8	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.1	897.7
2024 Jan.	6,249.9	984.4	5,240.1	15,498.6	13,004.6	13,240.7	5,110.5	6,634.7	1,125.2	134.1	1,584.3	909.7
Feb.	6,210.2	982.6	5,202.1	15,527.6	13,028.1	13,262.5	5,113.2	6,638.2	1,140.6	136.1	1,581.9	917.5
Mar.	6,217.3	976.8	5,214.9	15,547.5	13,044.8	13,275.9	5,115.7	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.2	931.4
Apr.	6,208.5	972.7	5,210.2	15,536.4	13,059.1	13,292.9	5,112.2	6,641.7	1,168.2	137.0	1,557.5	919.8
Transactions												
2021	663.1	-0.9	673.6	562.7	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	77.7	9.2
2022	176.0	9.6	165.6	636.0	624.1	680.8	269.5	241.9	126.1	-13.4	18.2	-6.4
2023	-160.5	-16.8	-144.0	55.4	25.0	72.6	-5.4	7.8	30.7	-8.1	-15.3	45.7
2023 Q2	-75.1	-8.6	-67.0	7.0	-25.7	6.3	-5.1	-28.6	7.2	0.8	17.5	15.2
Q3	-18.2	1.6	-19.5	10.1	2.2	-9.4	-8.6	2.1	14.0	-5.3	2.1	5.8
Q4	5.9	7.8	-2.2	39.1	46.6	69.4	10.1	17.6	16.7	2.2	-23.8	16.3
2024 Q1	-75.1	-16.4	-58.9	60.9	24.9	37.5	-4.1	-0.9	29.2	0.8	12.3	23.7
2023 Nov.	-15.1	-2.1	-13.1	0.4	14.6	21.6	-3.9	11.2	8.2	-0.8	-6.7	-7.5
Dec.	36.4	9.0	27.3	6.1	-5.1	13.4	11.3	-3.5	-17.8	4.9	-4.4	15.7
2024 Jan.	-44.2	-8.8	-35.6	7.2	-28.0	-11.8	-14.1	-13.2	4.2	-4.9	27.0	8.3
Feb.	-22.1	-2.0	-20.0	36.3	32.9	33.3	5.7	4.7	20.4	2.0	-1.3	4.7
Mar.	-8.8	-5.6	-3.3	17.3	20.1	16.0	4.3	7.6	4.5	3.6	-13.4	10.6
Apr.	13.3	-3.5	16.7	-4.6	14.0	17.8	-3.9	-1.5	22.2	-2.8	-12.5	-6.1
Growth rates												
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.1	1.0
2022	2.7	1.0	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2023 Q2	-2.5	-2.3	-2.5	1.6	1.4	2.0	2.5	1.1	0.8	-12.2	1.0	4.4
Q3	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.3	-0.2	-13.9	1.6	5.0
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2024 Q1	-2.6	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.2	-1.2	0.5	7.2
2023 Nov.	-2.8	-1.7	-3.1	0.2	0.0	0.4	-0.7	0.2	3.4	-10.5	-0.2	3.9
Dec.	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2024 Jan.	-2.5	-1.1	-2.7	0.4	-0.1	0.4	-0.5	-0.1	3.0	-9.1	1.3	6.4
Feb.	-2.8	-1.3	-3.1	0.7	0.2	0.7	-0.3	-0.2	5.8	-7.7	1.6	6.2
Mar.	-2.6	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.2	-1.2	0.5	7.2
Apr.	-1.9	-0.8	-2.1	0.7	0.5	0.9	-0.1	-0.2	8.6	-4.5	-0.5	5.7

