

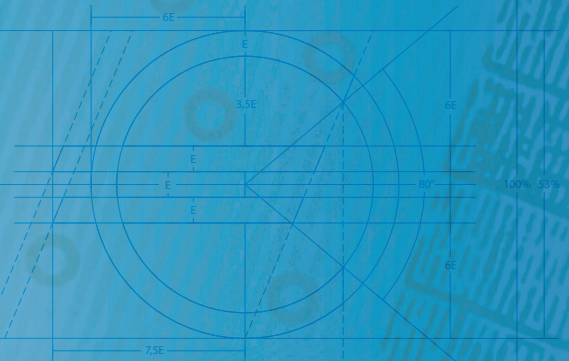


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

2/2021



Sisällys

Raha- ja reaalitalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	7
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	16
3 Talouskehitys euroalueella	21
4 Hinnat ja kustannukset	27
5 Rahan määrä ja luotonanto	33
6 Julkisen talouden kehitys	41
Kehikot	45
1 Talouskehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020	45
2 Euroalueen pääomakanta koronaviruspandemian puhkeamisen jälkeen	51
3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 4.11.2020–26.1.2021	58
4 Rajoitustoimien vaikutus eri sektoreihin ja maihin koronaviruspandemian aikana	64
5 Voittomarginaalien rooli koronavirussokkiin sopeutumisessa	71
6 Vuoden 2021 yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin painot ja niiden vaikutus inflaation mittaamiseen	77
7 EU:n elvytyspaketin vaikutukset julkiseen talouteen	82
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Raha- ja reaalityalouden kehitys

Yhteenveto

Yleisen taloustilanteen odotetaan paranevan vuoden 2021 kuluessa, mutta lyhyen aikavälin talousnäkyviä varjostaa etenkin epävarmuus koronaviruspandemian (COVID-19) etenemisestä ja rokotuskampanjoiden aikataulusta. Kansainvälisen kysynnän piristyminen ja finanssipoliittiset lisätoimet tukevat taloudellista toimintaa euroalueella ja sen ulkopuolella. Tartuntojen määrä on kuitenkin pysynyt suurena, virusmutaatiot leviävät ja rajoituksia on jouduttu laajentamaan ja tiukentamaan, mikä vaikeuttaa lyhyellä aikavälillä taloudellista toimintaa euroalueella. Taloudellisen toiminnan odotetaan kuitenkin piristyvän selvästi vielä vuoden 2021 kuluessa, sillä rokotuskampanjat etenevät ja rajoituksia aiotaan lieventää asteittain. Inflaatio on nopeutunut viime kuukausina pääasiassa ohimenevien tekijöiden ja energian hinnannousun vuoksi. Hintapaineet ovat kuitenkin pysyneet vaimeina, kun kysyntä on heikkoa ja työ- ja hyödykemarkkinoilla on merkittävästi käyttämätöntä kapasiteettia. Tuoreissa EKP:n asiantuntija-arvioissa inflaatiopaineiden ennakoidaan vähitellen voimistuvan, mutta keskipitkän aikavälin inflaationäkymät ovat pitkälti samankaltaiset kuin joulukuun 2020 arvioissa eli inflaatio pysyy EKP:n neuvoston tavoitetta hitaampana.

Tässä tilanteessa on erittäin tärkeää, että rahoitusolot pidetään suotuisina pandemian ajan. EKP:n neuvosto arvioi rahoitusoloja kokonaisvaltaisesti monipuolisilla indikaattoreilla, jotka kattavat koko rahapolitiikan välittymisprosessin riskittömistä koroista aina valtionlainojen ja yrityslainojen tuottoihin sekä pankkilainojen ehtoihin. Tämän vuoden alusta lähtien nousseet markkinakorot muodostavat riskin yleisten rahoitusolosten kannalta. Pankit määrittävät lainaehdonsa pitkälti riskittömien korkojen ja valtionlainojen korkojen pohjalta. Näiden markkinakorkojen hallitsematon ja vahva nousu voisi pitkittyessään johtaa rahoitusolosten ennenaikaiseen tiukentumiseen kaikilla talouden sektoreilla. Nykyoloissa rahoitusolosten pitäminen suotuisina on yhä tarpeen, sillä se vähentää epävarmuutta ja luo uskoa, mikä tukee taloudellista toimintaa ja ylläpitää keskipitkän aikavälin hintavakautta. EKP:n neuvosto odottaa rahoitusoloista ja inflaationäkymistä tekemänsä arvion perusteella, että ostot pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) nopeutuvat seuraavana vuosineljänneksenä merkittävästi verrattuna vuoden alkukuukausiin.

EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

Maailmantalous piristyi pandemian aiheuttamasta laskusuhdanteesta nopeammin kuin joulukuun 2020 asiantuntija-arvioissa oli osattu odottaa.

Taloukasvun tielle kasautui kuitenkin esteitä, sillä pandemiatilanne vaikeutui vuoden vaihteessa. Etenkin kehittyneissä talouksissa jouduttiin ottamaan käyttöön aiempaa tiukempia sulkutoimia, kun tartuntojen määrä alkoi taas kasvaa. Tuoreimmat tiedot kertovat jo toimien häiritsevän maailmantalouden kasvua. Pandemia on jatkossakin

keskeisin talouskehitykseen vaikuttava tekijä. Rokotuskampanjat ovat vähitellen nopeutuneet, mutta ne etenevät eri tahtiin eri maissa. Immuunisuoja ei kuitenkaan ole vielä riittävä, jotta rajoitukset voitaisiin purkaa. Yhdysvalloissa joulukuussa hyväksytty finanssipoliittinen elvytyspaketti ja EU:n ja Ison-Britannian välinen kauppasopimus vaikuttavat myönteisesti talousnäkyymiin euroalueen ulkopuolella. Maailmantalouden BKT:n (ilman euroaluetta) arvioidaan kasvavan 6,5 % tänä vuonna. Sitten kasvun arvioidaan hidastuvan ja olevan 3,9 % vuonna 2022 ja 3,7 % vuonna 2023. Vuonna 2020 maailmantalouden BKT supistui arviolta 2,4 %. EU:n vientikysyntä on arvioitu aiempaa vahvemmaksi Ison-Britannian kanssa tehdyn kauppasopimuksen ansiosta sekä siksi, että kehittyneiden talouksien arvioidaan nyt elpyvän ennakoitua voimakkaammin. Euroalueen vientikysynnän arvioidaan kasvavan 8,3 % vuonna 2021 ja 4,4 % vuonna 2022 sekä 3,2 % vuonna 2023. Vuoden 2021 kasvu on siis nyt arvioitu 1,7 prosenttiyksikköä nopeammaksi ja vuoden 2022 kasvu 0,3 prosenttiyksikköä nopeammaksi kuin edellisissä arvioissa. Etenkin Yhdysvaltain presidentin Joe Bidenin suunnittelema finanssipoliittinen lisäelvytys voi johtaa nopeampaan maailmantalouden kasvuun kuin perusskenaariossa. Mallisimulaatioiden perusteella ne voivat kasvattaa Yhdysvaltain BKT:tä 2–3 %, jolloin talous kasvaisi potentiaalista kasvuvauhtiaan nopeammin. Vaikutus inflaatiovauhtiin jäänee kuitenkin maltilliseksi.

Rahoitusolot ovat tiukentuneet euroalueella jonkin verran EKP:n neuvoston joulukuisen kokouksen jälkeen riskinottohalun kasvaessa. Tarkastelujaksolla 10.12.2020–10.3.2021 eoniakoron eli euroalueen yön yli -luottojen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi ylöspäin ja jyrkkeni. Käyrän perusteella markkinoilla ei odoteta pikaista koronlaskua. Valtioiden pitkien joukkolainojen korkoerot pysyivät euroalueella vakaina. Tuottojen kasvun taustalla oli riskittömien korkojen nousu, kun raha- ja finanssipoliittinen elvytys tuki riskinottohalua. Riskipitoisten sijoituskohteiden hinnat nousivat. Valuuttamarkkinoilla euron nimellinen efektiivinen kurssi heikkeni hieman.

Kasvettuaan vahvasti vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä euroalueen BKT supistui neljännellä vuosineljänneksellä 0,7 %. Vuositasolla BKT:n arvioidaan supistuneen 6,6 % vuonna 2020. Viimeisellä vuosineljänneksellä taloudellista toimintaa oli 4,9 % vähemmän kuin edellisvuoden lopulla ennen pandemiaa. Tuoreiden taloustilastojen, kyselytutkimusten ja usein päivitettävien indikaattorien perusteella talouskehitys on pysynyt heikkona vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä hellittämättömän pandemian ja siihen liittyvien rajoitusten vuoksi. BKT siis todennäköisesti supistuu myös vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Talous kehittyi edelleen epätasaisesti eri maissa ja eri toimialoilla: sosiaalisen kanssakäymisen ja liikkumisen rajoitukset vaikuttavat voimakkaammin palvelualoilla kuin teollisuudessa, eli teollisuus elpyy nopeammin. Vaikka kotitalouksia ja yrityksiä tuetaan finanssipoliittisin toimin, pandemian vaikutukset työllisyyteen ja tuloihin pitävät kuluttajat edelleen varovaisina. Lisäksi yritysten taseiden heikkeneminen ja kasvanut epävarmuus talousnäkymistä vaikeuttavat yhä yritysten investointeja.

Vuoden 2021 kuluessa taloudellisen toiminnan odotetaan kuitenkin piristyvän selvästi, kun rokotuskampanjat etenevät ja rajoituksia aiotaan vähitellen

höllentää, jos pandemiakehitys ei huonone. Euroalueen talouden elpyminen saanee keskipitkällä aikavälillä tukea suotuisista rahoitusoloista, kasvua tukevasta finanssipolitiikasta ja kysynnän elpymisestä, kun rajoituksia vähitellen puretaan.

Samankaltainen näkemys välittyi EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 arvioiden perusskenaariosta. Niissä euroalueen BKT:n arvioidaan kasvavan 4,0 % vuonna 2021 ja 4,1 % vuonna 2022 sekä 2,1 % vuonna 2023. Taloudellista toimintaa koskeva arvio on pysynyt jokseenkin muuttumattomana verrattuna eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioihin.

Euroalueen kasvunäkymiin liittyvät riskit alkavat olla keskipitkällä aikavälillä jokseenkin tasapainossa, vaikka lähiaikoina on vielä ennakoitua heikomman kehityksen riskejä. Kansainvälisen kysynnän kehitys vaikuttaa lupaavalta runsaan finanssipoliittisen elvytyksen ansiosta, ja rokotuskampanjoiden eteneminen on rohkaisevaa. Kehitys voi kuitenkin jäädä ennakoitua heikommaksi, sillä pandemian jatkuminen ja virusmutaatioiden leviäminen vaikuttavat edelleen taloustilanteeseen ja rahoitusoloihin.

Vuotuinen inflaatiovauhti kiihtyi alkuvuodesta selvästi euroalueella ja oli tammi-helmikuussa 0,9 % (viime vuoden joulukuussa -0,3 %). Kokonaisinflaation nopeutumisen taustalla on useita yksittäisiä tekijöitä, kuten Saksan tilapäisen arvonlisäveroalennuksen päättymisen, alennusmyyntikauden siirtyminen joissakin euroalueen maissa, YKHI-korin tuotteiden painojen tavallista suuremmat muutokset vuoden 2021 alussa sekä energian hinnannousun nopeutuminen. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaatio nopeutuu todennäköisesti tulevina kuukausina, joskin inflaatiovauhdin odotetaan vaihtelevan pitkin vuotta, kun inflaatiota tällä hetkellä nopeuttavissa tekijöissä tapahtuu muutoksia. Näiden tekijöiden vaikutuksen odotetaan näkyvän vuotuisessa inflaatiovauhdissa ensi vuoden alkuun. Hintapaineiden odotetaan kasvavan tänä vuonna jonkin verran tarjontapuolen tämänhetkisten rajoitusten ja kotimaisen kysynnän elpymisen vuoksi. Hintapaineita vaimentanevat yleisesti ottaen myös palkkojen nousupaineiden vähäisyys ja euron kurssin aiempi vahvistuminen. Kun pandemian vaikutus väistyy, runsas käyttämätön kapasiteetti saadaan taas käyttöön elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan tuella, mikä sekin lisää vähitellen inflaatiopaineita keskipitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat markkinaindikaattorien ja kyselytutkimusten perusteella edelleen vaimeat, joskin markkinaindikaattorien perusteella ne ovat edelleen vähin erin nousseet.

Samankaltainen kuva välittyi maaliskuisten EKP:n asiantuntija-arvioiden perusskenaariosta, jossa vuotuinen inflaatiovauhti on 1,5 % vuonna 2021 ja 1,2 % vuonna 2022 sekä 1,4 % vuonna 2023. Vuosien 2021 ja 2022 inflaatiovauhti on arvioitu nopeammaksi kuin joulukuussa 2020 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa pääasiassa tilapäisten tekijöiden ja energian hinnannousun nopeutumisen vuoksi. Vuoden 2023 inflaatiovauhtia koskeva arvio on ennallaan. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,0 % vuonna 2021 ja 1,1 % vuonna 2022 sekä 1,3 % vuonna 2023.

Koronaviruspandemian vaikutus näkyi edelleen rahan määrän kasvussa euroalueella. Lavean raha-aggregaatin (M3) kasvu oli vuoden 2021 tammikuussa

12,5 % (vuoden 2020 marraskuussa 11,0 % ja joulukuussa 12,4 %). Rahan määrän voimakasta kasvua tukivat yhä eurojärjestelmän jatkuvat omaisuuseräostot, jotka ovat edelleen merkittävin rahan luomisen lähde. Kun nopeasti rahaksi muutettavissa olevia sijoituksia suositaan edelleen ja likvideimpien talletusten hallussapidon vaihtoehtokustannukset ovat alhaiset, merkittävin lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä on edelleen suppea raha-aggregaatti M1. Yksityisen sektorin lainakannan kehitystä leimasivat yritysainakannan kasvun hienoinen hidastuminen ja vahvana jatkunut kotitalouksien lainakannan kasvu. Luotonanto yrityksille oli kuukausitasolla edelleen hyvin vaatimatonta, kuten jo loppukesästä lähtien. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti pysyi kuitenkin suurin piirtein ennallaan eli 7,0 prosentissa (joulukuussa 7,1 %), sillä lainakanta oli kasvanut hyvin voimakkaasti vuoden alkupuoliskolla. Kotitalouksien lainakannan vuotuinen kasvuvauhti pysyi suurin piirtein ennallaan. Se oli tammikuussa 3,0 % (joulukuussa 3,1 %), ja kuukausikasvu jatkui vankkana. Kaiken kaikkiaan EKP:n rahapolitiittisia toimia sekä jäsenvaltioiden hallitusten ja EU:n muiden toimielinten käyttöön ottamia toimia tarvitaan edelleen pitämään pankkien luotonantotilanne suotuisana ja rahoitusta saatavilla erityisesti niille, jotka kärsivät pandemiasta eniten.

Talouden taannuttua rajusti koronaviruspandemian aikana ja finanssipolitiikan reagoitua siihen ennennäkemättömän voimakkaasti euroalueen BKT:hen suhteutetun julkisen talouden alijäämän arvioidaan kasvaneen ja olleen 7,2 % vuonna 2020 (0,6 % vuonna 2019). EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 arvioiden mukaan alijäämäsuhte pienenee ja on 6,1 % vuonna 2021. Arviointijakson lopussa vuonna 2023 alijäämäsuhte on 2,4 %. BKT:hen suhteutettu julkinen velka kasvaa euroalueella ja on tarkastelujakson lopussa 95 % eli noin 11 prosenttiyksikköä suurempi kuin ennen kriisiä. Vaikutus julkisen talouden rahoitusasemaan jää kuitenkin todennäköisesti jonkin verran pienemmäksi kuin pandemian alkuvaiheessa yleisesti odotettiin. Finanssipolitiikassa vaaditaan silti yhä määrätietoista ja koordinoitua linjaa. Jäsenvaltioiden on siis syytä jatkaa finanssipoliittista tukeaan, kun yritysten ja kotitalouksien kysyntä on heikkoa pandemian jatkumisen ja siihen liittyvien rajoitustoimien tiukentumisen myötä. EU:n elpymispaketin varoilla puolestaan edistetään yhtenäisempää, nopeampaa ja voimakkaampaa elpymistä EU-maissa. Etenkin varojen käyttö tuottavaan julkiseen kulutukseen parantaisi yhdessä tuottavuutta lisäävän rakennepolitiikan kanssa talouden kestävyttä ja kasvupotentiaalia EU:n jäsenvaltioissa.

Rahapolitiittiset päätökset

EKP:n neuvoston 11.3.2021 tekemien päätösten avulla pyritään pitämään rahoitusolot pandemian aikana suotuisina kaikilla talouden sektoreilla, jotta voidaan tukea taloudellista toimintaa ja ylläpitää keskipitkän aikavälin hintavakautta.

1. EKP:n neuvosto päätti, että PEPP-ohjelmassa, johon on varattu 1 850 miljardia euroa, tehdään netto-ostoja vielä ainakin maaliskuun 2022 loppuun saakka. Joka tapauksessa ostoja jatketaan, kunnes EKP:n neuvosto katsoo koronaviruspandemian kriisivaiheen päättyneen. EKP:n neuvosto odottaa rahoitusoloista ja inflaationäkymistä tekemänsä arvion perusteella, että ostot

PEPP-ohjelmassa nopeutuvat seuraavana vuosineljänneksenä merkittävästi verrattuna vuoden alkukuukausiin. Ostoja suoritetaan joustavasti markkinatilanteen mukaan, ja niillä pyritään estämään rahoitusolojen tiukentuminen, sillä muuten olisi vaikeampaa torjua pandemian arvioitua inflaatiokehitystä hidastavaa vaikutusta. Ostojen joustava ohjaaminen eri aikoina eri arvopaperiluokkiin ja eri maihin tukee sekin jatkuvasti rahapolitiikan sujuvaa välittymistä. Jos suotuisia rahoitusoloja voidaan ylläpitää suunniteltua pienemmillä ostoilla, PEPP-ohjelmaan varattua summaa ei tarvitse käyttää kokonaan. Ostoja voidaan säätää tarvittaessa suotuisien rahoitusolojen ylläpitämiseksi myös, jos pandemian inflaatiokehitystä heikentävän vaikutuksen torjunta sitä edellyttää. Lisäksi PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleen sijoittamista jatketaan ainakin vuoden 2023 loppuun saakka. Erääntyvistä arvopapereista luovutaan vähin erin niin, että rahapolitiikka pysyy asianmukaisesti mitoitettuna.

2. Omaisuuserien osto-ohjelmassa jatketaan ostoja nettomääräisesti 20 miljardilla eurolla kuukaudessa. EKP:n neuvosto odottaa yhä kuukausittaisten netto-ostojen jatkuvan omaisuuserien osto-ohjelmassa niin kauan kuin on tarpeen ohjauskorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi ja päättyvän hieman ennen kuin EKP:n ohjauskorkoja aletaan nostaa. Omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia aiotaan myös jatkaa täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa EKP:n ohjauskorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeetitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.
3. EKP:n neuvosto päätti pitää EKP:n ohjauskorot ennallaan. Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina, kunnes arviointijakson inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle kahta prosenttia (mutta alle sen) ja kehitys näkyy johdonmukaisesti myös pohjainflaatiossa.
4. Rahoitusoperaatioissa tarjotaan edelleen runsaasti likviditeettiä. Etenkin kolmas kohdennettujen pitempiäikaisten rahoitusoperaatioiden sarja (TLTRO III) on edelleen hyvä rahoituslähde pankeille ja tukee niiden luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille.

EKP:n neuvosto seuraa jatkuvasti myös valuuttakurssikehitystä, joka voi sekin vaikuttaa keskipitkän aikavälin hintavakausnäkyymiin. Se on valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan symmetrisen inflaatiotavoitteensa mukaisesti varmistaakseen, että inflaatio palautuu kestävästi lähemmäksi tavoitetta.

1 Ulkoinen ympäristö

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden mukaan maailmantalous toipui odotettua nopeammin koronaviruspandemian (covid-19) puhkeamisen aiheuttamasta taantumasta. Kasvun tielle kuitenkin kasautui esteitä vuodenvaihteessa, jolloin etenkin kehittyneissä talouksissa jouduttiin ottamaan käyttöön aiempaa tiukempia sulkutoimia, kun tartuntojen määrä jälleen kasvoi. Näiden toimien haitallinen vaikutus maailmantalouden kasvuun on jo nähtävissä tämänhetkisissä tiedoissa. Pandemia pysyy lähitulevaisuudessakin keskeisimpänä talouskehitykseen vaikuttavana tekijänä. Rokotukset ovat pääsemässä asteittain vauhtiin, joskin tahti vaihtelee maittain. Immuniteettiaste on kuitenkin edelleen liian alhainen, jotta rajoitustoimia voitaisiin alkaa purkaa. Yhdysvalloissa joulukuussa hyväksytty finanssipoliittinen elvytyspaketti sekä EU:n ja Ison-Britannian välinen kauppasopimus tukevat euroalueen ulkoisen ympäristön näkymiä tänä vuonna. Globaalin BKT:n (ilman euroaluetta) arvioidaan kasvavan 6,5 % vuonna 2021, minkä jälkeen kasvun arvioidaan hidastuvan 3,9 prosenttiin vuonna 2022 sekä 3,7 prosenttiin vuonna 2023. Vuonna 2020 maailmantalouden BKT:n arvioidaan supistuneen noin 2,4 %. EU:n ja Ison-Britannian välinen kauppasopimus sekä odotettua nopeampi kehittyneiden talouksien elpyminen selittävät euroalueen ulkomaisen kysynnän aiempaa vahvemmat kasvuodotukset. Vientikysynnän arvioidaan nyt kasvavan 8,3 % tänä vuonna, 4,4 % vuonna 2022 ja 2,3 % vuonna 2023. Siten kuluvan vuoden ennustetta on tarkistettu 1,7 prosenttiyksikköä ja ensi vuoden ennustetta 0,3 prosenttiyksikköä ylöspäin. Perusskenaarioon liittyvät riskit painottuvat odotettua nopeamman kasvun suuntaan presidentti Bidenin finanssipoliittisen lisäelvytyspaketin myötä. Mallin simulaatiot viittaavat siihen, että tämä elvytys kasvattaa Yhdysvaltojen BKT:tä 2–3 prosentilla ja nostaa talouden potentiaalin yläpuolelle, vaikka inflaatiovaikutus todennäköisesti pysyy maltillisena.