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4,864.8	4,995.5	885.0	1,005.2	2,974.6	6,372.6	6,637.5	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,129.8	5,130.8	962.7	1,077.6	3,089.6	6,632.2	6,832.8	717.3	5,214.7	700.2
2023	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2023 Q2	5,127.0	5,137.8	922.0	1,088.2	3,116.8	6,636.1	6,869.6	726.0	5,209.8	700.3
Q3	5,114.7	5,123.3	911.5	1,085.4	3,117.8	6,635.7	6,867.1	731.6	5,212.7	691.3
Q4	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Q1	5,115.7	5,132.8	888.0	1,088.6	3,139.0	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
2023 Nov.	5,118.3	5,129.6	904.6	1,087.5	3,126.1	6,654.4	6,868.5	732.1	5,233.4	688.9
Dec.	5,126.7	5,143.4	910.1	1,091.2	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Jan.	5,110.5	5,128.0	889.9	1,093.8	3,126.9	6,634.7	6,869.4	734.7	5,216.4	683.7
Feb.	5,113.2	5,130.4	890.8	1,090.6	3,131.8	6,638.2	6,871.8	736.7	5,220.3	681.2
Mar.	5,115.7	5,132.8	888.0	1,088.6	3,139.0	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Apr.	5,112.2	5,128.1	876.3	1,088.1	3,147.8	6,641.7	6,875.2	741.1	5,223.8	676.8
Transactions										
2021	176.9	208.3	0.2	2.3	174.4	261.7	267.3	10.7	254.9	-3.9
2022	269.5	309.2	78.0	77.4	114.1	241.9	250.3	23.3	217.8	0.9
2023	-5.4	24.9	-43.8	10.6	27.9	7.8	25.7	18.9	9.9	-21.1
2023 Q2	-5.1	-0.1	-9.6	-2.9	7.5	-28.6	1.1	3.9	-27.6	-4.9
Q3	-8.6	-10.4	-10.8	-3.3	5.5	2.1	0.6	6.7	3.1	-7.6
Q4	10.1	30.3	4.0	5.4	0.7	17.6	3.4	3.8	17.6	-3.8
2024 Q1	-4.1	-2.0	-19.8	-1.2	16.9	-0.9	9.8	9.4	-5.2	-5.0
2023 Nov.	-3.9	12.9	-1.8	-2.4	0.3	11.2	3.4	1.5	9.0	0.7
Dec.	11.3	16.7	6.7	4.6	0.0	-3.5	-0.4	2.0	-3.7	-1.9
2024 Jan.	-14.1	-12.9	-18.8	1.8	2.9	-13.2	3.5	1.1	-12.4	-1.8
Feb.	5.7	6.2	2.1	-2.4	5.9	4.7	4.0	2.5	4.5	-2.3
Mar.	4.3	4.7	-3.1	-0.7	8.2	7.6	2.3	5.7	2.7	-0.9
Apr.	-3.9	-4.1	-8.1	-2.1	6.2	-1.5	2.6	-0.4	1.4	-2.5
Growth rates										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q2	2.5	3.1	-1.8	6.3	2.5	1.1	1.7	2.6	1.3	-1.7
Q3	-0.4	0.2	-8.8	2.2	1.4	0.3	0.8	2.8	0.3	-2.5
Q4	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.4	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
2023 Nov.	-0.7	0.0	-8.0	1.4	0.9	0.2	0.5	2.6	0.4	-2.9
Dec.	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Jan.	-0.5	0.2	-5.8	0.8	0.7	-0.1	0.3	2.7	-0.1	-3.1
Feb.	-0.3	0.3	-4.5	0.1	0.8	-0.2	0.3	2.8	-0.2	-3.1
Mar.	-0.2	0.4	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Apr.	-0.1	0.3	-3.9	-0.6	1.1	-0.2	0.2	3.0	-0.2	-3.1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years		Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.1	6,884.3	1,838.9	37.1	1,999.0	3,009.3	1,376.4	410.6	128.5	136.8