1.1 Maailmantalouden ja maailmankaupan kehitys

Maailmantalous toipui pandemian aiheuttamasta taantumasta odotettua nopeammin. Investointeja tehdään maailmalla jo lähes yhtä paljon kuin ennen pandemiaa, sillä rahoitusolot ovat rahapolitiikan vahvan tuen ansiosta suotuisat. Kulutus kuitenkin elpyy hitaammin, vaikka tuloja ja työpaikkoja tuetaan finanssipoliitikalla, sillä vallitsevat rajoitukset ovat ongelma palveluille, joiden tarjoaminen edellyttää lähikontakteja. Vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä maailmantalouden BKT:n kasvu (ilman euroaluetta) elpyi 7,4 % eli 0,7 prosenttiyksikköä vahvemmin kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa ennakoitiin. Elpyminen eteni odotettua nopeammin sekä kehittyneissä että kehittyvissä markkinatalousmaissa. Supistuttuaan ensin jyrkästi maailmantalous piristyi yhtä nopeasti, minkä jälkeen elpymisen odotetaan jatkuneen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä vankkaa mutta aiempaa maltillisempaa 2,1 prosentin tahtia, joka on kuitenkin nopeampi kuin edellisissä asiantuntija-arvioissa.

Elpymisen tielle kasautui lisää esteitä, kun pandemia paheni maailmalla vuodenvaihteessa. Etenkin kehittyneissä talouksissa jouduttiin ottamaan käyttöön

aiempaa tiukempia sulkutoimia, kun tartuntojen määrä kasvoi. Kehittyvissä markkinatalousmaissa rajoituksia tiukennettiin vähemmän. Kaiken kaikkiaan uudet sulkutoimet kuitenkin jarruttavat maailmantalouden kasvua vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä, mikä näkyy jo keskeisten kehittyneiden talouksien toimintaa kuvaavissa lyhyin aikavälein julkaistavissa indikaattoreissa.

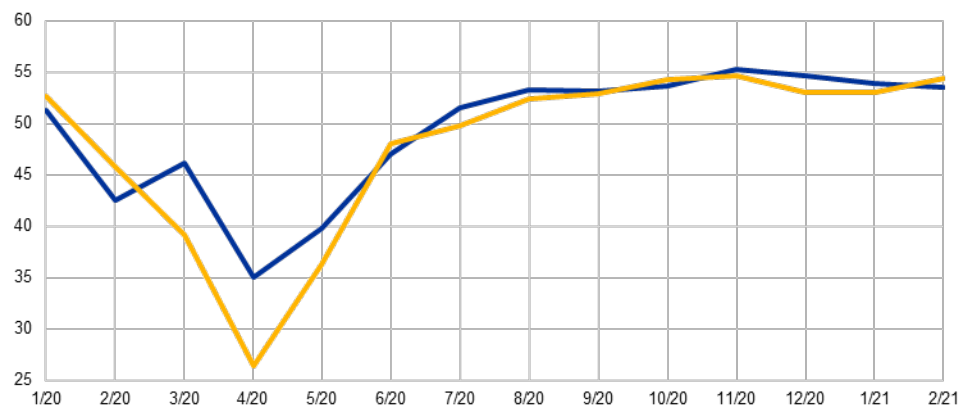
Kyselytiedot viittaavat vahvaan kasvuvireeseen mutta paljastavat myös eroja sektorien ja maiden välillä. Globaali (pl. euroalue) ostopäällikköjen PMI-yhdistelmäindeksi viittaa maailmantalouden elpymisen jatkumiseen alkuvuonna 2021. Vuodenvaihteen hieman vaimeamman kehityksen jälkeen indeksi ylsi helmikuussa lähelle pitkän aikavälin keskiarvoaan – pääasiassa palvelusektorin nopeamman kasvun ansiosta. Sitä vastoin tehdasteollisuustuotantoa kuvaava globaali (pl. euroalue) ostopäällikköindeksi heikkeni edelleen, mutta se pysyi kuitenkin vankasti positiivisen kasvun alueella (kuvio 1). Kokonaistuotantoa kuvaavan ostopäällikköindeksin tiedot viittaavat kasvun vahvistumiseen Yhdysvalloissa, Kiinassa, Intiassa ja Venäjällä ja sen heikkenemiseen Iossa-Britanniassa, Japanissa ja Brasiliassa.

Kuvio 1

Globaali kokonaistuotannon ostopäällikköindeksi (ilman euroaluetta)

(diffuusioindeksit)

— Tehdasteollisuus
— Palvelut



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2021.

Globaalit rahoitusolot pysyvät kasvua tukevana huolimatta valtionlainamarkkinoiden myyntiaallon aiheuttamasta viimeaikaisesta kiristymisestä. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020

kokonaistaloudellisten arvioiden julkistamisen jälkeen rokotteen hyväksymisissä ja jakelussa otetut edistysaskeleet ja rokottamisen aloittaminen ovat kohentaneet sijoittajien luottamusta. Yhdessä viime hetken Brexit-sopimuksen ja kasvua tukevan talouspolitiikan kanssa tämä on tukenut suhdanneherkkien ja riskipitoisten omaisuusarvoa. Kaiken kaikkiaan globaalit rahoitusolot ovat edelleen hyvin kasvua tukevat sekä kehittyneissä että kehittyvissä markkinatalouksissa. Aivan hiljattain maailmantalouden näkymien koheneminen pandemiaan liittyvän myönteisen kehityksen ja Yhdysvaltojen finanssipoliittista lisäelvytystä koskevien uutisten myötä johtivat myyntiryntäykseen globaaleilla valtionlainamarkkinoilla.

Globaalit osakemarkkinat puolestaan aluksi hyötyivät optimistisesta käännteestä. Nousutrendi kuitenkin katkesi helmikuun lopulla, kun huolet joukkolainojen tuottojen jyrkästä noususta johtivat laajaan myyntiaaltoon osakemarkkinoilla. Samaan aikaan inflaatio-suojattujen joukkolainojen hinnoista johdetut markkinapohjaiset inflaatio-odotukset Yhdysvalloissa nousivat korkeimmilleen sitten vuoden 2014.

Maailmantalouden näkymät heijastelevat edelleen pandemian kehitystä ja sen rajoitustoimia. Ankarimmat rajoitustoimet auttoivat vakauttamaan uusimmat tartunta-aallot, mikä yhdessä nopeutuvan rokotustahdin kanssa herätti luottamusta siihen, että pandemia saadaan paremmin kuriin, joten sulkutoimia voitiin asteittain purkaa. Samaan aikaan sosiaalisen kanssakäymisen välttämiseen tähtäävien toimenpiteiden vaikutus kontakti-intensiivisiin palveluihin on pysynyt merkittävänä, joskin niiden vaikutus talouskasvuun kokonaisuutena jäänee maaliskuun–huhtikuun 2020 sulkutoimiin verrattuna rajallisemmaksi. Tämä heijastelee sitä, että sulkutoimet olivat aiempaa kohdennettumpia ja taloudelliset toimijat sopeuttivat käyttäytymistään rajoittaakseen sulkutoimien negatiivista vaikutusta toimeliaisuuteen. Tätä taustaa vasten maailmantalouden elpymisen odotetaan hidastuvan merkittävästi vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä ja kiihtyvän sen jälkeen.

Yhdysvalloissa joulukuussa 2020 hyväksytty finanssipoliittinen elvytyspaketti ja EU:n sekä Ison-Britannian kauppasopimus vahvistavat vuoden 2021 näkymiä. Nämä talouspoliittiset uutiset, jotka sisällytettiin joulukuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin odotettua nopeamman kasvun riskeinä ja jotka uusissa arvioissa sisältyvät perusskenaarioon, antavat talouskasvulle lisää pontta. Yhdysvalloissa joulukuussa sovittu tukipaketti on suuruudeltaan 900 miljardia dollaria (4,4 % BKT:stä). Se on korvamerkitty kotitalouksille ja yrityksille annettavaan suoraan tukeen, ja sen odotetaan vahvistavan Yhdysvaltojen taloutta tänä vuonna. Lisäksi siinä, missä joulukuun 2020 asiantuntija-arvioissa vielä oletettiin, että Brexit toteutuu ilman EU:n ja Ison-Britannian välistä kauppasopimusta, kyseinen sopimus on nyt tehty. Sen ansiosta Euroopan unionin ja Ison-Britannian välillä käydään tavarakauppaa ilman tulleja ja kiintiöitä (sopimus vastaa Kanadan kanssa solmittua CETA-sopimusta), mikä lisää taloudellista toimintaa Isossa-Britanniassa ja suurentaa sen kauppaa arviointijaksolla.

Globaalin BKT:n (ilman euroaluetta) kasvun odotetaan kiihtyvän 6,5 prosenttiin vuonna 2021 ja sitten hidastuvan 3,9 prosenttiin vuonna 2022 ja 3,7 prosenttiin vuonna 2023. Vuonna 2020 maailmantalouden BKT:n arvioidaan supistuneen 2,4 %. Vuoden 2021 kasvu on nyt arvioitu 0,7 prosenttiyksikköä nopeammaksi kuin edellisissä arvioissa, sillä viime vuoden lopun yllättävän myönteisen kehityksen kasvuperintö ja talouspolitiikan tuki painaavat vaakakupissa enemmän kuin rajoitusten viimeaikainen tiukentuminen. Arvio globaalin BKT:n kasvusta (ilman euroaluetta) vuosina 2022–2023 pysyi suunnilleen aiempien arvioiden tasolla.

Yhdysvaltojen talouskasvunäkymät saavat tukea joulukuun lopussa vahvistetusta finanssipoliittisesta elvytyksestä. Vuoden 2020 jälkipuoliskolla odotettua vahvemmin elpynyt talouskasvu hidastui vuodenvaihteessa, kun

rajoitustoimia kiristettiin jälleen pandemiatilanteen pahenemisen takia.¹ Koska pandemiatilanteen oletetaan paranevan vuoden mittaan, talouden arvioidaan kurovan nämä tappiot kiinni. Talouskasvun hiipumisen myötä kuitenkin joulukuussa sovittiin finanssipoliittisesta lisäelvytyksestä, joka vastasi 4,4:ää prosenttia BKT:stä, minkä odotetaan vauhdittavan kasvua tänä vuonna. Kun yksityinen kulutus hiipui loppuvuonna 2020, valtion elvytykset tukivat kotitalouksien tuloja ja säästämistä. Tihein aikavälein päivitettävät luottokortti- ja vähittäiskaupan tilastot kertoivat vahvasta elpymisestä tammikuussa. Vaikka inflaatio pysyi tammikuussa vakaana, inflaatio-odotukset ovat kasvussa. Kuluttajahintainflaatio pysyi tammikuussa ennallaan 1,4 prosentissa ja pohjainflaatio hidastui 1,4 prosenttiin. Lyhyen aikavälin inflaationäkymät kuitenkin viittaavat erityisesti öljyn hinnan osalta voimakkaisiin vertailuajankohdan vaikutuksiin, jotka voisivat kiihdyttää inflaation yli 2 prosenttiin. Lisäksi vahvemmat kasvunäkymät nostivat markkinapohjaiset inflaatio-odotukset 2,2 prosenttiin.

Uuden hallinnon suunnittelema laajamittainen finanssipoliittinen elvytys muodostaa nykyisten ennusteiden keskeisen positiivisen riskin. Yhteensä 1,9 biljoonan Yhdysvaltain dollarin (8,9 % BKT:stä) suuruinen finanssipoliittinen lisäelvytyspaketti käsittää työttömyysturvaetuksien uudistuksen, uudet kertaluonteiset tulonsiirrot kotitalouksille ja sekä paikalliset että osavaltioiden lisäpanostukset julkiseen terveydenhuoltoon ja koulutukseen. Se muodostaa merkittävän riskin siitä, että kasvusta tulee nopeampaa kuin nykyisessä perusskenaariossa. Mallin simulaatiot viittaavat siihen, että se kasvattaa Yhdysvaltojen BKT:tä 2–3 prosentilla ja kiihdyttää talouskasvun potentiaaliaan nopeammaksi samalla, kun inflaatiovaikutus näyttäisi pysyvän maltillisena. Lisäksi siitä aiheutuisi myönteisiä seurannaisvaikutuksia muiden talouksien, euroalue mukaan lukien, kasvuun.²

Isoissa-Britanniassa ankarat sulkutoimet ja varastojen purkaminen todennäköisesti painavat kasvun jälleen negatiiviseksi vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Odotettua vahvempi BKT:n kasvu vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä johtui pääasiassa erityisistä tekijöistä, kuten julkisten menojen kasvusta ja EU-eroon liittyvästä varastojen kartuttamisesta. Lisäksi se viittaa siihen, että koronavirukseen liittyneet liikkumisrajoitukset vuoden lopulla ovat jarruttaneet talouskasvua paljon vähemmän kuin kevään 2020 ankarat sulkutoimet. Tälle vuodelle kyselytiedot ja lyhyin aikavälein julkaistavat indikaattorit kuitenkin ennakoivat jyrkkää laskua vuoden alussa käyttöön palautettujen ankarien sulkutoimien takia, minkä myötä BKT supistuisi merkittävästi vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Varastojen muutoksen negatiivinen kasvuvaikutus saattaa pahentaa supistumista, sillä EU:n ja Ison-Britannian välisellä rajalla alussa esiintyneet häiriöt ja epävarmuuden väheneminen kauppasopimuksen solmimisen myötä ovat johtaneet jonkinasteiseen varastojen purkamiseen. Alan järjestön tekemän kyselyn mukaan Ison-Britannian vienti Euroopan unioniin supistui tammikuussa 2021 arviolta 68 % vuotta aiemmasta. Mikäli nopea edistys

¹ Ks. Yhdysvaltojen ja euroalueen pandemian aikaisen talouskehityksen vertailu tämän Talouskatsauksen kehikossa 1, "[Talouskehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020](#)".

² Ks. lisätietoja EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin sisältyvästä kehikosta "[Yhdysvaltain elvytysuunnitelman mahdollinen vaikutus Yhdysvaltain ja euroalueen talousnäkyisiin](#)".

rokotuksissa helpottaa terveydellistä tilannetta, rajoitusten asteittaisen purkamisen jatkaminen toisella neljänneksellä on todennäköistä. Tämä saattaisi käynnistää kasvun elpymisen, joka saisi tukea kulutuksesta ja yksityisten investointien vilkastumisesta. Kauppasopimus, jonka ansiosta Euroopan unionin ja Ison-Britannian välillä käydään tavara kauppaa ilman tulleja ja kiintiöitä, auttoi välttämään ulkomaankaupan häiriöitä vuodenvaihteessa. Näin ollen verrattuna eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin, joiden perusskenaarioon kuului sopimukseton Brexit, talouden arvioidaan nyt noudattavan positiivisempaa kasvun ja ulkomaankaupan kehityksen uraa arviointijaksolla. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi tammikuussa vain hieman eli 0,7 prosenttiin joulukuun 0,6 prosentista, mutta sen odotetaan vauhdittuvan nopeasti lyhyellä aikavälillä. Energian ja kaasun hinnan elpyminen viime vuoden romahduksen jälkeen sekä ravintola-alan arvonlisäveron tilapäisen alennuksen päätyminen huhtikuussa nostavat jatkossa kuluttajahintoja.

Kiinan talous kasvoi viimeisellä vuosineljänneksellä odotettua nopeammin, mikä viittaa siihen, että elpyminen pandemian jälkeen on jatkunut vakaasti.

Taloukasvu elpyi nopeasti tuotannon vilkastumisen ja valtion investointien myötä ja vahvan ulkomaisen kysynnän tuella. Kaiken kaikkiaan Kiinan talous on palautunut pandemiaa edeltäneelle kasvu-uralleen. Kiinan BKT kasvoi 2,3 % vuonna 2020 ja tuoreimmat lyhyin väliajoin päivitettävät tiedot viittaavat vahvan kasvun jatkumiseen, joskin jonkin verran aiempaa maltillisempänä. Investointeja ja luototusta tukevan talouspolitiikan myötä rahoitusvakauteen kohdistuvat riskit saattavat kasvaa edelleen. Kulutus on elpynyt hitaammin, mutta kuluttajaluottamus kasvoi viime vuonna tuntuvasti ja yksityiset kulutusmenot ovat toipuneet lähes vuoden 2019 tasolle sitä mukaa, kun pelot viruksen uudesta noususta ovat väistyneet. Kiinan nopea elpyminen pandemiasokista viittaa myös siihen, että taloutta arpeuttavat vaikutukset ovat todennäköisesti rajallisia.

Japanin taloukasvu vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä osoittautui vahvemmaksi kuin aluksi odotettiin.

Kolmannella neljänneksellä selvästi vahvistunut BKT kasvoi odotukset ylittäen 3% viimeisellä neljänneksellä, kun se sai tukea yksityisten yritysten investointien selvästä elpymisestä, vahvasta yksityisestä kulutuksesta ja viennin kasvusta. Koronataartuntojen kasvu kuitenkin johti rajoitustoimien kiristykseen tammikuun alussa. Tästä syystä taloukasvun odotetaan hidastuvan vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä, joskin maltillisemmin kuin keväällä 2020. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi tammikuussa selvästi eli -0,6 prosenttiin joulukuun -1,2 prosentista, kun energian hinnan laskun voimakkaasti hidastava vaikutus kompensoitui pohjainflaation (ilman elintarvikkeita ja energiaa) vielä voimakkaamman kiihtymisen vaikutuksesta.

Keski- ja itäeurooppalaisten EU:n jäsenvaltioiden taloukasvu näytti jatkavan elpymistään vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Sen jälkeinen pandemian paheneminen ja ankarat sulkutoimet todennäköisesti rasittavat elpymistä alkuvuonna 2021. Olettaen, että koronarajoituksia voidaan höllentää lähikuukausina, taloukasvun arvioidaan jälleen kiihtyvän asteittain, kun se saa pontta ekspansiivisesta finanssi- ja rahapolitiikan linjauksesta.

Suurissa raaka-aineiden viejämaissa elpyminen on vaikeaa, ja mahdollisuudet elvyttävän politiikan lisäämiseen ovat rajalliset.

Venäjän elpyminen kolmannella vuosineljänneksellä sai apua laajasta talouspoliittisesta tuesta ja parantuneesta tartuntojen hallinnasta. Uusien tartuntojen hillitsemiseksi aloitettujen ankarien sulkutoimien kuitenkin arvioidaan rasittavan kasvua lyhyellä aikavälillä. Pandemiatilanteen paranemisen odotetaan kuitenkin tukevan kasvua vuoden 2021 mittaan. Lisäksi talous todennäköisesti hyötyy viime kuukausien öljyn hinnan noususta. Brasiliassa viranomaiset aloittivat laajan finanssipoliittisen elvytysohjelman, johon kuuluu suoria tulonsiirtoja pienituloisille kotitalouksille, mikä tuki talouden elpymistä viime vuonna. Koska finanssipoliittisen tuen vaikutus kuitenkin vähenee ja pandemia on pahentunut, kasvun arvioidaan hidastuvan lyhyellä aikavälillä.

Turkin BKT:n kasvu elpyi jyrkästi vuoden kolmannella neljänneksellä ja elpyminen jatkui viimeisellä neljänneksellä.

Nopea elpyminen sai tukea vahvasta luottojen kasvusta, kun taas rajoitustoimien negatiivinen vaikutus rajoittui pääasiassa ravintola- ja turismisektoreille. Kasvun (erityisesti luottovetoisen yksityisen kulutuksen) arvioidaan kuitenkin maltillistuvan sitä mukaa, kun talouspoliittista tukea asteittain kevennetään. Keskipitkällä aikavälillä talouspolitiikan ja erityisesti keskuspankin viimeaikaisen suunnanmuutoksen odotetaan painavan kasvun historiallista keskiarvoaan hitaammaksi.

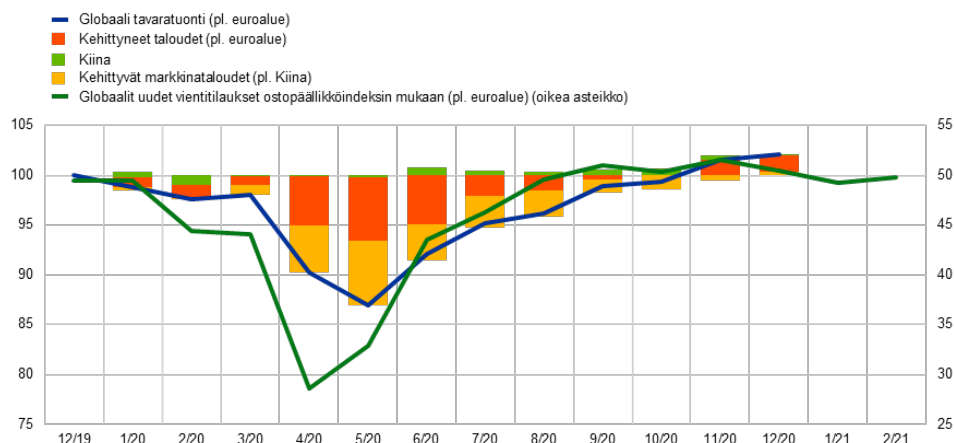
Maailmankaupan elpyminen oli vahvaa, kun tavarakauppa elpyi ripeästi rinnan globaalin teollisuustuotannon kanssa.

Globaali tavaratuonti (ilman euroaluetta) oli loppuvuonna 2020 jo palautunut pandemiaa edeltäneelle tasolle, kun taas palvelujen kansainvälinen kauppa pysyi painuksissa. Nimelliset ulkomaankauppatilastot viittaavat siihen, että globaali tavarakauppa oli marraskuussa noin 27 % vähäisempää kuin vuoden 2019 lopussa. Suuri osa supistumisesta johtui matkustukseen ja turismiin liittyvistä palveluista. Globaaleissa toimitusketjuissa kiristyvät paineet voimistavat maailmankaupan elpymiseen lyhyellä aikavälillä kohdistuvaa vastatuulta. Tehdasteollisuuden nopea elpyminen vuoden 2020 jälkipuoliskolla ja siihen liittynyt uusien vientitilausten voimakas kasvu lisäävät tarjontaan liittyvää painetta eräillä markkinoilla ja globaalissa kuljetuskapasiteetissa. Tämä on pidentänyt tavarantoimittajien toimitusaikoja, mistä osoituksena globaalin ostopäällikköindeksin toimitusaikoja koskevat indikaattorit ovat historiallisen korkeilla tasoilla. Myös kuljetuskustannukset ovat kasvaneet voimakkaasti, mikä johtuu osittain epätasapainoisesta ulkomaankaupan elpymisestä. Kaupan voimakas elpyminen Kiinassa ja Itä-Aasiassa on johtanut tavarakuljetuksen konttipulaan, kun taas kontit makaavat joutilaina Euroopan ja Pohjois-Amerikan satamissa. Uudet vientitilaukset ovat toinen signaali globaalin tehdasteollisuuden hiljenemisestä, sillä ne supistuivat tammikuussa kasvua kuvaavan kynnysarvon alapuolelle ensimmäistä kertaa sitten syyskuun ja pysyivät siellä myös helmikuussa (kuvio 2).

Kuvio 2

Globaali tavaratuonti (pl. euroalue) ja uudet vientitilaukset

(Vasen asteikko: indeksi, joulukuu 2019 = 100; oikea asteikko: diffuusioindeksi)



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

Huom. Tuoreimmat havainnot ostopääälikkökyselyn tuloksista ovat helmikuulta 2021 ja globaalista tavaratuonnista joulukuulta 2020.

Arvioita globaalista tuonnista euroalueen ulkopuolella on tarkistettu selvästi ylöspäin; nyt kasvuvauhdiksi odotetaan 9,0 % vuonna 2021, minkä jälkeen se hidastuu 4,1 prosenttiin vuonna 2022 ja edelleen 3,4 prosenttiin vuonna 2023.

Vuonna 2020 maailmankaupan arvioidaan supistuneen noin 9,1 %. Tuonti euroalueen ulkopuolella ja etenkin euroalueen vientikysyntä on arvioitu merkittävästi suuremmiksi kuin joulukuun 2020 asiantuntija-arvioissa, mikä johtuu EU:n ja Ison-Britannian kauppasopimuksesta ja vähäisemmässä määrin myös siitä, että kehittyneiden talouksien elpyminen on nyt arvioitu aiempaa vahvemmaksi. Euroalueen ulkomaisen kysynnän arvioidaan nyt kasvavan 8,3 % tänä vuonna, 4,4 % vuonna 2022 ja 3,2 % vuonna 2023. Siten kuluvan vuoden ennustetta on tarkistettu 1,7 prosenttiyksikköä ja ensi vuoden ennustetta 0,3 prosenttiyksikköä ylöspäin. Arvio euroalueen ulkomaisesta kysynnästä vuonna 2023 on pidetty joulukuun arvioiden tasolla. Positiivisemmat tiedot viime vuoden lopulta sekä euroalueen keskeisten kauppakumppanien tuonnin odotettu vahvistuminen viittaavat siihen, että kuilu suhteessa pandemiaa edeltäneeseen kehityksuraan on kaventunut merkittävästi, kuten myös globaalin BKT:n kasvun osalta.

Perusskenaarioon kohdistuvat riskit painottuvat odotettua nopeamman kasvun suuntaan.

Edellä mainitun presidentti Bidenin hallinnon finanssipoliittisen lisäelvytysuunnitelman vuoksi ja myös edellisten ennustekierrosten käytännön mukaisesti maailmantalouden näkyville on laadittu kaksi vaihtoehtoista skenaariota pandemian tulevaan kehitykseen liittyvän epävarmuuden havainnollistamiseksi. Nämä skenaariot kuvastavat pandemian kehityksen ja koronarajoitusten kehityksen vuorovaikutusta.³ Muut maailmantalouden näkyymiin kohdistuvat riskit liittyvät pandemia-aikana kehittyneissä talouksissa kartutettujen säästöjen odotettua nopeampaan vähenemiseen, mikä saattaisi tukea yksityistä kulutusta ja tuontia. Sitä vastoin äkillinen riskin uudelleenhinnoittelu rahoitusmarkkinoilla voisi johtaa

³ Ks. lisätietoja eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudellisiin arvioihin (maaliskuu 2021) sisältyvästä kehikosta "Euroalueen talousnäkyviä koskevat vaihtoehtoiset skenaariot".

pääoman ulosvirtaukseen ja valuuttojen heikkenemiseen kehittyvissä markkinatalouksissa ja siten suistaa niiden pandemian jälkeisen elpymisen raiteiltaan. Lisäksi tietotekniikkaan liittyvien alojen kireä tuotantokapasiteetti ja kuljetusalan konttipula saattavat lisätä globaaleihin arvoketjuihin ja maailmankauppaan kohdistuvia riskejä. Niin ikään korkea ja kasvava velkaantuneisuus kehittyneissä ja kehittyvissä markkinatalouksissa muodostaa odotettua hitaamman kasvun riskin keskipitkällä aikavälillä.

1.2 Maailmanlaajuinen hintakehitys

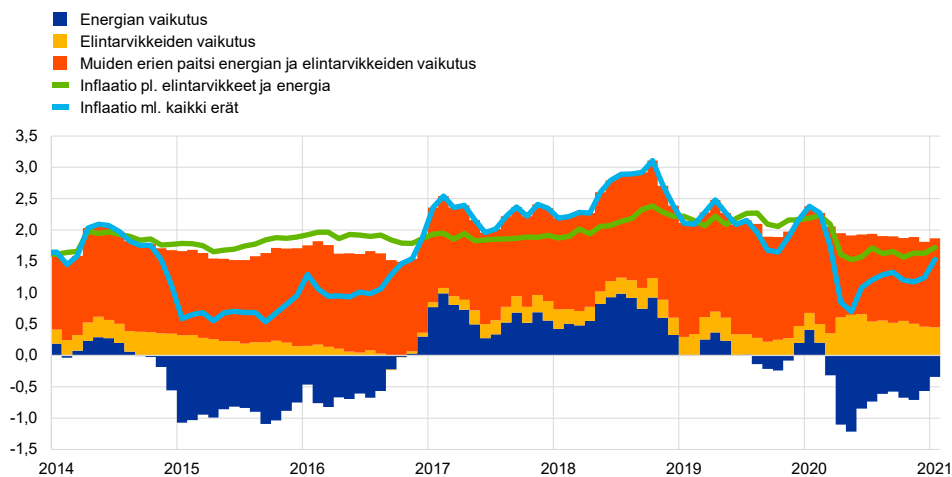
Raaka-aineiden hinnat ovat nousseet merkittävästi, ja öljyn hinta on lähellä pandemiaa edeltänyttä tasoaan. Brent-raakaöljyn hinta nousi lähes 35 % eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna, kun Saudi-Arabia leikkasi tuotantoaan yksipuolisesti ja kun globaalit kysyntänäkymät kohenivat tehdasteollisuuden vahvan elpymisen ja Yhdysvaltojen kasvuodotusten tukemina. Lisäksi öljyn hinta sai tukea riskipitoisten sijoituskohteiden arvon maailmanlaajuisesta noususta. Öljyn hinnan nousu veti futuurihintakäyrän ns. backwardation-tilaan, jossa spot-hinta on korkeampi kuin ennustejakson lopun oletettu hinta. Myös metallien hinnat saivat tukea vilkkaasta globaalista kysynnästä ja eräiden maailman suurimpien viejäm maiden tarjontarajoitteista, joten ne nousivat 10 % joulukuun arvioihin nähden. Sekä metallien että elintarvikehyödykkeiden hinnat ovat nousseet selvästi pandemiaa edeltäneiden tasojensa yläpuolelle.

Globaali kokonaisinflaatio kiihtyi tammikuussa energian negatiivisen kontribuution pienennyttyä. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi tammikuussa 1,5 prosenttiin joulukuussa 2020 olleesta 1,2 prosentista (kuvio 3). Elintarvikkeiden inflaatio pysyi verrattain vakaana, kun energian hinnasta johtuva laskupaine helpotti. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu kuluttajahintojen pohjainflaatio nopeutui tammikuussa hieman eli 1,7 prosenttiin edellisen kuukauden 1,6 prosentista. Vuotuinen kuluttajahintojen kokonaisinflaatio kiihtyi kaikissa kehittyneissä talouksissa, mutta Japanissa se pysyi silti negatiivisena. Suurista OECD:n ulkopuolisista kehittyvistä markkinatalouksista Kiinan vuotuinen kokonaisinflaatio painui jälleen negatiiviseksi kiihdyttyään väliaikaisesti joulukuussa.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaiikutukset prosenttiyksiköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2021.

Jyrkästi nousevien raaka-ainehintojen odotetaan nostavan globaaleja kuluttajahintoja. Lyhyellä aikavälillä kokonaisinflaation kiihtymistä saattaa voimistaa positiivinen vertailuajankohdan vaikutus, joka liittyy raaka-aineiden globaalien hintojen ensireaktioon kevään 2020 pandemiasokin aikana. Tämä kehitys ilmenee myös kansallisissa valuutoissa lasketuista euroalueen kilpailijoiden vientihinnoista, joiden odotetaan nousevan reippaasti vuonna 2021. Inflaation kiihtyminen kuitenkin jäänee tilapäiseksi, koska käyttämättömänä olevan kapasiteetin määrä maailmantaloudessa ja erityisesti työmarkkinoilla on huomattava.

2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Tarkastelujaksolla (10.12.2020–10.3.2021) eoniakoron eli euroalueen yön yli -luottojen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi ylöspäin ja jyrkkeni. Käyrän perusteella markkinaosapuolet eivät vaikuta odottavan ohjauskorkojen laskemista aivan lähitulevaisuudessa. Euroalueen pitkät riskittömät korot nousivat osittain Yhdysvaltain oheisvaikutuksen vuoksi, kun taas valtioiden joukkolainojen tuottoerot pysyivät jokseenkin muuttumattomina. Osakehinnat nousivat, ja valuuttamarkkinoilla euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi heikkeni hieman.

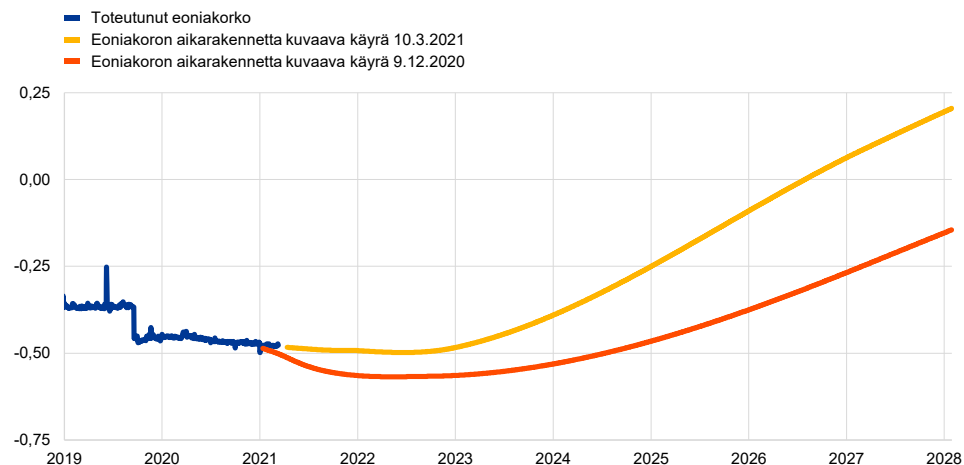
Tarkastelujaksolla eoniakorko oli keskimäärin -0,48 prosenttiyksikköä ja EKP:n uusi lyhyt €STR-viitekorko keskimäärin -0,56 prosenttiyksikköä.⁴ Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi 241 miljardia euroa ja oli noin 3 692 miljardia euroa. Muutoksen syynä olivat pääasiassa pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa ja omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyt ostot, joiden vaikutusta kuitenkin hieman vähensivät kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden takaisinmaksut sekä riippumattomien tekijöiden likviditeettiä vähentävä vaikutus.

Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä nousi tarkastelujakson aikana etenkin pitkässä päässä ja jyrkkeni (ks. kuvio 4). Käyrän lievä laskusuuntaisuus lyhyiden maturiteettien kohdalla, mikä näkyi joulukuun käyrässä, on lähes kokonaan kadonnut, kun talouden ilmapiiri on muuttunut elpymiselle suotuisammaksi. Käyrän matalin taso, joka on 0,02 prosenttiyksikköä alempi kuin nykyinen eoniakorko (-0,50 prosenttiyksikköä), osuu huhtikuuhun 2022. Käyrän perusteella rahoitusmarkkinaosapuolet eivät odota välitöntä ohjauskorkojen laskua. Kaiken kaikkiaan eonitermiinikorot ovat pysyneet nollan alapuolella vuoden 2026 puoliväliä edeltäviin maturiteetteihin saakka, mikä kuvastaa sitä, että markkinaosapuolet odottavat korkojen pysyvän negatiivisina pitkään.

⁴ Eoniakoron laskentamenetelmää muutettiin 2.10.2019 siten, että eonia on €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä. Ks. Talouskatsauksen 7/2019 kehikko "Goodbye EONIA, welcome €STR!".

Kuvio 4 Eonitermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



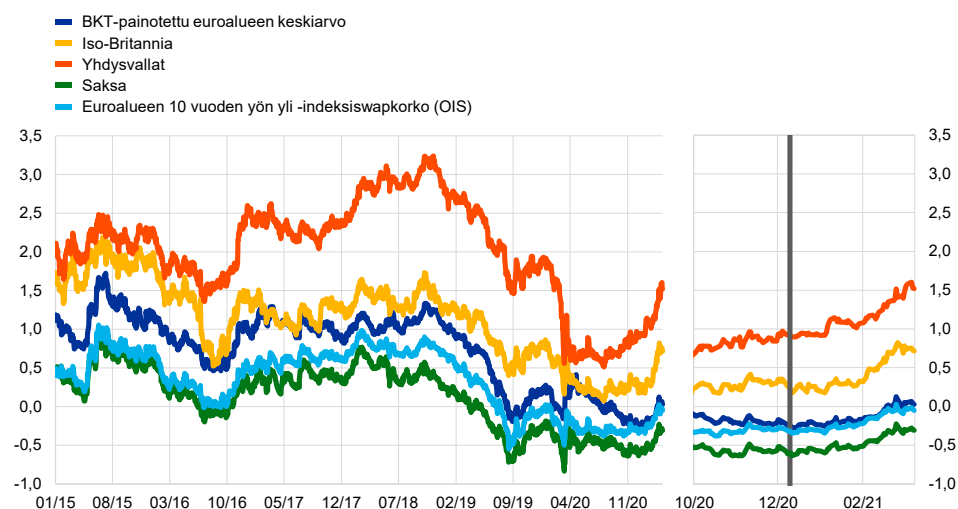
Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat, vaikkakin huomattavasti vähemmän kuin muualla maailmassa, ja olivat selvästi suuremmat kuin EKP:n neuvoston joulukuun kokouksen aikaan (kuvio 5).

Maailmanlaajuiseen kehitykseen vaikuttivat Yhdysvaltain jatkuvasti vahvistuvat talousnäkymät, joita tukivat odotukset presidentti Bidenin hallinnon mittavasta finanssipoliittisesta elvytyspaketista. Koko euroalueella valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuotto kasvoi 0,28 prosenttiyksikköä 0,03 prosenttiyksikköön. Vielä enemmän 10 vuoden valtionlainojen tuotot nousivat Yhdysvalloissa (0,62 prosenttiyksikköä 1,52 prosenttiin) ja Isossa-Britanniassa (0,51 prosenttiyksikköä 0,72 prosenttiin).

Kuvio 5 Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



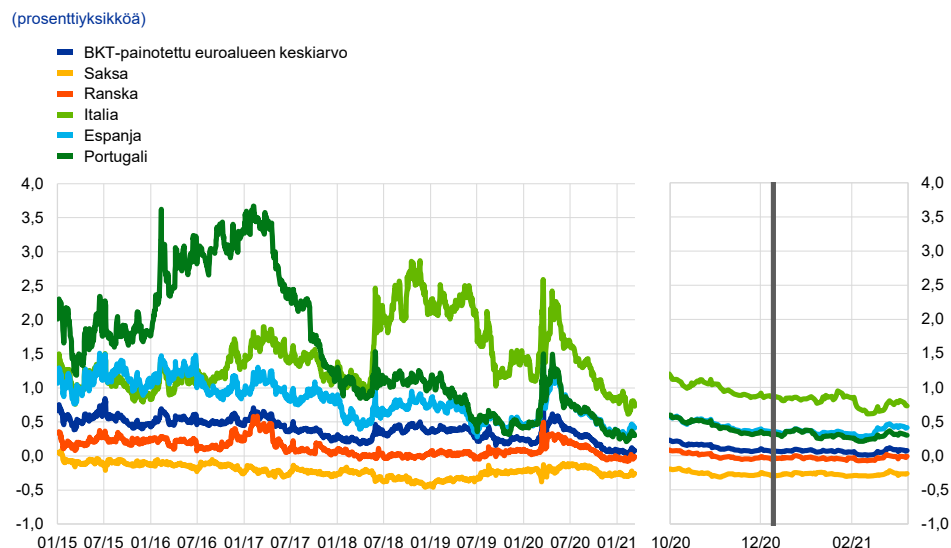
Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.12.2020. Tuoreimmat havainnot 10.3.2021.

Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin nähden pysyivät jokseenkin ennallaan, kun joukkolainojen tuotot kasvoivat useimmissa maissa samaa tahtia riskittömien korkojen kanssa (kuvio 6). Italian valtionlainan tuottoero supistui huomattavasti ennen entisen EKP:n pääjohtajan Mario Draghin johtaman uuden hallituksen muodostamista, kävi lyhyesti uudessa monen vuoden pohjalukemassa ja kääntyi sitten jälleen nousuun. Tarkastelujakson aikana 10 vuoden valtionlainan tuottoero supistui erityisesti Italiassa, missä se väheni 0,12 prosenttiyksikköä ja oli 0,73 prosenttia. Portugalissa se supistui 0,01 prosenttiyksikköä ja oli 0,30 prosenttia. Saksassa se kasvoi 0,01 prosenttiyksikköä ja oli -0,26 prosenttia. Ranskassa vastaava kasvu oli 0,01 prosenttiyksikköä -0,01 prosenttiin ja Espanjassa 0,06 prosenttiyksikköä 0,41 prosenttiin.

Kuvio 6

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



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

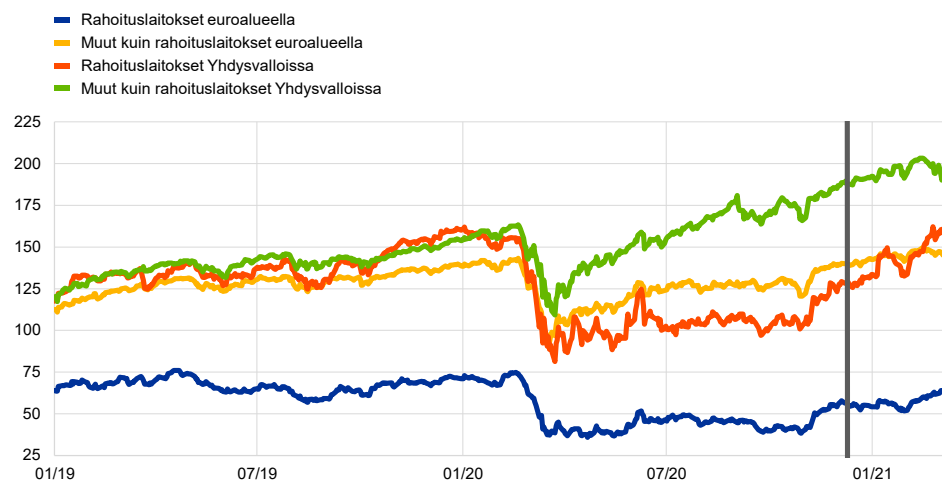
Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.12.2020. Tuoreimmat havainnot 10.3.2021.

Osakehinnat kasvoivat tarkastelujakson aikana Atlantin molemmin puolin ja nousivat Yhdysvalloissa ennätyslukemiin riskinottohalukkuuden tukieissa kehitystä (kuvio 7). Pienestä vaihtelusta huolimatta osakehinnat nousivat yleisesti euroalueella sekä Yhdysvalloissa, lukuun ottamatta tammikuun lopun pientä tilapäistä laskua Yhdysvalloissa. Huomattavinta nousu oli rahoitussektorilla niin Yhdysvalloissa kuin euroalueella. Muiden kuin rahoitussektorin yritysten osakehinnat puolestaan nousivat euroalueella 7,4 % ja Yhdysvalloissa 4,4 %. Rahoituslaitosten osakehinnat nousivat euroalueella 16,5 % ja Yhdysvalloissa 26,9 %. Yhdysvaltain osakeindeksi oli täysin palautunut pandemiakriisin aikaisista tappioista.

Kuvio 7

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

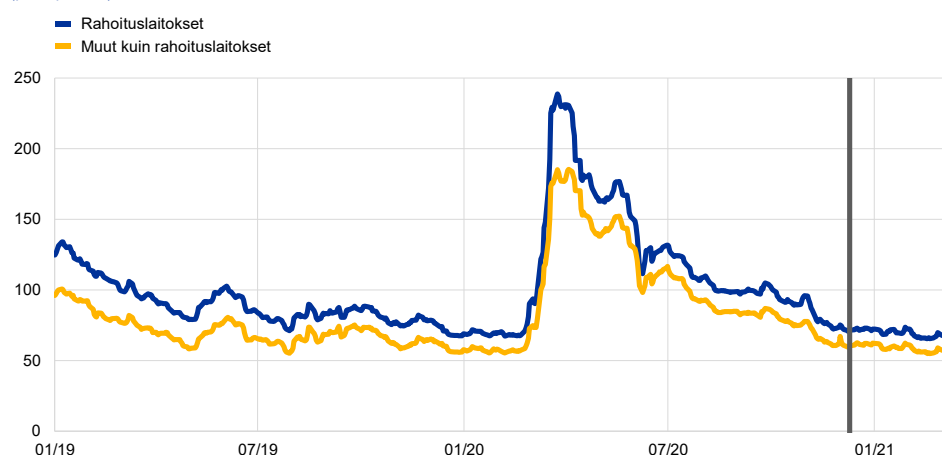
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.12.2020. Tuoreimmat havainnot 10.3.2021.

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot pysyvät jokseenkin ennallaan (kuvio 8). Tarkastelujakson aikana yritysten investointiluokan joukkolainojen tuottoero riskittömään korkoon nähden supistui 0,02 prosenttiyksikköä ja rahoitussektorin joukkolainojen tuottoero 0,04 prosenttiyksikköä, ja ne kumpikin olivat pandemiaa edeltäneellä tasolla. Kaiken kaikkiaan yritysten joukkolainojen tuottoeron vaihtelu on ollut hyvin vähäistä EKP:n neuvoston joulukuun kokouksen jälkeen.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



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

Huom. Tuottoero on varallisuusvaihtokaupan tuottoero riskittömään korkoon nähden. Indeksiin sisältyvät joukkolainat kuuluvat investointiluokkaan, ja niillä on eri maturiteetteja (kuitenkin vähintään yksi vuosi juoksuaikaa jäljellä). Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.12.2020. Tuoreimmat havainnot 10.3.2021.