2022	648.6	6,755.7	1,783.1	45.9	2,121.8	2,804.8	1,333.4	387.1	137.2	147.2
2023	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2023 Q2	484.9	6,985.1	1,806.8	61.5	2,229.8	2,886.9	1,461.0	293.8	169.0	172.6
Q3	455.9	7,144.7	1,824.6	72.9	2,367.0	2,880.2	1,633.3	314.0	153.8	163.3
Q4	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2024 Q1 ³⁾	399.4	7,464.6	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.1	178.0	174.2
2023 Nov.	407.5	7,273.8	1,827.9	83.7	2,414.0	2,948.2	1,793.9	188.7	170.4	162.0
Dec.	461.3	7,340.2	1,826.4	90.5	2,422.1	3,001.2	1,859.0	268.1	155.0	152.6
2024 Jan.	457.2	7,377.6	1,829.9	96.9	2,447.4	3,003.3	1,961.6	217.3	165.7	159.7
Feb.	438.6	7,366.3	1,828.1	101.7	2,464.0	2,972.5	1,941.7	244.6	165.4	173.4
Mar.	399.4	7,464.6	1,828.5	105.2	2,502.4	3,028.5	2,045.5	243.1	178.0	174.2
Apr. ³⁾	438.2	7,508.0	1,826.6	107.9	2,531.7	3,041.8	2,172.1	235.6	163.6	177.4
Transactions										
2021	25.4	-38.7	-74.9	-5.0	-39.7	81.0	-112.2	-121.7	-8.3	-4.3
2022	-83.4	62.1	-89.0	-4.4	15.5	140.0	-68.3	-174.8	10.4	18.0
2023	-193.7	332.2	24.7	40.1	225.3	42.1	459.0	-191.4	19.7	9.0
2023 Q2	-88.7	96.8	13.8	6.1	61.8	15.1	90.0	-75.1	16.8	6.7
Q3	-29.1	96.4	16.9	11.4	44.9	23.2	130.4	-59.7	-13.3	-6.0
Q4	5.4	61.3	-11.3	17.6	60.0	-5.0	176.1	-6.9	1.2	-10.7
2024 Q1 ³⁾	-61.5	107.0	4.9	14.7	94.3	-6.8	133.8	-18.6	25.6	21.5
2023 Nov.	-32.5	16.5	-4.9	6.0	16.7	-1.4	64.7	-24.8	7.3	10.7
Dec.	53.8	12.3	-2.0	6.8	19.2	-11.7	52.9	98.3	-15.4	-9.4
2024 Jan.	-3.7	61.8	2.7	6.4	38.3	14.5	105.9	-53.9	10.7	7.0
Feb.	-18.6	12.4	1.8	4.7	14.8	-8.9	-11.9	21.7	2.3	13.7
Mar.	-39.2	32.8	0.4	3.5	41.2	-12.4	39.7	13.6	12.5	0.8
Apr. ³⁾	38.5	24.0	-1.8	2.7	23.3	-0.2	103.7	-32.6	-14.4	3.2
Growth rates										
2021	3.6	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.9	-4.8	-13.0	0.6	4.9	-	-	7.8	12.7
2023	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2023 Q2	-37.5	3.6	-2.2	25.1	8.7	3.2	-	-	1.8	10.3
Q3	-30.2	4.9	1.4	48.8	10.4	2.3	-	-	5.6	14.2
Q4	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Q1 ³⁾	-30.3	5.2	1.3	89.9	11.7	0.9	-	-	20.3	7.1
2023 Nov.	-40.3	5.3	1.3	68.5	10.3	2.8	-	-	7.4	-2.7
Dec.	-29.7	4.9	1.4	80.2	10.5	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Jan.	-20.1	5.2	1.6	85.3	10.3	2.1	-	-	8.4	4.2
Feb.	-21.4	5.0	1.7	88.6	10.5	1.4	-	-	10.0	11.0
Mar.	-30.3	5.2	1.3	89.9	11.7	0.9	-	-	20.3	7.1
Apr. ³⁾	-23.4	5.1	0.4	89.7	12.4	0.8	-	-	9.6	11.8