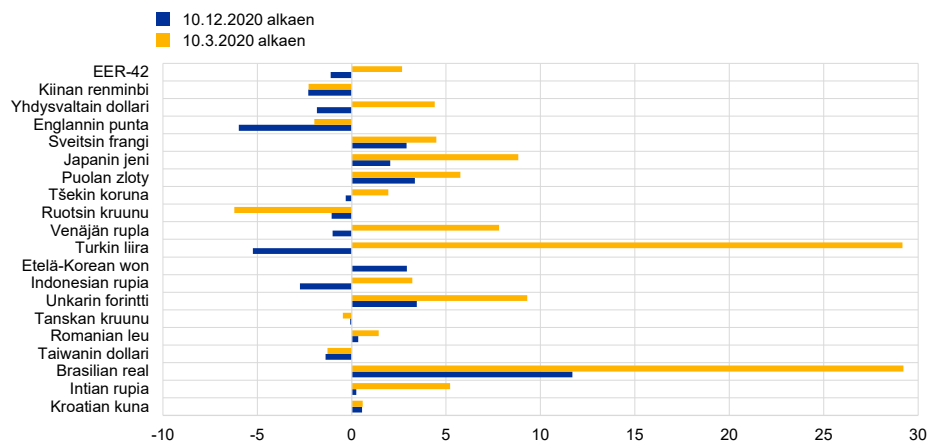
Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi heikkeni hieman (kuvio 9). Vaikka euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa

euroalueen 42 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkenikin tarkastelujaksolla 1,1 %, se oli kuitenkin vain 2,7 % joulukuun 2008 historiallisen huippulukeman alapuolella. Tämä kuvasti kahdenvälisen kurssien kehityksen eriytymistä kasvavan riskinottohalukkuuden ympäristössä. Euron kurssi heikkeni Yhdysvaltain dollariin (1,8 %), Kiinan renminbiin (2,3 %) ja Englannin puntaan (6,0 %) nähden ja vahvistui Sveitsin frangiin (2,9 %) ja Japanin jeniin (2,0 %) nähden. Lisäksi se vahvistui useimpien euroalueeseen kuulumattomien Keski- ja Itä-Euroopan EU-maiden valuuttoihin nähden.

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. EER-42 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 42 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 10.3.2021 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

3 Talouskehitys euroalueella

Vuoden 2020 kolmannen neljänneksen vahvan elpymisen jälkeen euroalueen BKT supistui viimeisellä vuosineljänneksellä 0,7 % edellisestä neljänneksestä ja tuotanto jäi lähes 5 % taantumaa edeltäneen tason alapuolelle. Talous kehittyi edelleen epätasaisesti eri sektoreilla ja eri maissa. Palvelusektori kärsii kaikkein eniten sosiaalisen kanssakäymisen ja liikkumisen rajoitusten takia. Vaikka kotitalouksia ja yrityksiä tuetaan finanssipoliittisin toimin, pandemia ja sen vaikutukset työllisyyteen ja tuloihin pitävät kuluttajat edelleen varovaisina. Yritysten investoinnit ovat kuitenkin pysyneet varsin vahvoina taseiden heikentymisestä ja kohonneesta epävarmuudesta huolimatta. Kaiken kaikkiaan viimeaikaisimmat tilastotiedot, kyselytiedot ja lyhyin aikavälein julkaistavat indikaattorit viittaavat siihen, että talous on pysynyt heikkona vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä pandemian ja siihen liittyvien rajoitustoimien myötä. Näin ollen BKT todennäköisesti supistuu jälleen ensimmäisellä vuosineljänneksellä. Jatkossa kuitenkin rokotusten eteneminen herättää vahvempaa luottamusta terveyskriisin ratkeamiseen, mikä puolestaan vähentäne epävarmuutta, ellei pandemiassa ilmene lisää epäsuotuisia kehityksiä. Euroalueen talouden elpyminen saanee keskipitkällä aikavälillä tukea suotuisista rahoitusoloista, kasvua tukevasta finanssipoliitikasta ja kysynnän elpymisestä, kun rajoitustoimet asteittain poistetaan.

Samankaltainen näkemys välittyy euroalueen talousnäkyviä koskevien EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 arvioiden perusskenaariosta. Siinä euroalueen BKT:n arvioidaan kasvavan 4,0 % vuonna 2021, 4,1 % vuonna 2022 ja 2,1 % vuonna 2023. Arvio vastaa suurin piirtein eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisia arvioita. Kaiken kaikkiaan euroalueen lyhyen aikavälin kasvunäkymiin liittyvät riskit painottuvat edelleen odotettua hitaamman kasvun suuntaan, mutta keskipitkän aikavälin riskit ovat aiempaa tasapainoisemmat. Yhtäältä globaalien kysynnän näkymien paraneminen, merkittävä finanssipoliittinen elvytys koko euroalueella sekä rokotusten eteneminen antavat aihetta optimismiin. Toisaalta pandemian jatkuminen ja uusien virusmuunnosten leviäminen sekä niiden vaikutukset talous- ja rahoitustilanteeseen aiheuttavat edelleen odotettua heikomman kasvun riskiä.

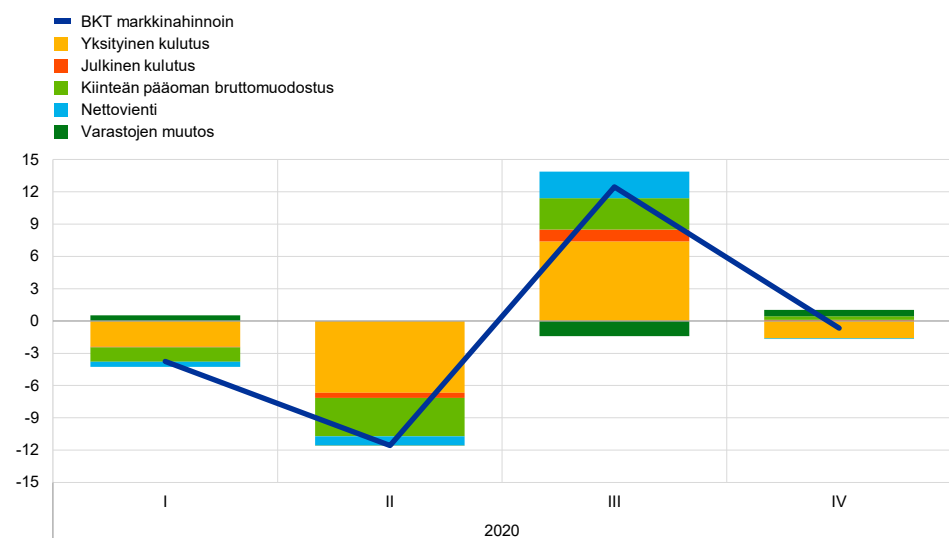
Vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä maltillisesti supistuneen euroalueen talouskasvun odotetaan pysyvän heikkona vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. BKT:n määrä supistui vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä 0,7 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 12,5 % (kuvio 10). Toteuma oli kuitenkin parempi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa ennakoitu 2,2 prosentin supistuminen. Tuotannon supistuminen viimeisellä vuosineljänneksellä johtui pääasiassa kotimaisesta kysynnästä ja erityisesti yksityisestä kulutuksesta. Vaikka tuotanto oli viimeisellä neljänneksellä edelleen lähes 5 % pienempi kuin vuotta aiemmin ennen pandemiaa, odotettua paremmasta tulemosta seurasi positiivinen 2,2 prosentin kasvuperinnön vaikutus kasvuun vuonna 2021. Tuotannon kehitys viimeisellä neljänneksellä puolestaan vaihteli merkittävästi sektorista toiseen. Siinä, missä palvelusektorin arvonlisäys supistui selvästi, teollisuussektorin (ilman rakentamista) tuotanto kasvoi edelleen. Teollisuustuotannon kasvu loppuvuonna 2020 jo ennestään vahvan

kolmannen vuosineljänneksen jälkeen on suurelta osin kompensoinut vuoden alkupuoliskon syvän notkahduksen vaikutukset. Kehikossa 4 tarkastellaan pandemiaan liittyviä rajoitustoimia euroalueen suurimpien maiden eri taloudellisilla sektoreilla sekä sitä, miten niiden vaikutus on muuttunut ajallisesti. Euroalueella tuotannon arvioidaan supistuneen vuonna 2020 kaikkiaan 6,6 % eli jonkin verran enemmän kuin Yhdysvalloissa. Kuten kehikossa 1 selitetään, tämä saattaa johtua euroalueella käytetyistä ankarammista sulkutoimista ja Yhdysvaltojen ekspansiivisemmasta finanssipolitiikasta.

Kuvio 10

Euroalueen BKT ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos; neljännesvuotuiset kasvuvaihtokäytökset prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

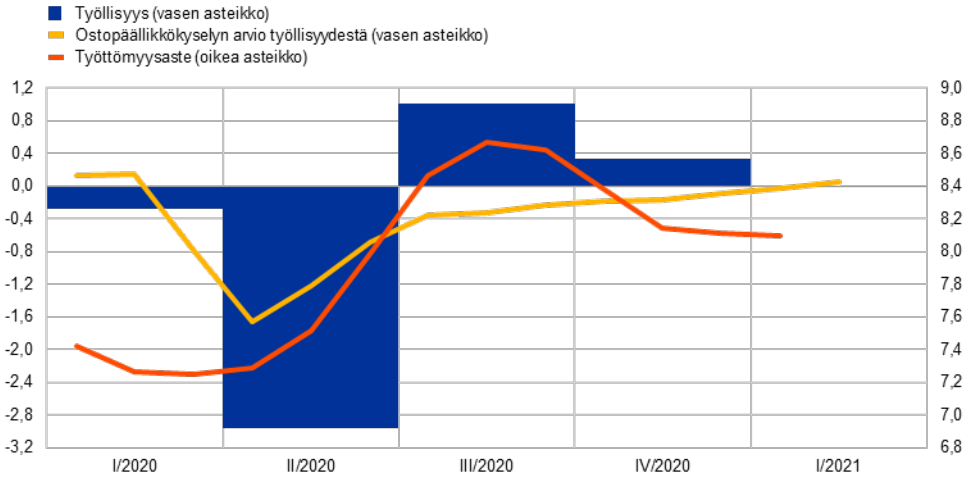
Euroalueen työmarkkinat hyötyvät edelleen merkittävästä talouspoliittisesta tuesta, kun taas työllisyys on viime kuukausina noussut ja työttömyysaste on pysynyt jokseenkin ennallaan. Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen laajamittainen käyttö tukee edelleen työllisyyttä ja siten lieventää kriisin vaikutusta työttömyysasteeseen, tukee kotitalouksien tuloja ja rajoittaa taloudellista epävarmuutta. Työllisyys kasvoi vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä 0,3 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 1,0 % (kuvio 11). Tästä parannuksesta huolimatta työllisyys oli kuitenkin viimeisellä vuosineljänneksellä yhä 1,9 % alhaisempi kuin vuotta aiemmin ennen pandemiaa. Tehdyillä työtunneilla oli edelleen tärkeä vaikutus euroalueen työmarkkinoiden sopeutumiseen. Tehdyt työtunnit vähenivät viimeisellä vuosineljänneksellä 1,6 % edellisestä neljänneksestä (jolloin ne olivat kasvaneet 14,8 %), ja ne olivat siten lähes 6,5 % loppuvuoden 2019 tasoa pienemmät. Samaan aikaan työttömyysaste oli 8,1 % tammikuussa 2021 eli samaa tasoa kuin marraskuussa 2020 ja vain hieman alhaisempi kuin elokuussa 2020 ollut 8,7 % mutta kuitenkin noin 0,8 prosenttiyksikköä korkeampi kuin ennen pandemiaa helmikuussa 2020. Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen piiriin kuuluvien työntekijöiden osuudeksi työvoimasta arvioitiin noin 5,9 % tammikuussa 2021, kun huhtikuussa 2020 osuus oli ollut lähes 20 %. Näiden järjestelyjen piiriin kuuluvien

työntekijöiden määrä on kuitenkin kasvanut lokakuun 2020 jälkeen joissakin maissa aloitettujen uusien rajoitustoimien takia.

Kuvio 11

Euroalueen työllisyys, ostopääällikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyysaste

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



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kaksi viivaa kuvaa kuukausittaista kehitystä; palkit kuvaavat neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-ostopääällikköindeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä vuoden 2020 viimeiseltä neljännekseltä, PMI-indeksistä helmikuulta 2021 ja työttömyysasteesta tammikuulta 2021.

Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit ovat elpyneet osittain mutta viittaavat edelleen joihinkin riskialtistuksiin euroalueen työmarkkinoilla.

Helmikuussa 2021 työllisyyttä kuvaava ostopääällikköindeksi siirtyi positiivisen kasvun puolelle ensimmäistä kertaa koronaviruspandemian alun jälkeen, joskin se pysyi taantumatasolla joidenkin maiden ja matalan teknologian palvelusektorien osalta. Kotitalouksien työttömyysodotukset pysyivät helmikuussa koholla, kun työvoiman kysyntä oli vaisua. Jatkossa työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen piiriin kuuluvien työntekijöiden tuntuva lukumäärä saattaa aiheuttaa työttömyysasteeseen kohdistuvaa nousupainetta.

Yksityinen kulutus hiipui vuodenvaihteessa ja supistui 3,0 % vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Tammikuussa 2021 vähittäiskauppa supistui 5,9 % edellisestä ja uusien henkilöautojen rekisteröinnit vähenivät 22 % (päätyen alimmilleen sitten kesäkuun 2020). Kun pandemian toinen aalto johti kotitalouksien säästämisen lisääntymiseen, kotitalouksien pankkitalletusten kasvu pysyi tammikuussa korkeana (joulukuun tilapäisen notkahduksen jälkeen). Monien kotitalouksien tulot ovat säästyneet pandemian välittömiltä vaikutuksilta, joten ne ovat kartuttaneet pakotetusti huomattavan määrän säästöjä. Samaan aikaan kotitalouksien odotukset 12 seuraavalle kuukaudelle yleisen talustilanteen, oman rahoitusasemansa ja suuria hankintoja koskevien suunnitelmien suhteen eivät ole parantuneet merkittävästi viime vuoden toukokuun jälkeen.

Yritysten investoinnit (ei-rakennusinvestoinneilla mitattuna) pysyvät verrattain vakaina kasvettuaan edelleen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Muut kuin rakentamisinvestoinnit ovat saaneet vauhtia investoinneista henkisen

omaisuuden tuotteisiin, mikä on luultavasti johtunut osittain pandemian myötä kasvaneesta talouden digitalisaatiotarpeesta. Lisäksi investoinnit koneisiin ja laitteisiin kasvoivat vuoden 2020 lopussa vain maltillisesti kasvettuaan kolmannella neljänneksellä poikkeuksellisen voimakkaasti. Viime kuukausina yritysten investoinnit ovat saaneet tukea vahvasta ulkomaisesta kysynnästä, joka näkyy euroalueen ulkopuolisten pääomahyödykkeiden teollisten tilausten kasvuna, sekä tehdasteollisuuden vientitilauksien paranemisena helmikuuhun saakka. Myös viimeaikaiset kyselytiedot tukevat käsitystä investointien pysyvyydestä vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Yritysten luottamuksen kasvu ja pääomahyödykesektorin tuotanto-odotukset (erityisesti helmikuulta) viittaavat jopa kasvun todennäköiseen kiihtymiseen lähikuukausina. Investointinäkömät kehittyvät jatkossakin luultavasti pääasiassa tehdasteollisuuden vedolla, kun taas palvelualan yritykset (jotka ovat yleisesti kärsineet enemmän pandemiasta ja siihen liittyvistä rajoituksista) ovat viimeaikaisten kyselyjen mukaan todennäköisemmin lykänneet tai peruneet investointisuunnitelmiaan. Pidemmällä aikavälillä yritysten velkaantuneisuuden kasvu ja konkurssien mahdollinen lisääntyminen uhkaavat investointien meneillään olevaa elpymistä.

Asuinrakentamisinvestoinnit pysyivät vahvoina vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä pandemiaan liittyvien rajoitteiden lisääntymisestä huolimatta, joskin lyhyen aikavälin näkömät ovat edelleen epävarmat.

Asuinrakentamisinvestoinnit kasvoivat viimeisellä neljänneksellä hieman eli 0,5 % edellisestä neljänneksestä mutta olivat yhä noin 3 % vuoden 2019 lopun tasoa pienemmät. Tuoreet indikaattorit viittaavat elpymisen jonkinasteiseen hidastumiseen lyhyellä aikavälillä, mikä johtuu osittain viime kuukausina käyttöön palautetuista liikkumisrajoituksista. Tämä saattaa jopa tyrehtyttää vuoden 2020 jälkipuoliskolla käynnistyneen asuinrakentamisen palautumisen kohti pandemiaa edeltänyttä tasoaan. Mitä tulee kysyntään, Euroopan komission kyselytietojen mukaan asuntonsa remontointia 12 kuukauden kuluessa suunnittelevien kuluttajien määrän kehitys viittaa asuinrakentamisinvestointien heikkenemiseen lyhyellä aikavälillä, joskin tilanne vaihtelee maittain. Mitä taas tulee tarjontaan, rakennuslupien ja tilauksien elpymisestä on joitakin merkkejä, mutta tuoreimmat luottamusindikaattorit kertovat siitä, että lyhyen aikavälin heikot yritystoimintänäkömät saattavat rasittaa kiinteistöalan yrityksiä ja vähäisemmässä määrin rakennusalaan. Rakennusalan tuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi vuoden 2021 kahdelta ensimmäiseltä kuukaudelta viittaa siihen, että asuinrakentamisen näkömät ovat valoisammat kuin liikerakentamisen.

Euroalueen ulkomaankaupan vahva kasvu jatkui vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä; tämä johtui suurelta osin tehdasteollisuuden kaupan kasvun jatkumisesta.

Ulkomaankaupan kasvu viimeisellä vuosineljänneksellä perustui tasapuolisesti: i) kolmannella neljänneksellä nähdyn elpymisen vakiintumiseen, ii) kulutustavaroiden kasvaneeseen vientiin Isoon-Britanniaan, Brasiliaan ja Aasiaan sekä iii) lisääntyneeseen energian tuontiin Norjasta ja Venäjältä. Joulukuussa kasvun ainoa veturi oli kuitenkin vienti euroalueen ulkopuolisiin maihin, mikä sai tukea epätavallisesta EU-tavaroiden varastojen kartuttamisesta Ison-Britanniassa ennen maan EU-eron siirtymäajan päättymistä. Vuoden 2021 alussa vienti euroalueelta Isoon-Britanniaan muuttui kalliimmaksi, toimitusajat kasvoivat ja konttiventti supistui

äkillisesti (merikuljetuksia koskevien kauppatilastojen mukaan). Tämän vaikutus ulkomaankauppaan kuitenkin jäänee tilapäiseksi, sillä ennakoivat indikaattorit tammi- ja helmikuulta viittaavat jo tehdasteollisuuden kasvun jatkumiseen vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Vaikka kulutushyödykkeet olivat uusien vientitilausten tärkein veturi viimeisellä neljänneksellä, vuoden 2021 kahden ensimmäisen kuukauden kehitys kertoi parannuksista myös pääomahyödyke- ja väliuotesektoreilla. Lisänäyttöä tehdasteollisuustuotteiden kaupan normalisoitumisesta saatiin kuljetuskustannuksista, jotka palautuivat helmikuussa pandemiaa edeltäneille tasoilleen. Samaan aikaan palvelujen ulkomaankauppa kärsii edelleen pahoin, kun sulkutoimien pitkittyminen estää sen tuntuvan paranemisen.

Suhdanneindikaattorit viittaavat talouskasvun hidastumisen jatkumiseen vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Kyselytiedot ovat pysyneet matalalla, maltillista supistumisen jatkumista kuvaavalla tasolla tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä, vaikka tilanne kohentui jossakin määrin vuoden 2020 viimeisestä neljänneksestä. Kokonaistuotantoa kuvaavan ostopääliköindeksin pika-arvio, joka putosi kolmannen neljänneksen 52,4 pisteestä 48,1 pisteeseen viimeisellä neljänneksellä, on viime aikoina noussut jonkin verran ja oli tammi-helmikuussa keskimäärin 48,3. Tämä parannus perustuu palvelusektorin kehitykseen (joskin sen mukaan palvelusektori on edelleen taantuvassa tilanteessa). Sitä vastoin tehdasteollisuuden tuotantoa kuvaava ostopääliköindeksi laski vuoden 2021 kahden ensimmäisen kuukauden aikana marginaalisesti vuoden 2020 viimeiseen neljännekseen verrattuna mutta pysyi positiivisen kasvun puolella. Kun tarkastellaan nimenomaisesti pandemiaan liittyviä mittareita, sulkutoimien tiukkuutta kuvaava kokonaisindeksi pysyi edelleen lähellä huhtikuun 2020 huipputasoaan, mutta ihmisten liikkumista euroalueella kuvaavat lyhyin aikavälein päivitettävät indikaattorit ovat viime kuukausina alkaneet kohentua. Kaiken kaikkiaan lyhyen aikavälin näkymiin liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta.

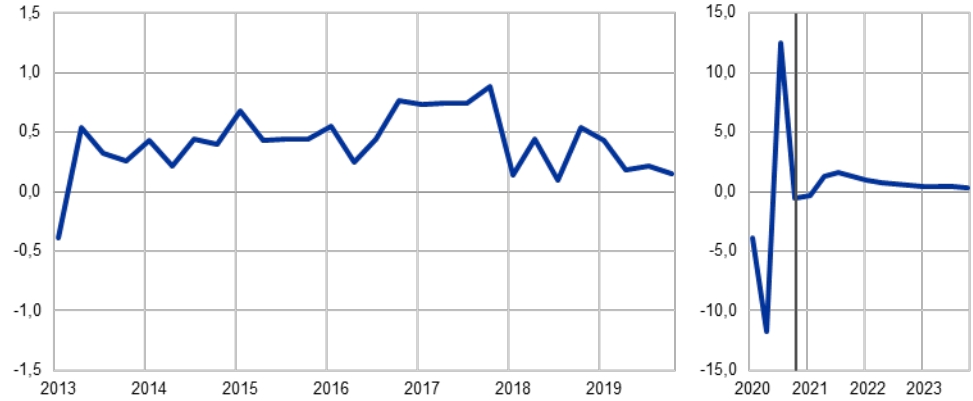
Koronaviruspandemian (covid-19) viimeaikainen paheneminen on heikentänyt euroalueen talousnäkyviä lyhyellä aikavälillä muttei ole suistanut elpymistä raiteiltaan. On syytä odottaa, että pyrkimys rokotteiden tuotannon ja jakelun kiihdyttämiseen (minkä ansiosta rajoitustoimia voitaisiin keventää) yhdessä tuntuvan raha- ja finanssipoliittisen tuen (Next Generation EU -elvytyspaketti mukaan lukien) ja globaalin kysynnän näkymien kohonemisen kanssa johtavat talouden vahvaan elpymiseen vuoden 2021 jälkipuoliskosta eteenpäin. Samankaltainen näkemys välittyi myös euroalueen talousnäkyviä koskevasta EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 arvioista, joissa euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 4,0 % vuonna 2021 ja 4,1 % vuonna 2022 sekä 2,1 % vuonna 2023 (kuvio 12). Tämä arvio on pääpiirteissään yhdenmukainen joulukuun 2020 arvioiden kanssa. BKT:n odotetaan ylittävän pandemiaa edeltäneen tasonsa vuoden 2022 toisella neljänneksellä. Tästä huolimatta kasvunäkymiin kohdistuvat riskit painottuvat lyhyellä aikavälillä odotettua hitaamman kasvun suuntaan. Tämä johtuu viruksen uudesta aallosta, uusien mutaatioiden ilmaantumisesta sekä näihin liittyvistä rajoitustoimenpiteistä. Kaiken kaikkiaan euroalueen keskipitkän aikavälin talouskasvunäkymiin kohdistuvat riskit ovat kuitenkin nyt aiempaa tasapainoisemmat. Lisäksi Bidenin hallinnon Yhdysvaltojen elvytyspaketilla, joka ei

ehtinyt mukaan ennusteen perusskenaarioon, arvioidaan olevan jonkin verran myönteisiä kerrannaisvaikutuksia euroalueelle.⁵

Kuvio 12

Euroalueen BKT

(neljännesvuotuisen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2021)".

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

⁵ Ks. EKP:n verkkosivuilla 11.3.2021 julkaistun artikkelin "Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2021)" kehikko 4.

4 Hinnat ja kustannukset

Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen inflaatiouauhti oli 0,9 % helmikuussa 2021 eli sama kuin tammikuussa mutta selvästi korkeampi kuin joulukuussa 2020 ollut -0,3 %. Tämänhetkisten öljyfutuurihintojen perusteella kokonaisinflaatio todennäköisesti kiihtyy lähikuukausina mutta vaihtelee jossain määrin koko vuoden ajan heijastellen inflaatiota kiihdyttävien tekijöiden muutoksia. Näiden tekijöiden voi odottaa hillitsevän inflaatiouauhtia ensi vuoden alussa. Inflaatiopaineiden odotetaan kasvavan jonkin verran tänä vuonna nykyisten tarjontarajoitteiden ja kotimaisen kysynnän elpymisen takia, joskin paineiden odotetaan pysyvän kaikkiaan vaisuina johtuen muun muassa alhaisista palkkapaineista ja euron viimeaikaisesta vahvistumisesta. Kun koronaviruspandemian (covid-19) vaikutus alkaa hävitä, talouden korkean käyttämättömän kapasiteetin purkautuminen kasvua tukevan finanssi- ja rahapolitiikan vauhdittamana edistää inflaation asteittaista kiihtymistä keskipitkällä aikavälillä. Kyselytietoihin perustuvat mittarit ja markkinapohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattorit pysyvät vaisuilla tasoilla, vaikka markkinapohjaiset mittarit ovat jatkaneet loivassa noususuunnassa. Samankaltainen kuva välittyi euroalueen talousnäkyviä koskevasta EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 arvioista, joiden mukaan vuotuinen inflaatiouauhti on 1,5 % vuonna 2021, 1,2 % vuonna 2022 ja 1,4 % vuonna 2023. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioihin verrattuna inflaationäkymiä on tarkistettu vuosiksi 2021 ja 2022 nopeampaan suuntaan suurelta osin tilapäisten tekijöiden ja energian hintojen nousun kiihtymisen takia, kun taas arvio vuoden 2023 inflaatiosta on ennallaan.

YKHI-inflaatio kiihtyi voimakkaasti tämän vuoden alussa viime vuoden loppuun verrattuna. Neljä peräkkäistä kuukautta -0,3 prosentissa ollut YKHI-inflaatiouauhti kiihtyi tammikuussa 0,9 prosenttiin ja pysyi siinä myös helmikuun. Eurostatin pika-arvion mukaan inflaation pysyminen ennallaan helmikuussa johtui siitä, että aiempaa vähemmän negatiivisen elintarvikkeiden inflaation vaikutus kompensoitui ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation (HICPX) hidastumisen myötä. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI hidastui helmikuussa 1,1 prosenttiin tammikuun 1,4 prosentista, mutta se oli kuitenkin olennaisesti nopeampi kuin vuoden 2020 neljän viimeisen kuukauden aikana ollessaan 0,2 prosentissa.

Kokonaisinflaation kiihtyminen tammikuussa johtui useista eri tekijöistä, jotka olivat pääasiassa tilapäisiä ja luonteeltaan tilastointiin liittyviä (kuvio 13).

Ensinnäkin on huomattava, että vuonna 2021 YKHI-inflaation painotukset muuttuivat tavallista voimakkaammin, koska kotitalouksien kulutuksen rakenne muuttui koronaviruksen takia. Tämä koski erityisesti matkustamista ja vapaa-ajan palveluja. Menoerien painotusten muutos aiheutti tammikuun YKHI-inflaatioon 0,3 prosenttiyksikön kasvuvaikutuksen.⁶ Toiseksi Saksan ALV-kannan alennuksen päättyminen näyttää olleen vaikutukseltaan jokseenkin samansuuruinen kuin

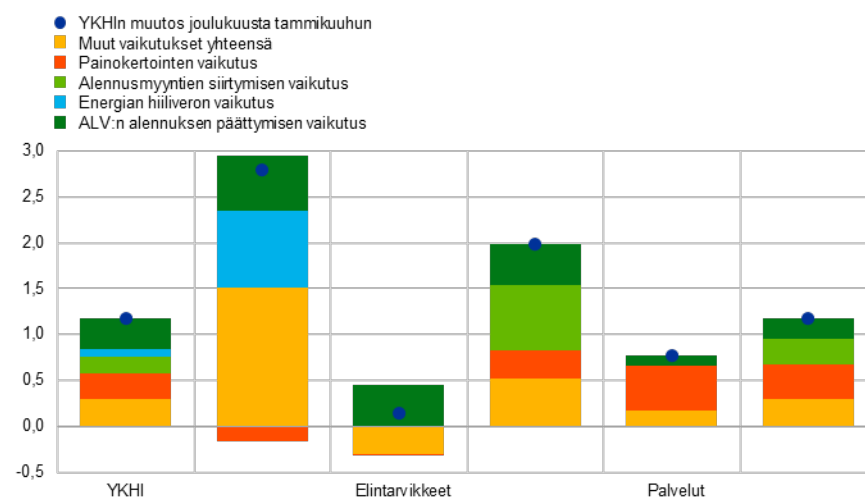
⁶ Tämä vaikutus kuitenkin muuttuu vuoden mittaan ja sen suuruudeksi helmikuussa arvioitiin 0,1 prosenttiyksikköä. Lisätietoja on tämän Talouskatsauksen kehikossa ”Vuoden 2021 yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin painot ja niiden vaikutus inflaation mittaamiseen”. Painojen muutoksen vaikutuksia pystytään arvioimaan luotettavasti vasta kattavien tietojen julkistuksen jälkeen.

heinäkuussa 2020 toteutettu alennus, ja sekin kiihdytti YKHI-inflaatiota noin 0,3 prosenttiyksikköä. Kolmanneksi monien euroalueen maiden kausialennusmyyntien ajoitus ja suuruus viittasivat muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaation (NEIG) olennaiseen kiihtymiseen. Kuitenkin vaikka nämä tekijät otetaan huomioon, sekä YKHI-kokonaisinflaatioon että ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettuun YKHlin kohdistuu jonkin verran nousuvaikutusta muiden tekijöiden summasta (kuvion 13 keltaiset palkit).

Kuvio 13

Kokonaisinflaation muutos joulukuusta 2020 tammikuuhun 2021

(vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Alennusmyyntien siirtyminen koskee Italiaa ja Ranskaa. Sekä energian hiilivero että ALV-kannan alennuksen päättymisen koskevat Saksaa.

YKHI-inflaation viimeaikainen kiihtyminen johtui myös energian hintakehityksen muuttumisesta asteittain vähemmän negatiiviseksi.

Joulukuussa 2020 energian inflaatio oli -6,9 %, josta se nopeutui -4,1 prosenttiin tammikuussa 2021 ja edelleen -1,7 prosenttiin helmikuussa. Tammikuun aiempaa vähemmän negatiivinen inflaatiovauhti johtui öljyn eurohinnan viimeaikaisesta noususta, kun taas helmikuussa siinä näkyi myös vertailuajankohdan vaikutus, sillä öljyn hinta putosi viime vuonna pandemian alkuvaiheessa. Muita energian aiempaa vähemmän negatiiviseen inflaatiovauhtiin myötävaikuttaneita tekijöitä olivat ALV-kannan alennuksen päättymisen ja hiiliveron käyttöönotto Saksassa sekä sähkön hinnan nousu erityisesti Espanjassa kylmän sään takia.

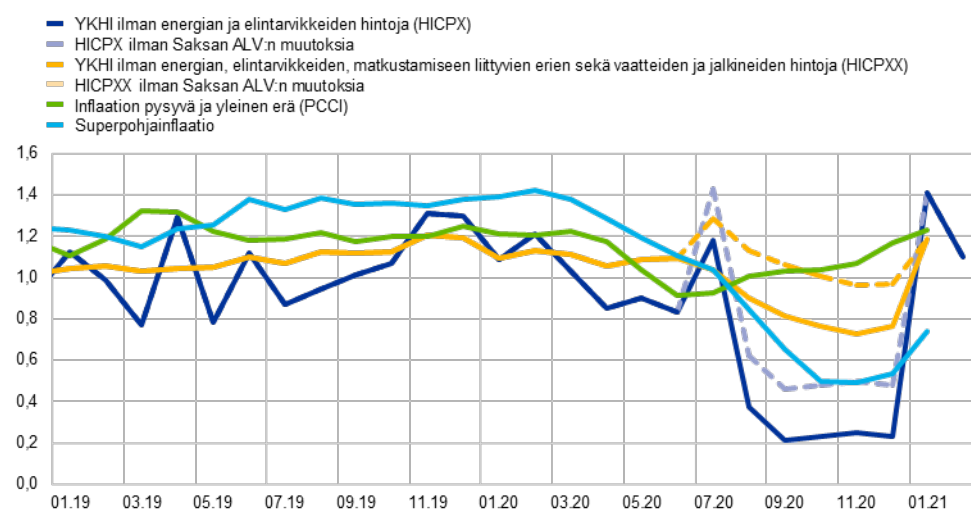
Laskennalliset hinnat yleistivät tammi- ja helmikuussa, mikä viittaa hintapaineisiin liittyvän epävarmuuden jonkinasteiseen lisääntymiseen. Kesällä 2020 hyvin matalalle tasolle palautunut laskennallisten hintojen osuus alkoi jälleen nousta vuoden loppua kohti koronarajoitteiden kiristymisen myötä. Tammikuussa 2021 yhteensä 14 % YKHIn eristä ja 19 % ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHIn eristä oli laskennallisia.

Vaikka poissulkemisiin perustuvat pohjainflaation mittarit nousivat tammikuussa, mallipohjaiset mittarit pysyivät suunnilleen ennallaan

(tuoreimpien käytettävissä olevien tietojen mukaan).⁷ YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien, vaatteiden ja jalkineiden hintoja (HICPXX) kiihtyi 1,2 prosenttiin tammikuussa 2021 edelliskuukauden 0,8 prosentista, kun taas inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) pysyi ennallaan 1,2 prosentissa. Superpohjainflaatio kiihtyi hieman eli joulukuussa 2020 olleesta 0,5 prosentista 0,7 prosenttiin tammikuussa 2021 (kuvio 14). Myös jotkut edellä mainituista tilapäisistä tekijöistä, kuten Saksan tilapäisen ALV-alennuksen päättymisen, vaikuttivat näihin mittareihin.

Kuvio 14
Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot YKH:stä ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) sekä Saksan ALV:n muutoksista puhdistetusta HICPX:stä ovat helmikuun 2021 pika-arvioita. Muiden tietojen osalta tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta.

Hintapaineet muiden teollisuustuotteiden kuin energian toimitusketjun loppupäässä pysyivät pääosin ennallaan ja alkupäässä kiristyivät. Muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimaiset tuottajahinnat nousivat tammikuussa 0,6 % ja olivat siis edelleen lähellä pitkän aikavälin keskimääräistä inflaatiovauhtiaan. Muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuontihintainflaatio pysyi matalana heijastellen pitkälti euron nimellisen efektiivisen valuuttakurssin muutoksia. Toimitusketjun alkupäässä sekä välituotteiden tuottajattä tuontihintainflaatio kiihtyivät edelleen tammikuussa, mikä johtui luultavasti öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen aiheuttaman laskupaineen helpottamisesta.⁸

Valtioiden tukiohjelmien vaikutus hämärtää edelleen palkkapaineiden tilannetta. Tämä näkyi esimerkiksi siten, että työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu eriytyi työtuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvusta. Näiden mittarien välinen kuilu leveni jälleen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä, kun lyhennetyt työajan järjestelyjen ja tilapäisten

⁷ Ks. lisätietoja poissulkemisiin perustuvista ja muista pohjainflaatioindikaattoreista Talouskatsauksen 4/2018 artikkelista "Measures of underlying inflation for the euro area".

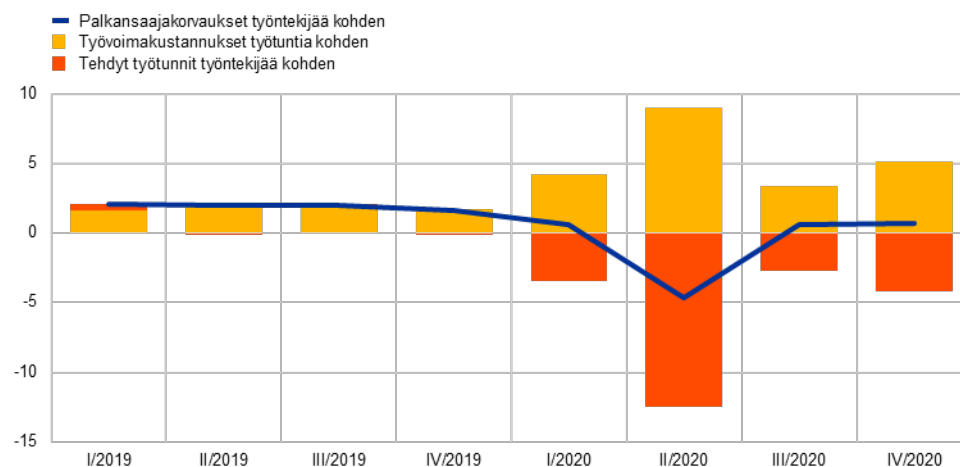
⁸ Välituotteiden tuottajahintainflaatio kiihtyi tammikuussa 0,9 prosenttiin edelliskuun -0,1 prosentista, kun taas välituotteiden tuontihintainflaatio kiihtyi samaan aikaan 0,1 prosenttiin edelliskuun -0,8 prosentista.

lomautusten käyttö lisääntyi vuoden lopussa jälleen käyttöön otettujen sulkutoimien myötä. Palkansaajakorvaukset työntekijää kohden kasvoivat viimeisellä neljänneksellä 0,7 % vuotta aiemmasta eli hieman nopeammin kuin edellisen neljänneksen 0,6 %, jota ennen kasvu oli toisella neljänneksellä negatiivinen -4,5 %. Toisaalta tehtyä työtuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvu kiihtyi vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä 5,1 prosenttiin edellisen neljänneksen 3,4 prosentista (ks. kuvio 15). Erilainen kehitys johtuu työajan lyhentämisen ja lomautusjärjestelyistä, joilla työntekijät säilyttivät työpaikkansa mutta saivat vain osan normaalista palkastaan samalla, kun työntekijää kohden tehdyt työtunnit laskivat jyrkästi.⁹ Sopimuspalkkojen kasvu, johon tehtyjen työtuntien muutokset ja työpaikkojen säilyttämisjärjestelyissä maksettujen etuuksien kirjaukset eivät suoraan vaikuta, kiihtyi vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä 1,9 prosenttiin toisen neljänneksen 1,7 prosentista ja kolmannen neljänneksen 1,6 prosentista. Tämä kasvu johtui osittain vuoden loppuun ajoittuneista kertaluonteisista maksuista, mutta vaikka niiden vaikutus suljettaisiin pois, sopimuspalkkojen kasvu pysyisi viimeisellä neljänneksellä verrattain vahvana 1,6 prosentissa, sillä tiedot sisältävät myös ennen pandemian alkua solmittuja sopimuksia.

Kuvio 15

Työvoimakustannukset työntekijää kohden eriteltyinä tuntia ja työntuntia kohti

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 viimeiseltä neljännekseltä.

Markkinapohjaiset inflaatio-odotusten indikaattorit nousivat edelleen globaalin reflaatiotrendin rinnalla (kuvio 16).

Euroalueen markkinapohjaisten inflaatio-odotusten indikaattorit nousivat tarkastelujaksolla kolmesta pääasiallisesta syystä: riskisentimentin paraneminen, joka johtui koronarokotusten aloittamisesta ja tartuntojen ilmaantuvuuden laskusta; Bidenin hallinnon toteuttama finanssipoliittinen lisäelvytys Yhdysvalloissa sekä raaka-aineiden hintojen pirteä elpyminen. Tarkastelujakson ensimmäisessä vaiheessa markkinapohjaiset inflaatio-odotusten

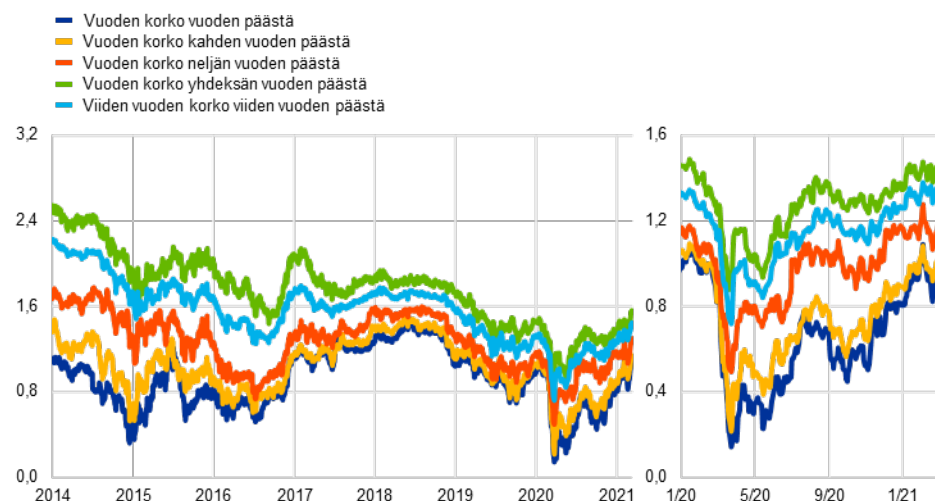
⁹ Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyt ovat todennäköisesti myös osaltaan tukeneet voittomarginaalien kestävyttä. Vaikka voittomarginaalit heikkenivät viimeisellä vuosineljänneksellä jonkin verran, ne pysyivät kuitenkin taantuman syvyyteen nähden varsin vahvoina. Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Voittomarginaalien rooli koronavirussokkiin sopeutumisessa".

indikaattorit nousivat pudoten kuitenkin sen jälkeen ulkomaisten verrokkiensa tasolle helmikuun puolivälissä. Kuukauden lopun lähestyessä euroalueen inflaatioidonnoiset swapkorot kuitenkin nousivat jälleen. Maaliskuun alussa sekä lyhyen että pitkän aikavälin markkinapohjaiset inflaatio-odotukset olivat pandemiaa edeltänyttä tasoaan korkeammat. Tästä huolimatta sekä lyhyet että pitkät inflaatioidonnoiset swapkorot ovat pysyneet viime aikoina hyvin alhaisina eivätkä ne viittaa siihen, että inflaatio palautuisi ennakoitavissa olevan tulevaisuuden aikana EKP:n tavoitteeseen. Kyselypohjaiset inflaatioindikaattorit osoittavat jonkin verran merkkejä vakiintumisesta historiansa alimman tason tuntumaan. EKP:n (tammikuun alussa toteutetun) vuoden 2021 ensimmäisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen (SPF) mukaan euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotus oli pysynyt ennallaan 1,7 prosentissa.

Kuvio 16

Markkinapohjaisista indikaattoreista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot 10.3.2021.

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 kokonaistaloudellisissa arvioissa kokonaisinflaation arvioidaan vaihtelevan jonkin verran lähikuukausina mutta kiihtyvän asteittain ennustejakson aikana. Ennusteen perusskenaariossa YKHI-kokonaisinflaatiovauhdin arvioidaan olevan 1,5 % vuonna 2021, 1,2 % vuonna 2022 ja 1,4 % vuonna 2023 (ks. kuvio 17). Vuosien 2021 ja 2022 YKHI-inflaatio on nyt arvioitu nopeammaksi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2020 arvioissa, mutta arvio vuoden 2023 näkymistä pysyi ennallaan. Kuluva vuotta koskevan arvion tarkistus ylöspäin johtui energian YKHI-inflaation noususta sekä viime aikoina inflaatiota kiihdyttäneiden tilapäisten tekijöiden vaikutuksesta. Kun tilapäisten tekijöiden vaikutus haihtuu vuotuisista inflaatiovauhteista keskipitkällä aikavälillä, inflaation odotetaan hidastuvan takaisin 1,0 prosenttiin vuoden 2022 alussa ja sitten kiihtyvän asteittain 1,4 prosenttiin vuonna 2023. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,0 % vuonna 2021 ja 1,1 % vuonna 2022, kunnes se kiihtyy 1,3 prosenttiin vuonna 2023. Yhdysvaltojen finanssipoliittisen elvytyspaketin vaikutus YKHI-inflaatioon jäänee

maltilliseksi; sen odotetaan olevan kumulatiivisesti koko ennustejaksolla noin 0,15 prosenttiyksikköä.¹⁰

Kuvio 17 Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 11.3.2021 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot \(maaliskuu 2021\)](#)".

Huom. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä (tiedot) ja vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Arviot perustuvat 16.2.2021 käytettävissä olleisiin tietoihin.