Sources: 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:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.7	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q1	-3.8	.	.	.	.	-2.1
Q2	-4.0	.	.	.	.	-2.3
Q3	-3.9	.	.	.	.	-2.2
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9

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
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46.5	46.0	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.7	6.0	1.5	25.3	4.6
2021	47.1	46.3	13.2	13.1	15.1	0.8	52.3	47.1	10.2	6.0	1.5	24.0	5.2
2022	47.0	46.2	13.5	12.9	14.8	0.8	50.6	45.3	9.9	5.9	1.7	22.8	5.3
2023	46.5	45.6	13.4	12.5	14.7	0.8	50.1	44.6	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4
2023 Q1	46.7	45.9	13.4	12.8	14.7	0.8	50.4	45.1	9.8	5.9	1.7	22.7	5.3
Q2	46.5	45.7	13.4	12.7	14.7	0.8	50.5	45.1	9.8	5.9	1.7	22.7	5.4
Q3	46.4	45.6	13.4	12.6	14.7	0.8	50.3	44.9	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4
Q4	46.4	45.6	13.4	12.5	14.7	0.8	50.0	44.6	9.8	6.0	1.7	22.6	5.4

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
	Total				MFI	7									8	9	10	11	12	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.3	39.1	42.9	11.2	86.0	18.8	31.0	47.5	95.6	1.7
2021	94.8	3.0	13.9	77.9	54.9	41.3	39.9	9.9	84.9	17.4	30.3	47.2	93.3	1.4
2022	90.8	2.7	13.2	74.9	53.1	40.2	37.7	8.8	82.0	16.3	28.8	45.7	89.9	1.0
2023	88.6	2.5	12.2	73.9	49.9	36.6	38.7	8.0	80.5	15.4	28.4	44.7	87.8	0.8
2023 Q1	90.6	2.5	12.8	75.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90.1	2.5	12.4	75.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89.6	2.5	12.2	74.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88.6	2.5	12.2	73.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.1	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.1	5.3	9.6
2021	-2.5	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-3.9	2.0	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.1	0.6	-0.7	-5.6	2.7
2023	-2.3	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.8	2.7
2023 Q1	-3.9	2.1	-0.7	-0.8	-1.2	0.2	0.1	0.1	0.8	-0.7	-5.3	2.3
Q2	-3.4	2.3	-0.9	-1.2	-1.5	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.5	-4.7	2.3
Q3	-2.5	2.2	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.7	-0.4	-4.3	2.8
Q4	-2.3	1.9	-0.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.8	2.7

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.0	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2023 Q2	12.8	11.5	3.4	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
Q3	13.0	11.7	3.5	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
Q4	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Q1	13.0	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.0	1.3	2.1	2.1	1.5	3.7	2.5
2023 Nov.	12.9	11.5	3.5	1.4	0.4	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.7	3.6	1.8
Dec.	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Jan.	12.5	11.2	3.9	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.4	3.6	2.1
Feb.	12.6	11.2	4.3	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.2	2.0	1.4	3.7	2.3
Mar.	13.0	11.6	3.8	1.4	0.3	8.3	2.0	1.3	2.1	2.1	1.5	3.7	2.5
Apr.	12.9	11.5	3.9	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.2	2.1	1.5	3.7	2.6

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	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9.0	-4.3	-5.4	-5.0	-9.8	-10.1	-8.9	-7.2	-9.4	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.6	-2.5	-8.7	-1.8
2022	-3.6	-2.5	-1.0	1.7	-2.5	-4.7	-4.8	0.1	-8.6	2.7
2023	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
2023 Q1	-4.0	-2.9	-1.3	1.9	-2.8	-4.4	-4.8	-0.1	-8.5	3.1
Q2	-3.8	-3.3	-1.8	1.9	-2.7	-4.6	-5.3	-0.5	-8.3	3.0
Q3	-3.9	-3.2	-2.3	1.6	-1.4	-4.5	-5.5	-0.3	-7.7	3.1
Q4	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
Government debt										
2020	111.9	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.9	86.1	155.0	114.9
2021	107.9	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	113.0	77.5	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.7	111.6	111.9	67.8	140.5	85.6
2023	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
2023 Q1	106.3	65.6	17.3	43.5	169.4	111.2	112.5	68.6	139.3	82.9
Q2	105.6	64.6	18.5	43.1	167.2	111.2	112.0	65.8	140.1	84.9
Q3	107.6	64.7	18.2	43.5	165.6	109.8	112.0	63.9	137.9	79.0
Q4	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.3	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.5	-7.6	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.6	-0.3	-5.5	-0.1	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.4
2023	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
2023 Q1	-4.3	-1.0	-0.9	-4.8	-0.4	-3.0	0.1	-3.0	-2.3	-0.4
Q2	-3.0	-1.1	-1.0	-4.3	-0.5	-3.4	0.0	-2.8	-2.8	-1.3
Q3	-3.3	-0.9	-1.0	-3.7	-0.4	-3.2	0.4	-2.8	-3.4	-2.0
Q4	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
Government debt										
2020	42.7	46.2	24.6	52.2	54.7	82.9	134.9	79.6	58.8	74.7
2021	44.4	43.4	24.5	53.9	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.6
2022	41.8	38.1	24.7	51.6	50.1	78.4	112.4	72.5	57.7	73.5
2023	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8
2023 Q1	43.7	38.0	28.4	51.6	48.3	80.1	112.3	72.2	57.9	73.6
Q2	40.1	38.1	28.3	49.8	46.9	78.5	110.0	70.7	59.5	74.5
Q3	42.0	37.4	25.8	49.6	45.8	78.3	107.5	71.8	58.4	74.3
Q4	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2024

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 5.6.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-24-004-FI-N