¹⁰ Lisätietoja on EKP:n verkkosivuilla julkaistun artikkelin "[Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot \(maaliskuu 2021\)](#)" kehikossa 4.

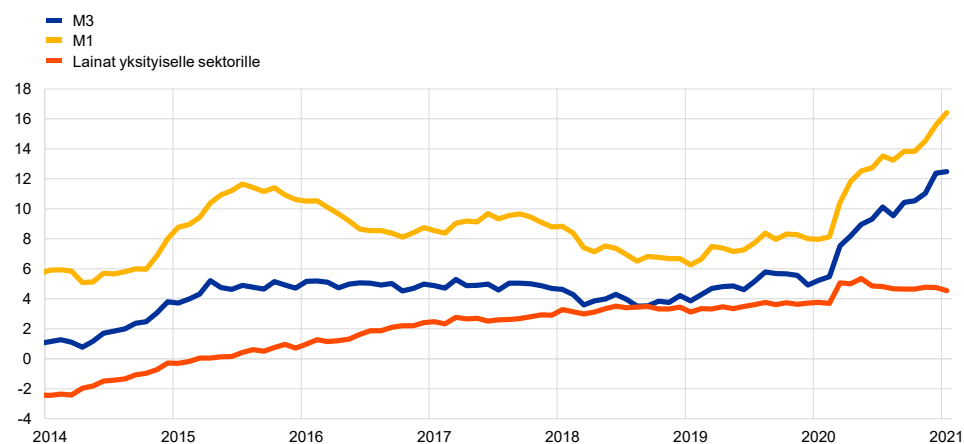
5 Rahan määrä ja luotonanto

Rahan määrän kasvussa euroalueella näkyi edelleen koronaviruspandemian vaikutus. Rahan määrän kasvu vakaantui tammikuussa vankalle tasolle, jossa näkyi yritysten ja kotitalouksien likviditeetin kysynnän jatkuminen. Rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä pysyi kotimainen luotonanto, johon vaikuttivat eniten eurojärjestelmän tekemät ostot. Raha-, finanssi- ja valvontaviranomaisten oikea-aikaiset ja mittavat toimenpiteet tukivat edelleen pankkien luotonantoa euroalueen taloudelle edullisin ehdoin. Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaisvolyymin kasvu jatkoi tasaantumista vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaiskustannus on lokakuusta 2020 alkaen tasaantunut, kun markkinalähtöisen velan ja osakerahoituksen kustannukset ovat maltillistuneet ja pankkien antolainauskorot pysytelleet vakaina.

Lavean rahan kasvu vakaantui tammikuussa vankalle tasolle. Rahan määrän kasvuun vaikutti edelleen koronapandemia, joka on saanut sijoittajat poikkeuksellisessa määrin suosimaan likvidejä varoja. Lavean raha-aggregaatin (M3) vuotuinen kasvuvauhti oli tammikuussa 12,5 % oltuaan 12,4 % joulukuussa 2020 (kuvio 18). Likvidein raha-aggregaatti M1, joka sisältää yön yli -talletukset ja liikkeessä olevan rahan, kasvoi tammikuussa vuositasolla 16,4 %, kun joulukuussa kasvua oli ollut 15,6 %, ja vauhditti siten vahvasti M3:n kasvua. Nämä kehityssuunnat heijastavat yritysten ja kotitalouksien voimakkaan epävarmuuden jatkuessa kerryttämiä likviditeettipositiota, mutta kotitalouksien osalta kyse on myös jonkin verran pakkosäästämisestä, joka johtuu kulutusmahdollisuuksien vähenemisestä. Rahan määrän voimakas kasvu johtui myös EKP:n ja valvontaviranomaisten sekä kansallisten hallitusten mittavista tukitoimista, joilla pyrittiin varmistamaan riittävän likviditeetin tarjonta taloudelle pandemian taloudellisten seurausten lieventämiseksi.

Kuvio 18
M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2021.

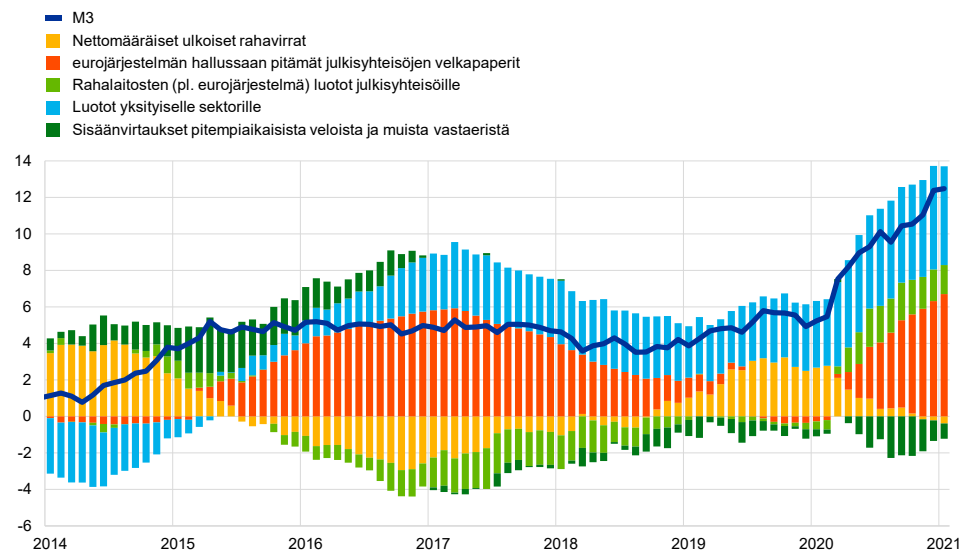
M3:n kasvuun vaikuttivat edelleen eniten yön yli -talletukset. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi tammikuussa 17,1 prosenttiin joulukuun 16,3 prosentista. Rahaa hallussa pitävä sektori suosi yön yli -talletuksia varovaisuussyistä ja sen vuoksi, että vallitseva hyvin alhainen korkotaso pienentää tällaisten instrumenttien hallussapidon vaihtoehtokustannuksia. Talletusten kasvu oli pääosin peräisin yritysten ja kotitalouksien hallussa olevista talletuksista. Yritysten hallussa olevien talletusten kasvu vaihteli maittain, mihin vaikuttivat erot yritysten likviditeettitarpeissa ja eri maiden tukitoimissa. Liikkeessä olevan rahan vuotuinen kasvuvauhti nopeutui tammikuussa 12,3 prosenttiin joulukuun 11,3 prosentista. Siihen verrattuna muilla lyhytaikaisilla talletuksilla ja jälkimarkkinakelpoisilla instrumenteilla oli edelleen vaatimatonta vaikutusta M3:n vuotuisen kasvuun, mikä heijasti alhaista korkotasoa ja sijoittajien tuottohakuista käyttäytymistä.

Rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä pysyi kotimainen luotonanto, johon vaikuttivat eniten eurojärjestelmän tekemät ostot. Lokakuusta 2020 alkaen eurojärjestelmän EKP:n omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) tekemät julkisyhteisöjen velkapapereiden netto-ostot ovat olleet merkittävin tekijä M3:n kasvussa (ks. kuvion 19 palkkien punaiset osat). Toiseksi tärkein tekijä oli yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen kasvu, jonka osuus M3:n kasvussa oli merkittävä mutta aleneva (ks. kuvion 19 palkkien siniset osat). Pankkisektorin (eurojärjestelmää lukuun ottamatta) luotonanto julkiselle sektorille on viime kuukausina tasaantunut (ks. kuvion 19 palkkien vaaleanvihreät osat). Nettomääräiset ulkoiset rahavirrat olivat vuonna 2020 kutakuinkin tasapainossa (ks. kuvion 19 palkkien keltaiset osat), kun taas pitempiaikaisten velkojen ja muiden vastaerien vaikutus rahan määrän kasvuun oli negatiivinen (ks. kuvion 19 palkkien tummanvihreät osat). Tämä johtui pääosin muiden vastaerien (erityisesti takaisinostosopimusten) kehityksestä, kun taas kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden suotuisimmat ehdot tukivat edelleen niiden toimimista pankkirahoituksen substituuttina, mikä johti pankkien pitkäaikaisten joukkolainojen nettolunastuksiin.

Kuvio 19

M3 ja sen vastaerät

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



Lähde: EKP.

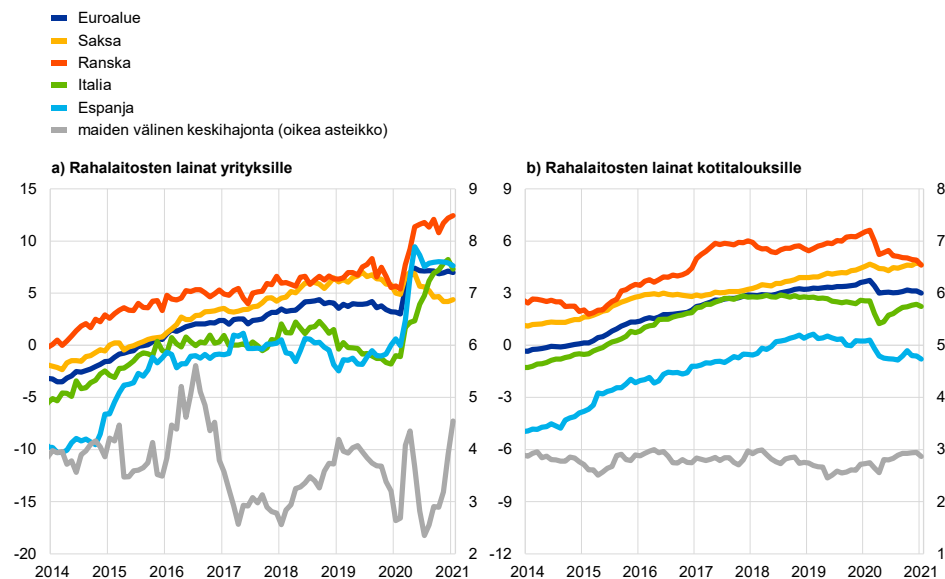
Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yritys sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2021.

Yksityisen sektorin lainakannan kasvu tasaantui. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien lainojen vuotuinen kasvuvauhti hidastui tammikuussa 4,5 prosenttiin joulukuun 4,7 prosentista, mutta pysyi edelleen tuntuvasti korkeammalla tasolla kuin ennen pandemian puhkeamista (kuvio 18). Yrityslainojen vuosikasvu oli tammikuussa 7,0 % oltuaan joulukuussa 7,1 %, ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti hidastui samana aikana 3,1 prosentista 3,0 prosenttiin (kuvio 20). Lyhyemmällä aikavälillä yritysainojen kasvu maltillistui edelleen. Kuukausitasolla se kääntyi tammikuussa hieman negatiiviseksi, mikä johtui aiemmasta likviditeettipuskurien kerryttämisestä, investointilainojen alhaisesta kysynnästä sekä luotonannon kiristymispaineista, joista näkyi ensimmäisiä merkkejä. Yritykset ovat edelleen lisänneet pitkäaikaisia lainojaan, kun taas lyhytaikaisten lainojen osuus on supistunut.

Kuvio 20

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus; yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu myös laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2021.

Myös kotitalouksille myönnettyjen lainojen yhteismäärän kasvu hidastui.

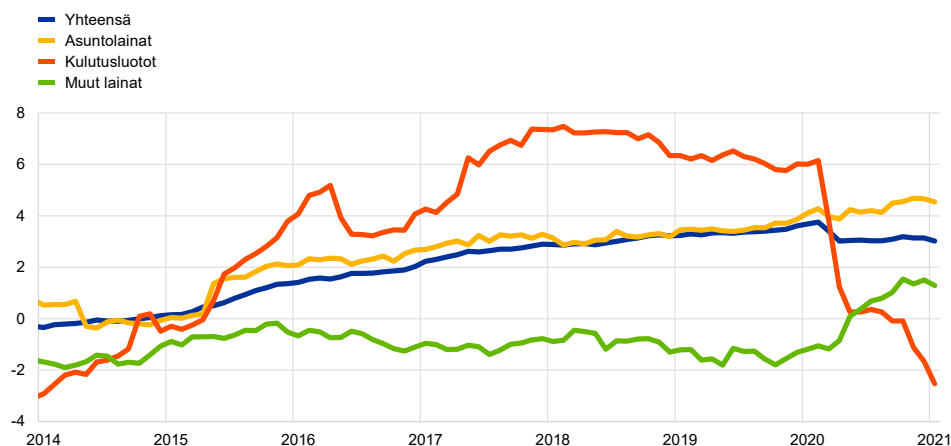
Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen vuotuinen kasvuvauhti on pysynyt syyskuusta 2020 asti kutakuinkin vakaana ja oli tammikuussa 4,5 %.

Kulutusluottojen kasvu sen sijaan jatkoi jyrkkää laskuaan, joka alkoi samaan aikaan pandemian kanssa (kuvio 21). Kulutusluottojen vuotuinen kasvuvauhti hidastui tammikuussa -2,5 prosenttiin joulukuun -1,7 prosentista. Tämän luottotyypin kasvun vahva hidastuminen liittyy sulkutoimien kiristymiseen marraskuun 2020 jälkeisenä aikana. Muiden kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti sen sijaan oli tammikuussa 1,3 %, kun se joulukuussa oli 1,5 %. Vaikka tämän lainaryhmän kasvu on toukokuusta 2020 alkaen hieman kohentunut – pitkälti pienyrityksille (yksinyrittäjille ja rekisteröimättömille yrityksille) myönnettyjen lainojen ansiosta –, se on pysynyt vaisuna. Talouskehityksen hidastuminen heikensi erityisesti pienyritysten tilannetta, mutta toisaalta ne hyötyivät valtion myöntämistä rahoitustuista.

Kuvio 21

Rahalaitosten lainat kotitalouksille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen yhteismäärän osalta aikasarjasta on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus. Tuorein havainto on tammikuulta 2021.

Euroalueen kotitalouksien bruttovelkaantuneisuus eli velan kokonaismäärän suhde käytettävissä oleviin tuloihin on viime vuosineljänneksillä jatkanut kasvuaan ja ylittänyt huomattavasti pandemiaa edeltäneen tasonsa.

Tämä kehitys myötäilee pandemian taloudellisia seurauksia, joihin on paljolti kuulunut käytettävissä olevien tulojen väheneminen, joskin kehityksessä on ollut vaihtelua eri maiden välillä. Samaan aikaan kotitalouksien säästämisaste kasvoi jyrkästi. Kasvussa oli kyse sekä pakkosäästämisestä, joka johtui sulkutoimien aiheuttamasta kulutuksen vähenemisestä, että varovaisuussäästämisestä, joka oli seurausta kuluttajien luottamuksen romahduksesta ja epävarmuuden kasvusta.

Pankkien rahoitusolot ovat edelleen pysyneet suotuisina, mutta kasvaneet luottoriskit rasittavat niiden taseita ja kannattavuutta.

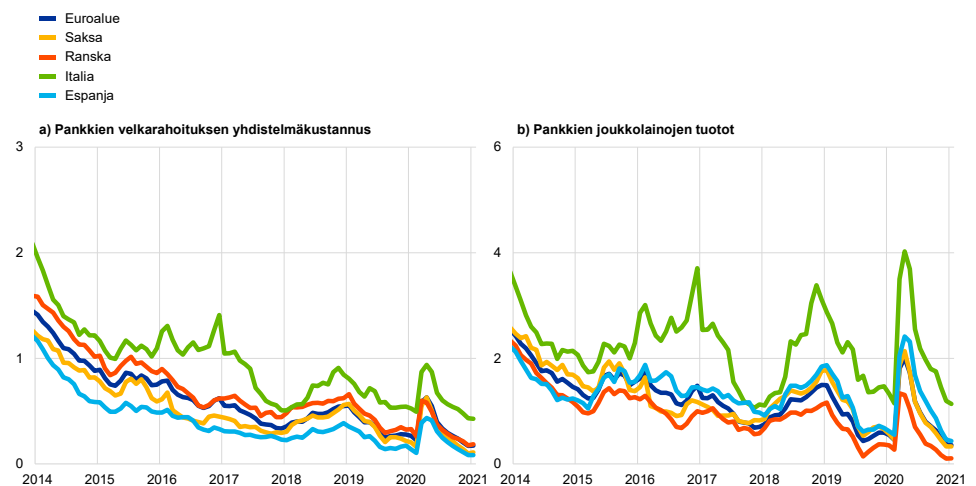
Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkulutus pysyi pandemiaa edeltäneen tasonsa alapuolella, mikä johtui myös rahapoliittisesta tuesta (kuvio 22). EKP:n omaisuuserien osto-ohjelma ja pandemiaan liittyvä osto-ohjelma ovat aiheuttaneet laskupaineita tuottoihin, ja pankit ovat osittain korvanneet markkinalähtöisen rahoituksen kohdennetuilla pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla hyvin suotuisin ehdoin. Nämä molemmat tekijät tukivat myös pankkien joukkolainojen markkinatilannetta. Lisäksi pankkien liikkeeseen laskemien katettujen joukkolainojen hinnat saavat suoraa tukea EKP:n kolmannelta katettujen joukkolainojen osto-ohjelmasta. Euroalueen pankeilla, joiden osuus muodostaa valtaosan pankkirahoituksesta, myös talletuskorot pysyttelivät tammikuussa 2021 edelleen historiallisen alhaisilla tasoilla ja vahvistivat siten osaltaan pankkien suotuisia velkarahoitusoloja negatiivisten korkojen välittyessä tehokkaasti. Koronakriisin puhkeamisesta alkaen euroalueen pankit ovat yhä yleisemmin perineet yrityksiltä negatiivisia talletuskorkoja. Samaan aikaan suurimmassa osassa pankkien talletusrahoituksesta, varsinkin vähittäistalletuksissa, korot pysyttelevät nollassa tai sen yläpuolella, mikä pitää pankkien nettokorkomarginaalit pieninä. Pankkien rahoituksenvälitys- ja tappionsietokykyä rasittavat todennäköisesti

luottotappionäkymät, joita heikentävät lainansaajien luottokelpoisuuden huononeminen ja pankkien alhainen kannattavuus. Kuten tammikuun 2021 euroalueen pankkien luotonantokysely osoitti, pankit kiristivät luottokelpoisuusvaatimuksiaan vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä, mikä heijasti pandemian myötä synkenneitä riskiarvioita.

Kuvio 22

Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinalähtöisen velkarahoituksen yhdistelmäkustannus, vuotuisina prosentteina)



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

Huom. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuina vastaavilla kannan määrillä. "Pankkien joukkolainojen tuotoilla" tarkoitetaan riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2021.

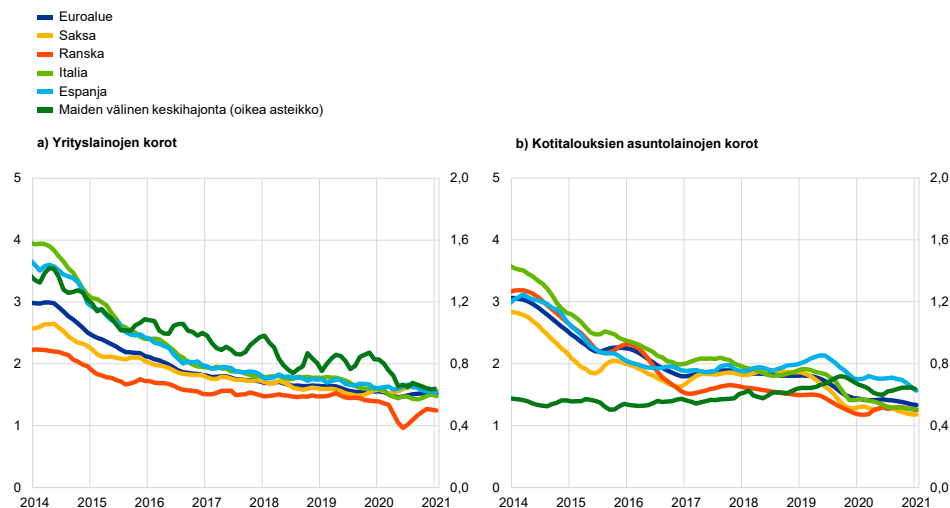
Pankkien antolainauskorot pysyttelivät lähellä ennätysmäisen alhaista tasoa.

Pankkien yrityslainojen yhdistelmäkorot pysyttelivät joulukuussa 1,51 prosentissa, ja kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkorot laskivat uuteen pohjalukemaansa 1,33 prosenttiin (ks. kuvio 23). Tämä kehitys oli laaja-alaista euroalueen maissa. Lisäksi pankkien hyvin pienten lainojen ja suurten lainojen välinen korkoero kasvoi, joskin se pysyi yhä alemmalla tasolla kuin ennen pandemiaa. On esitetty huolia, että pandemian vakavat ja pitkittyneet taloudelliset vaikutukset yritysten tuloihin, kotitalouksien työllisyysnäkyymiin ja lainansaajien yleiseen luottokelpoisuuteen aiheuttavat nousupainetta pankkien antolainauskorkoihin. Näiden korkojen tähänastinen suotuisa reaktio pandemiaan perustuu kahteen tekijään. Ensinnäkin EKP:n, pankkivalvojen ja hallitusten toteuttamat toimet ovat tasoittaneet pandemiasokin suhdannevaihtelua voimistavaa vaikutusta luotonantoon. Tältä osin kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot vaikuttavat edelleen antolainauskorkoihin laskevasti. Toiseksi pankkien antolainauskorot eivät yleensä reagoi kovin voimakkaasti lyhyellä aikavälillä, koska pankit absorboivat väliaikaisesti joissakin kustannuskomponenteissaan esiintyvät vaihtelut pitääkseen yllä asiakassuhteitaan.

Kuvio 23

Pankkien myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkoroko) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2021.

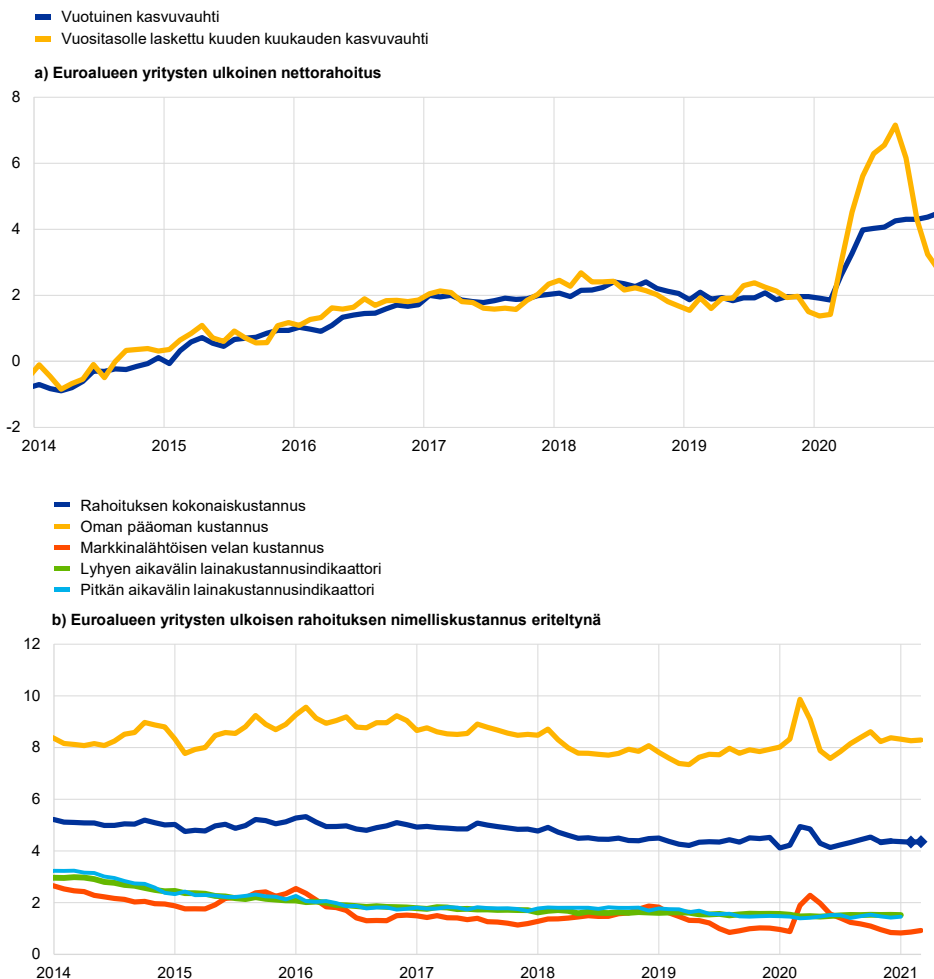
Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaisvolyymin kasvu jatkoj tasaantumista vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä.

Ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti on edelleen hieman kiihtynyt viime kuukausina ja oli 4,5 % joulukuussa 2020. Lyhyemmän aikavälin rahoituksen kehitys jatkui laskusuuntaisena kesän 2020 huipun jälkeen (ks. kuvion 24 kohta a). Tämän kehityksen taustalla ovat pankkien yrityslainojen kasvun hidastuminen ja yritysten velkapaperien nettoemissioiden vähentyminen. Toisaalta pörssiosakkeiden ja listaamattomien osakkeiden liikkeeseenlasku jatkui pääpiirteissään vakaana. Kasvun hidastuminen johtui valtaosin kahdesta tekijästä: ensinnäkin yritykset kerryttivät ensimmäisen pandemia-aallon aikana mittavia likviditeettipuskureita, mikä vähensi uuden hätälainoituksen tarvetta, ja toiseksi yritysten välittömät rahoitustarpeet vähenivät, kun suunniteltuja kiinteitä investointeja lykättiin lyhyen aikavälin kasvunäkymien heikentyessä. Samaan aikaan ulkoinen rahoitus hyötyi edelleen suotuisista rahoitusoloista. Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli tammikuun lopussa 4,4 % (kuvion 24 kohta b). Se oli noin 0,6 prosenttiyksikköä alempana kuin maaliskuun 2020 huipputasolla ja 0,2 prosenttiyksikköä ylempänä kuin pohjalukemissaan kesäkuussa 2020. Lokakuun 2020 lopusta alkaen rahoituksen kokonaiskustannus on laskenut noin 0,2 prosenttiyksiköllä, mikä johtui pääasiassa markkinalähtöisen velan ja osakerahoituksen kustannusten laskusta. Pankkilainojen pitkän aikavälin kustannukset ovat niin ikään laskeneet useilla prosenttiyksiköillä. Tammikuun lopusta tarkastelujakson loppuun (10.3.2021) rahoituksen kokonaiskustannuksen arvioidaan pysyneen vakaana, kun osakerahoituksen kustannuksen lasku kompensoi markkinalähtöisen velan kustannuksen lievää nousua, joka johtui riskittömän koron noususta ja yritysten joukkolainojen tuottoerojen hyvin lievästä supistumisesta.

Kuvio 24

Euroalueen yritysten ulkoinen rahoitus

(prosenttimuutos – kohta a, vuotuiset prosentiosuudet – kohta b)



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

Huom. Kohta a – Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan lainat rahalaitoksilta, velkapapereiden nettoemissiöt ja osakkeiden nettoemissiöt. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Kohta b – Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu pankkilainanoton, markkinalähtöisen velan ja osakerahoituksen kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrin perusteella. Tummansiniset vinoneliöt kuvaavat rahoituksen kokonaiskustannuksen helmi–maaliskuun 2021 pikaennustetta, joka perustuu oletukseen, että pankkien antolainauskorot pysyvät ennallaan tammikuun 2021 tasolla. Kohdan a tuoreimmat havainnot ovat joulukuulta 2020. Kohdan b tuoreimmat havainnot on päivätty 10.3.2021 markkinalähtöisen velan kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 5.3.2021 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä tammikuussa 2021 antolainauksen kustannusten osalta (kuukausittaiset tiedot).

Koronapandemian aiheuttaman talouden jyrkän heikkenemisen ja voimakkaan finanssipoliittisen reaktion myötä euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan vuonna 2020 nousseen 7,2 prosenttiin BKT:stä, kun alijäämäsuhte vuonna 2019 oli 0,6 %. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 kokonaistaloudellisissa arvioissa ennustetaan, että alijäämäsuhte laskee 6,1 prosenttiin BKT:stä vuonna 2021 ja on 2,4 % arviointijakson päättyessä vuonna 2023. Vaikka tämä kehitys kasvattaisikin euroalueen julkisen talouden velkasuhteen vuoteen 2023 mennessä noin 95 prosenttiin BKT:stä eli 11 prosenttiyksikköä suuremmaksi kuin kriisiä edeltäneenä aikana, julkisen talouden rahoitusasema kärsii todennäköisesti hieman vähemmän kuin kriisin alkuvaiheessa yleisesti oletettiin. Kunnianhimoinen ja koordinoitu finanssipoliittikan mitoitus on silti edelleen olennaisen tärkeä. Jäsenvaltioiden finanssipoliittisten tukien tulisi siksi jatkua, sillä yritysten ja kotitalouksien kysyntä on heikkoa meneillään olevan pandemian ja siihen liittyvien rajoitustoimien vuoksi. Näitä tukia täydentää Next Generation EU (NGEU) -elpymispaketti, joka on keskeisessä asemassa edistämässä nopeampaa, vahvempaa ja yhtenäisempää elpymistä. Se lisää EU:n talouden häiriönsietokykyä ja kasvupotentiaalia erityisesti, jos varat käytetään tuotannollisiin julkisiin investointeihin ja samalla parannetaan tuottavuutta rakenteellisin toimin.

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä heikkeni jyrkästi vuonna 2020, mutta sen ennakoitaan jatkossa vähitellen kohenevan. ¹¹ Euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhteen, joka vuonna 2019 oli 0,6 % BKT:stä, arvioidaan kasvaneen 7,2 prosenttiin vuonna 2020, minkä jälkeen se supistuu 6,1 prosenttiin vuonna 2021 ja 3,1 prosenttiin vuonna 2022 sekä 2,4 prosenttiin vuonna 2023 (ks. kuvio 25). Julkisen talouden alijäämän kasvu vuonna 2020 johtuu suurelta osin suhdannekorjatun perusjäämän huononemisesta, johon vaikuttavat talouden tukitoimet ja joka on suuruudeltaan noin 4¼ % BKT:stä. Suurin osa siitä muodostuu lisämenoista, joita syntyi erityisesti yrityksille ja kotitalouksille suunnattujen tulonsiirtojen ja tukien muodossa, mukaan lukien lyhennetyin työajan järjestelyt ja lomautusjärjestelyt. Tämän lisäksi alijäämän kasvu johtuu suuresta negatiivisesta suhdannekomponentista, jossa kuvastuu euroalueen tuotannon jyrkkä supistuminen. ¹² Rahoitusjäämän seuraavina vuosina tapahtuvan kohenevan arvioidaan perustuvan aluksi suhdannekorjatun perusjäämän elpymiseen, sillä osan hätäaputoimista ennakoitaan aiheuttavan vähemmän kustannuksia kuin vuonna 2020 ja uusia elpymistoimia rahoitetaan NGEU-rahaston avustuksista. ¹³ Vuoden 2021 uuden sulkutoimikierroksen myötä hallitukset ovat jatkaneet hätäaputoimia, laajentaneet niitä ja/tai hyväksyneet uusia tukitoimia, joiden

¹¹ Ks. EKP:n verkkosivuilla 11.3.2021 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(maaliskuu 2021\)](#)".

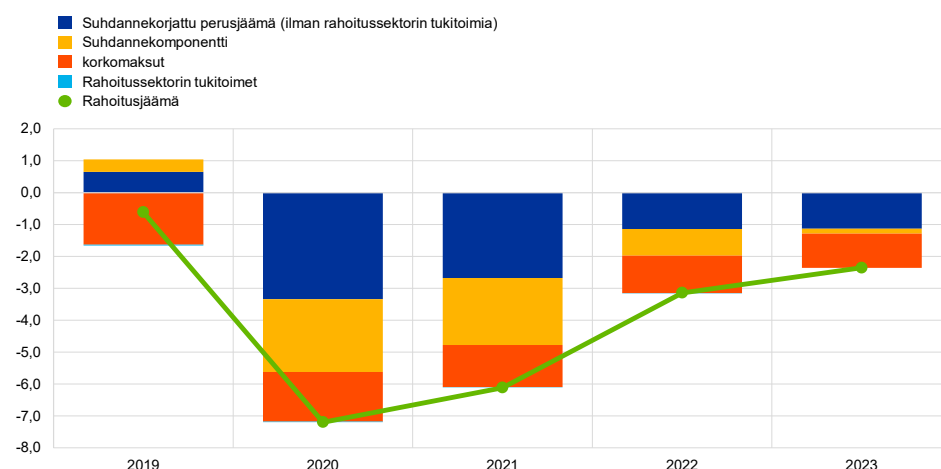
¹² On syytä huomata, että suhdanteen ja trendin erittelyyn julkisen talouden kehityksessä liittyy tällä hetkellä poikkeuksellisen paljon epävarmuutta.

¹³ NGEU-rahaston avustuksilla rahoitetaan uusia finanssipoliittisia elvytystoimia, joiden suuruus on vuonna 2021 noin 0,5 % BKT:stä (ja pysyy kutakuinkin samana arviointijaksolla). Nämä toimet kohentavat tuensaajina olevien EU-maiden julkisen talouden tulopuolta. Kokonaisvaikutus rahoitusjäämään on neutraali niinä vuosina, jolloin avustuksia maksetaan, sillä ne tasoituvat menoien kasvulla. Vuoteen 2020 verrattuna nämä avustukset merkitsevät suurempaa finanssipoliittista elvytystä.

arvioidaan olevan suuruudeltaan yhteensä 3¼ % BKT:stä. Rahoitusjäämän vuodelle 2021 ennakoitun kohenemisen taustalla ovat myös korkomenojen pieneneminen ja suhdannekomponentin paraneminen. Suhdannekierron osuuden odotetaan kuitenkin elpyvän merkittävästi vasta vuodesta 2022 alkaen, ja se pysyy negatiivisena koko arviointijaksolla. Koska suurin osa vuodelle 2021 hyväksytyistä pandemiaan liittyvistä uusista hätäaputoimista on väliaikaisia ja ne tullaan todennäköisesti kumoamaan, ne vaikuttavat osaltaan suhdannekorjatun perusjäämän kohenemiseen vuonna 2022.

Kuvio 25 Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot maaliskuulta 2021.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Näissä finanssipoliittisissa arvioissa on kuitenkin poikkeuksellista epävarmuutta etenkin NGEU-rahaston tukien suuruuden, ajoituksen ja rakenteen osalta, mutta myös yleisemmällä tasolla, sillä talouspolitiikka reagoi pandemiatilanteen kehitykseen.

Finanssipolitiikka oli kokonaisuudessaan vahvasti elvyttävää vuonna 2020 ja sen odotetaan olevan kutakuinkin neutraalia vuonna 2021, kun maiden saamien NGEU-avustusten odotettu tuloja kasvattava vaikutus otetaan huomioon. Finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan olleen vuonna 2020 voimakkaasti kasvua tukeva 4,2 prosentin tasolla suhteessa BKT:hen. Vuonna 2021 sen odotetaan olevan kutakuinkin neutraali, kun NGEU-avustukset otetaan huomioon tulopuolella.¹⁴ Finanssipolitiikan odotettu kiristyminen hyvin voimakkaasti tukevalta tasolta siirtyy siis vuodelle 2022 (suuruudeltaan 1,5 prosenttiyksikköä BKT:stä). Vuonna 2023 kehitys on neutraalia muuttumattoman politiikan oletuksen perusteella, joka pohjautuu arvioissa huomioituihin toimenpiteisiin. Tästä huolimatta

¹⁴ Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Finanssipolitiikan mitoitusta on mukautettava, jotta NGEU-avustusten vaikutus tulopuolella tulisi huomioiduksi (ks. myös edellinen alaviite). Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen käsitettä tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

finanssipoliittinen tuki talouden elpymiselle on arviointijaksolla edelleen mittavaa, mistä kertoo se, että koko julkisen talouden perusjäämä pysyy huomattavan negatiivisena ja kohenee vasta vähitellen -1,3 prosenttiin BKT:stä vuoteen 2023 mennessä.

Euroalueen maiden talouksille suunnatun finanssipoliittisen tuen lisäksi maat ovat tarjonneet yrityksille mittavia lainatakauspaketteja niiden

likviditeettiaseman lujittamiseksi. Näiden takauksien yhteismäärä oli vuonna 2020 noin 17 % koko euroalueen BKT:stä, ja niiden odotetaan myös kuluvana vuonna tarjoavan edelleen likviditeettitukea, joskin takauspakettien laajuus ja käyttöaste vaihtelevat huomattavasti maittain. Lainatakaukset merkitsevät valtioille vastuusitoumuksia, ja ne takaukset, joiden perusteella vaaditaan maksuja, lisäävät siis julkisia menoja ja kasvattavat siten valtion velkaa.

Rahoitusjäämän arvioidaan olleen aikaisempia ennusteita parempi vuonna 2020, mutta vuoden 2021 näkymiä ei ole tarkistettu.

Joulukuussa 2020 julkaistuihin eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioihin verrattuna euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämää suhteessa BKT:hen on korjattu ylöspäin 0,8 prosenttiyksiköllä vuodelle 2020. Tämä johtuu pääosin siitä, että pandemiaan liittyvät harkinnanvaraiset finanssipoliittiset toimenpiteet jäivät hieman ennakoitua pienemmiksi ja muita menoja sekä muita finanssipoliittisia tekijöitä on tarkistettu (mikä näkyy siinä, että suhdannekorjattu rahoitusasema ei ole niin negatiivinen kuin aiemmin arvioitiin), sekä hieman odotettua vähemmän negatiivisesta suhdannekehityksen vaikutuksesta. Vuoden 2021 rahoitusjäämä on tarkistamaton, ja suhdannekehityksen hieman odotettua suotuisampi vaikutus tasoittaa suurempien hätäapumenojen aiheuttamat ylimääräiset talousarviokustannukset (mikä näkyy siinä, että suhdannekorjattua perusjäämää on tarkistettu alaspäin). Vuosien 2022 ja 2023 osalta rahoitusjäämää on kokonaisuudessaan tarkistettu merkittävästi ylöspäin, koska sekä suhdannekehityksen että suhdannekorjatun perusjäämän vaikutusten odotetaan olevan aiempia ennusteita suotuisimmat.

Euroalueen kokonaisvelkasuhde kasvoi vahvasti vuonna 2020, ja sen arvioidaan saavuttavan huippunsa noin 98 prosentissa vuonna 2021 ja pienenevän sen jälkeen vähitellen, kunnes se vuonna 2023 on noin 95 %.

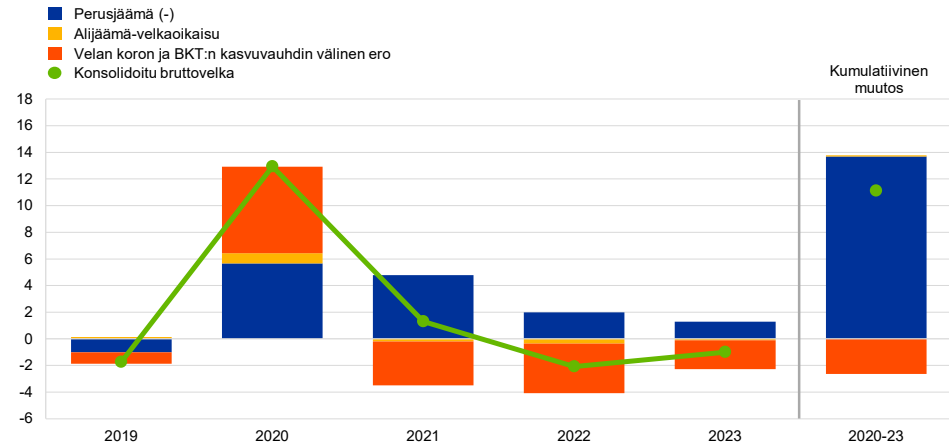
Velkasuhteen kasvu 12,9 prosenttiyksiköllä vuonna 2020 ja 1,3 prosenttiyksiköllä vuonna 2021 kuvastaa paljolti suuria perusalijäämiä ja vuoden 2020 osalta hyvin epäsuotuisia velan koron ja talouden kasvuvauhdin suhteita. Vuonna 2020 kasvun taustalla on myös huomattava alijäämä-velkakoikaisu, joka johtuu pandemiaan liittyvistä politiikkatoimista, kuten yritysten ja kotitalouksien likviditeetin tukitoimista. Vuosina 2022 ja 2023 perusalijäämät ovat vielä merkittävällä tasolla mutta supistuvat, ja velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisten erojen kohenemisen suotuisat vaikutukset enemmän kuin kompensoivat ne, kun talouden toimeliaisuuden ennustetaan elpyvän (ks. kuvio 26). Näin ollen arviointijakson lopussa vuonna 2023 velkasuhde on noin 11 prosenttiyksikköä ylempänä kuin kriisiä edeltäneellä 84 prosentin tasollaan vuonna 2019. On kuitenkin huomattava, että kriisin negatiivinen vaikutus julkisen talouden rahoitusasemaan jäi lievemmäksi kuin kriisin alkuvaiheessa yleisesti odotettiin. Esimerkiksi eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa velkasuhteen oletettiin nousevan

enimmillään yli 3 prosenttiyksikköä korkeammaksi kuin tuoreimmissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa.

Kuvio 26

Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot maaliskuulta 2021.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

On olennaisen tärkeää jatkaa edelleen finanssipolitiikan koordinoitua sen varmistamiseksi, että euroalue siirtyy kestäväan elpymisvaiheeseen.

Maiden julkisen talouden perusrahoitusasemiin kohdistuvan haittavaikutuksen lieventämiseksi finanssipoliittiset toimenpiteet olisi pidettävä mahdollisimman väliaikaisina, ja niitä olisi kohdennettava vielä entistä tarkemmin, jotta voitaisiin rajoittaa pysyviä haittavaikutuksia euroalueen talouteen. Julkisen talouden kestävyys saa tukea vuodelle 2021 odotetusta elpymisestä varsinkin siinä vaiheessa, kun yhä suurempi osa väestöstä saadaan rokotetuksi koronaa vastaan, mutta merkittävässä määrin myös rahoitusoloista, joiden odotetaan jatkuvan suotuisina. On kuitenkin edelleen olennaisen tärkeää, että jäsenvaltiot vähitellen supistavat julkisen talouden epätasapainojaan, kunhan talouskehitys on riittävästi elpynyt. Tätä prosessia voi vahvistaa päättäväinen siirtyminen kasvua tukevampaan julkisen talouden painotukseen sekä euroalueen talouksien kasvupotentiaalia lisääviin rakenneuudistuksiin. NGEU-rahaston elpymis- ja palautumistukiväline voi antaa tässä tärkeää tukea erityisesti nopeuttamalla vihreää siirtymää ja digitaalista muutosta.

Kehikot

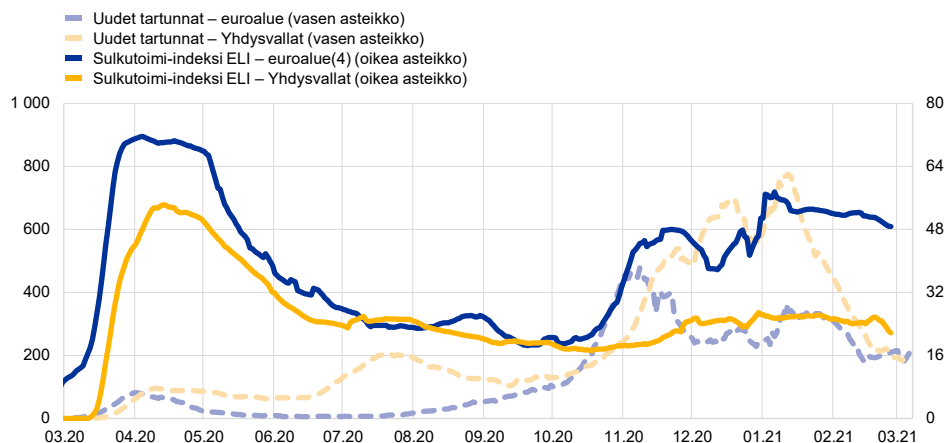
1 Talouskehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020

Koronaviruspandemia (covid-19) on vaikuttanut perustavanlaatuisella tavalla sekä Eurooppaan että Yhdysvaltoihin. Vaikka pandemia levisi Yhdysvaltoihin myöhemmin kuin euroalueelle ja vaikka Yhdysvaltojen väestötiheys on pienempi, uusien koronavirustartuntojen määrä Yhdysvalloissa on ollut suurempi kuin euroalueella, erityisesti marraskuun 2020 puolivälistä helmikuun 2021 loppuun. Erot tartuntojen ilmaantuvuudessa saattavat johtua sulkutoimien tehokkuudesta, jota voidaan mitata Goldman Sachsin ELI-indeksillä (Effective Lockdown Index) (kuvio A).¹⁵ Samalla kun Yhdysvalloissa oli euroalueeseen verrattuna vähemmän rajoitustoimia, lyhyellä aikavälillä talouspoliittisen tuen vaikutus oli todennäköisesti voimakkaampi. Tätä taustaa vasten tässä kehikossa vertaillaan talouskehitystä euroalueella ja Yhdysvalloissa keskittyen vuoteen 2020.

Kuvio A

Koronaviruksen ilmaantuvuus euroalueella ja Yhdysvalloissa sekä sulkutoimien tehokkuus

(vasen asteikko: uudet tartunnat 1 miljoonaa henkeä kohden, 7 päivän liukuva keskiarvo; oikea asteikko: Effective Lockdown Index)



Lähteet: EKP:n laskelmat, Oxford Economics ja Goldman Sachs.

Huom. Goldman Sachsin ELI-indeksi on Oxfordin yliopiston COVID-19 Government Stringency -indeksin ja Googlen julkaisemien Muutokset ihmisten liikkumisissa -raporttien yhdistelmä. Tuoreimmat havainnot uusista koronavirustartunnoista 7.3.2021 ja ELI-indeksistä 26.2.2021. Euroalue(4) tarkoittaa ostovoimapariteetilla painotettua Saksan, Ranskan, Italian ja Espanjan tartuntojen summaa.

BKT supistui vuonna 2020 euroalueella enemmän kuin Yhdysvalloissa, mihin voi olla monia syitä. Vaikka euroalueen ankarammat sulkutoimet ovat todennäköisesti olleet tärkeä BKT:n voimakkaamman supistumisen taustatekijä, erot saattavat liittyä myös muun muassa erilaisiin talouden rakenteisiin, kasvupotentiaaliin ja talouspolitiikkaan sekä pandemia-aaltojen ajoittumiseen. Kumulatiivinen BKT:n supistuminen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä kriisiä

¹⁵ Ks. J. Aron ja J. Muellbauer, "The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's", VoxEU, 29.9.2020.

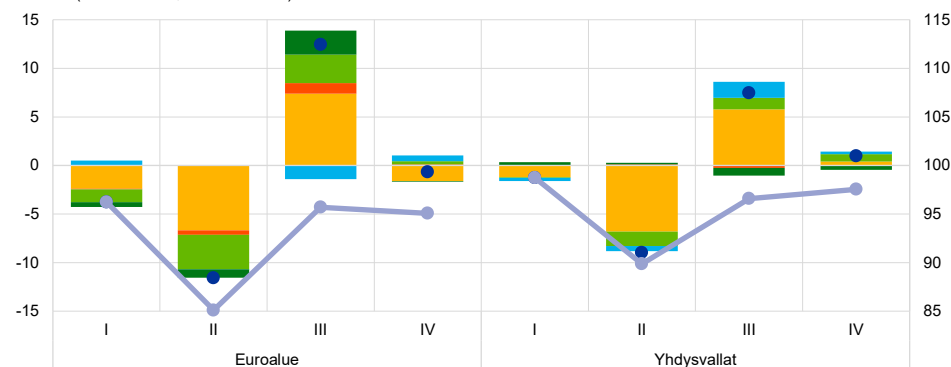
edeltäneestä tasosta oli 4,9 % euroalueella ja 2,4 % Yhdysvalloissa (kuvio B). Molemmilla alueilla vuoden 2019 lukujen perusteella noin kolme neljäsosaa reaalisesta arvonlisäyksestä perustui palvelusektoriin, joka kärsi kriisistä voimakkaasti. Sitä vastoin euroalueella vain 15 % ja Yhdysvalloissa 11 % arvonlisäyksestä syntyi tehdasteollisuudessa. Kysyntäeristä yksityisen kulutuksen vaikutus BKT:n kasvuun vuoden aikana oli kummallakin alueella jokseenkin samansuuruinen, vaikka Yhdysvalloissa tarjottiin tulonsiirtoja lähes kaksinkertainen määrä (kuvio C). Tämä viittaa siihen, että euroalueen pienemmät mutta kohdennetummat politiikat (kuten lyhennetyt työajan järjestelyt) ovat saattaneet olla tehokkaita kulutuksen voimakkaamman supistumisen ehkäisyssä. Vuoden 2020 kahdella ensimmäisellä neljänneksellä yritykset lykkäsivät investointisuunnitelmiaan enemmän euroalueella kuin Yhdysvalloissa; euroalueen yritykset näyttävät olleen herkempiä epävarmuuden kasvulle, kysynnän supistumiselle ja voittojen pienenemiselle. Sitä vastoin investoinnit elpivät kumulatiivisesti voimakkaammin euroalueella vuoden jälkipuoliskolla. Vienti kärsi voimakkaammin euroalueella vuoden 2020 alkupuoliskolla Kiinan ja Itä-Euroopan suuremman painoarvon takia, kun taas Yhdysvallat kärsi enemmän ulkomaisen kysynnän heikkoudesta vuoden alkupuoliskolla Kanadassa ja Latinalaisessa Amerikassa ja sen jälkeen euroalueella (ja muualla Euroopassa). Kaiken kaikkiaan nettoviennin vaikutus BKT:hen oli Yhdysvalloissa pienempi kuin euroalueella.

Kuvio B

BKT ja menoerät euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020

(vasen asteikko: neljännesvuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä; oikea asteikko: IV/2019 = 100)

- BKT (neljännesvuotuinen %-muutos, vasen asteikko)
- Yksityinen kulutus (vasen asteikko)
- Julkinen kulutus (vasen asteikko)
- Investoinnit (vasen asteikko)
- Varastojen muutos (vasen asteikko)
- Nettovienti (vasen asteikko)
- BKT (IV/2019 =100, oikea asteikko)



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

Vuonna 2020 koronakriisiin liittyvä harkinnanvaraiset finanssipoliittiset toimet olivat hyvin merkittäviä sekä euroalueella että Yhdysvalloissa, joskin viimeksi mainitussa interventio oli voimakkaampi (kuvio C). Euroalueella finanssipoliittiset toimet koostuivat pääasiassa tuista ja tulonsiirroista yrityksille ja kotitalouksille, työpaikkojen säilyttämisjärjestelyt mukaan lukien.¹⁶ Kotitalouksille ja yrityksille

¹⁶ Ks. arvio euroalueen maiden tukitoimista Talouskatsauksen 1/2021 artikkelista "The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis".

annettu tuki oli keskeisintä myös Yhdysvaltojen finanssipolitiikassa, ja sitä toteutettiin erityisesti suorina tulonsiirtoina ja työttömyysetuuksina. Julkinen kulutus kasvoi Yhdysvalloissa voimakkaammin kuin euroalueella, ja siihen sisältyi merkittävämpi terveydenhuoltomenojen lisäys. Vaikka tietoja on vaikea vertailla johdonmukaisesti, pandemiaan liittyvien harkinnanvaraisten finanssipoliittisten toimien arvioidaan kaiken kaikkiaan olleen euroalueella noin 4¼ % BKT:stä ja Yhdysvalloissa noin 7¾ %.

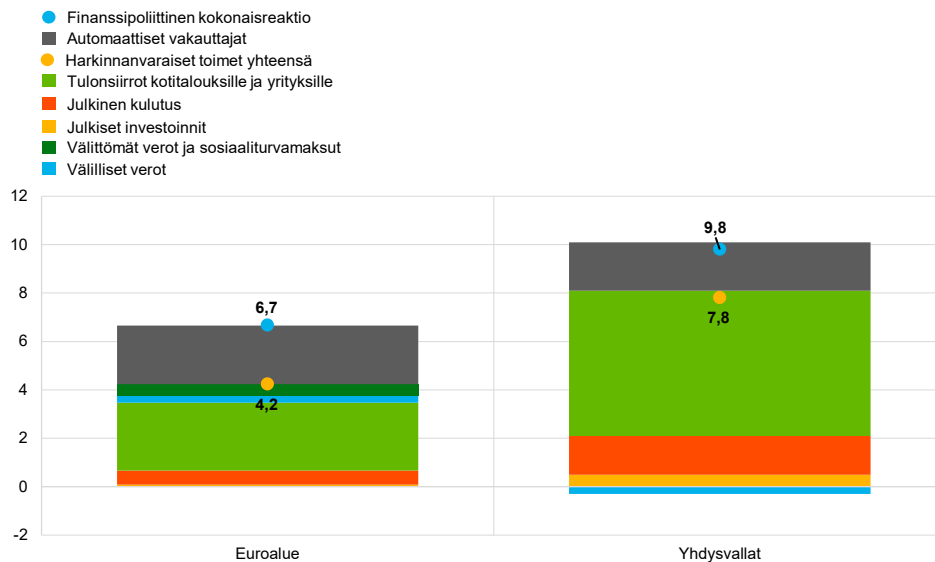
Jos automaattisten vakauttajien vaikutus otetaan huomioon, finanssipoliittinen kokonaisreaktio euroalueella vuonna 2020 nousee lähemmäs Yhdysvaltojen tasoa. Automaattisten vakauttajien – joita kuvataan suhdannekomponentin ja muiden tekijöiden muutoksella – arvioidaan olleen suurempia euroalueella.¹⁷ Yhdessä harkinnanvaraisten toimien kanssa niiden fiskaalinen vaikutus on euroalueella lähes 7 % BKT:stä ja Yhdysvalloissa noin 10 %. Tämä finanssipoliittinen kokonaisreaktio, tai yleisesti ottaen pandemian koko julkistaloudellinen kustannus, vastaa perusjäämän arvioitua muutosta vuodesta 2019 vuoteen 2020. Näihin vertailuihin liittyy kuitenkin epävarmuutta, jota aiheuttavat täysin johdonmukaisten tietojen puute, ennusteen ajankohta ja käytetyt arviointimenetelmät sekä se, että vuoden 2020 toteutuneet talousarviot eivät ole tiedossa.

¹⁷ Automaattisilla vakauttajilla tarkoitetaan valtion tuloihin ja menoihin sisäänrakentuneita tekijöitä, jotka vaimentavat talouskasvun vaihteluja ilman tarvetta ryhtyä harkinnanvaraisiin toimenpiteisiin. Ks. lisätietoja automaattisten vakauttajien koosta ja tehokkuudesta euroalueen eri maissa ja vertailu Yhdysvaltoihin nähden Talouskatsauksen 6/2020 artikkelista "[Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis](#)". Käytännössä automaattisia vakauttajia ja harkinnanvaraisia toimenpiteitä on vaikea erotella täydellisesti. Joidenkin toimenpiteiden voidaan katsoa olevan lähes automaattisia vakauttajia, kun taas jotkut ei-harkinnanvaraiset tekijät (kuten tulojen supistuminen tai odottamattomat kertaluonteiset tulot) eivät yleensä sisälly suhdannekomponenttiin.

Kuvio C

Finanssipoliittinen reaktio pandemiaan euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020

(Vaikutus prosenttiyksikköinä julkisen talouden perusjäämän ja BKT:n suhteen muutokseen)



Lähteet: EKP:n laskelmat, Euroalueen talusnäkyymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2021), Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot harkinnanvaraisista toimenpiteistä euroalueella sekä IMF World Economic Outlook (lokakuu 2020) Yhdysvaltojen osalta.

Huom. Finanssipoliittisella kokonaisreaktiolla tarkoitetaan julkisen talouden rahoitusjäämään vaikuttavia eriä eli koronaviruksen takia toteutettuja harkinnanvaraisia finanssipoliittisia toimia sekä automaattisia vakauttajia (joita kuvataan suhdannekomponentin ja muiden tekijöiden muutoksella). Finanssipoliittinen kokonaisreaktio vastaa jokseenkin julkisen talouden perusjäämän muutosta vuodesta 2019 vuoteen 2020. Euroalueen osalta maiden välisen johdonmukaisuuden takia Saksan ja Belgian työpaikkojen (normaaleja) säilyttämisjärjestelyjä on sisällytetty osittain harkinnanvaraisiin toimiin.

Ylimääräistä likviditeettitukea tarjottiin sekä euroalueella että Yhdysvalloissa.

Valtiot tarjosivat yrityksille likviditeettitukea eri muodoissa; euroalueella se koostui lainatakuista, joihin oli käytettävissä kaikkiaan 17 % jäsenvaltioiden yhteenlasketusta BKT:stä (Yhdysvalloissa 5,7 %).¹⁸ Muut likviditeettitukitoimet euroalueella koostuivat tuntuvista verojen maksuajan pidennyksistä ja oman pääoman sijoituksista.

Rahapolitiikan reaktio oli merkittävä, mutta Yhdysvalloissa voimakkaampi kuin euroalueella. Mitä tulee rahapolitiikkaan, sekä EKP että Yhdysvaltojen keskuspankki Federal Reserve reagoivat voimakkaasti pandemiasokkiin. Federal Funds -ohjauksen lasku 1,50–1,75 prosentista 0–0,25 prosenttiin ja dollarin heikkeneminen antoivat Yhdysvalloissa lisätukea.

Euroalueella työttömyysaste pysyi jokseenkin vakaana työpaikkojen säilyttämisjärjestelyihin kuuluvien työllisten määrän merkittävän kasvun ansiosta, kun taas Yhdysvalloissa työttömyysaste nousi tilapäisten lomautusten määrän myötä (kuvio D).¹⁹ Työllisyys euroalueella olisi heikentynyt paljon voimakkaammin, jos kaikki työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen piiriin kuuluvat työntekijät (palkkien keltainen osa kuviossa D) olisivat joutuneet työttömiksi tai työvoiman ulkopuolelle. Näillä järjestelyillä ehkäistiin työttömyyden kasvua ja työvoiman ulkopuolelle joutumista samassa määrin kuin Yhdysvalloissa. Vuoden 2020 viimeisen neljänneksen loppuun mennessä työllisyys euroalueella oli 1,9 %

¹⁸ Takuiden käyttöaste on koko euroalueen tasolla ollut varsin matala.

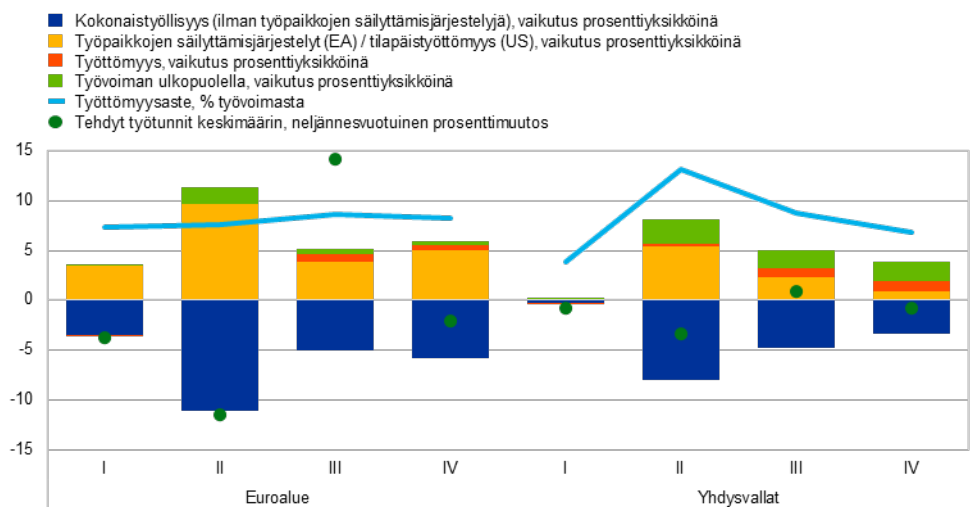
¹⁹ Ks. Talouskatsauksen 8/2020 artikkeli "The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market".

alhaisempi kuin vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä, kun taas Yhdysvalloissa se laski samalla aikavälillä 5,5 %, kun työpaikkojen säilyttämijärjestelyjen käyttö lisääntyi jälleen euroalueella uusien sulkutoimien myötä ja Yhdysvaltojen työllisyyden elpyminen hiipui.²⁰ Työpaikkojen säilyttämijärjestelyihin turvautuminen euroalueella viittaa siihen, että sopeutumista on tapahtunut enemmän keskimääräisten tehtyjen työtuntien kautta.

Kuvio D

Työmarkkinoiden kehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020

(vaikutus prosenttiyksikköinä työikäisen väestön neljännesvuotuisiin prosenttimuutoksiin; prosenttia työvoimasta; neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



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

Huom. Euroalueen osalta palkkien sininen alue ei sisällä työpaikkojen säilytysjärjestelmien piiriin kuuluvia työntekijöitä. Yhdysvaltojen osalta palkkien punainen alue ei sisällä tilapäisesti työttömiä.

Pandemian aikana sekä kokonaisinflaatio että pohjainflaatio hidastuivat voimakkaasti niin euroalueella kuin Yhdysvalloissa öljyn hinnan laskun ja kysynnän merkittävän supistumisen takia.

Yhdysvalloissa pohjainflaatio hidastui nopeammin vuoden alkupuoliskolla ja kiihtyi sen jälkeen maltillisesti; euroalueella se taas hidastui aluksi maltillisesti ja hidastuminen jatkui vuoden jälkipuoliskolla, mikä johtui osittain Saksan tilapäisestä arvonlisäveron alennuksesta (kuvio E). Sekä euroalueella että Yhdysvalloissa pohjainflaation hidastuminen johtui pääasiassa eristä, joihin sosiaalisen kanssakäymisen välttäminen vaikuttaa haitallisesti. Pahimmin kärsineitä eriä olivat matkustamiseen liittyvät ja kuljetuspalvelut sekä vaatteet, jalkineet ja asusteet.²¹ Vaikka muiden tavaroiden vaikutus inflaatioon oli Yhdysvalloissa positiivinen, euroalueella se oli negatiivinen (kuvio E).²² Saksan

²⁰ Ilman tilapäisiä lomautuksia, jotka vastaavat euroalueen työpaikkojen säilyttämijärjestelyjä, Yhdysvaltojen työttömyysaste jää alle 5 prosenttiin vuonna 2020.

²¹ Euroalueella suurin osa matkailun negatiivisesta hintavaikutuksesta johtui kansainvälisestä matkailusta, ks. Talouskatsauksen 1/2021 kehikko "Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?".

²² Inflaatiovauhtien erot saattavat selittyä osittain inflaatiokoriin kuuluvien erien erilaisilla painotuksilla. Painoerot eivät kuitenkaan todennäköisesti selitä kokonaan alueiden poikkeavaa kehitystä pandemian alusta lähtien: esimerkiksi muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen inflaatio (NEIG) on hidastunut Euroopassa (osittain myös Saksan ALV:n alennuksen takia), kun taas ilman vaatteiden hintoja laskettu tuotehintojen inflaatio vaikutti Yhdysvaltojen inflaatiota kiihdyttävästi. Tämän Talouskatsauksen kehikossa 6 käsitellään sitä, miten YKHI-inflaation erien painotusten muutokset vaikuttavat euroalueen inflaatioon vuonna 2021.

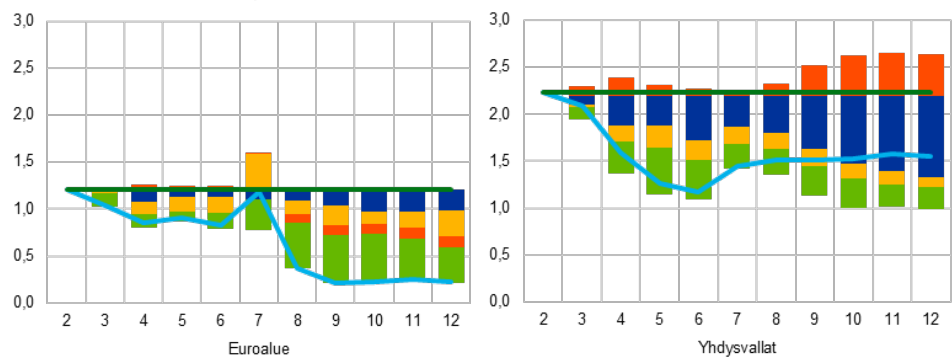
arvonlisäveron alennuksen vaikutuksesta puhdistettuna ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (HICPX) lasku euroalueella vuoden 2020 jälkipuoliskolla olisi ollut lievempi, mutta indeksi olisi edelleen ollut merkittävästi alempana kuin ennen pandemiaa²³.

Kuvio E

Pohjainflaatio euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2020

(vuotuinen prosenttimuutos, kontribuutio prosenttiyksikköinä helmikuuhun 2020 verrattuna)

- EA Muut palvelut (57 %); US Muut palvelut (68 %)
- EA Vaatteet ja jalkineet (8 %); US Asusteet (3 %)
- EA Muut teollisuushyödykkeet pl. energia (NEIG) (29%); US Muut hyödykkeet (22%)
- EA Matkustamiseen liittyvät palvelut (6 %); US Kuljetuspalvelut (7 %)
- EA HICPX; US Core CPI
- EA HICPX helmikuu 2020; US Core CPI helmikuu 2020



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

Huom. Inflaatiokorin erien painot on ilmoitettu sulkeissa. Euroalueen HICPX-inflaatio tarkoittaa YKHLä ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja. Yhdysvaltojen kuluttajahintojen pohjainflaatio (core CPI) lasketaan ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja. Tuorein havainto on joulukuulta 2020.

Yhteenvetona voidaan todeta, että euroalueella toteutetut ankarammat pandemian torjuntatoimet ja jossain määrin vähäisempi finanssipoliittinen tuki Yhdysvaltoihin verrattuna ovat voineet osaltaan vaikuttaa erilaisiin taloudellisiin lopputuloksiin. Euroalueella inflaatio oli vaimeampaa myös erityisten tekijöiden, kuten Saksan arvonlisäveron tilapäisen alennuksen, takia. Euroalueen talouspolitiikka näyttää pyrkineen selkeämmin tukemaan työllisyyttä siinä, missä Yhdysvalloissa tuloja tuettiin laaja-alaisemmin.

²³ Ks. esim. Talouskatsaus 1/2021 kuvio 8.

Euroalueen pääomakanta koronaviruspandemian puhkeamisen jälkeen

Tässä kehikossa selvitetään euroalueen pääomakannan ja siihen vaikuttavien tekijöiden tuoreinta kehitystä. Erityisesti käsitellään investointien sekä kiinteiden varojen arvonalentumisen ja käytöstä poistamisen merkitystä pääomakannan kehitykselle. Lisäksi selvitetään, missä määrin viimeaikainen kehitys muistuttaa maailmanlaajuisen finanssikriisin ja sitä seuranneen euroalueen valtionvelkakriisin aikaista kehitystä.²⁴ Analyysi perustuu ensisijaisesti EKP:n neljännesvuosittaisiin pääomakantaa koskeviin arvioihin, jotka laaditaan rajoitetun optimoinnin mallilla. Mallissa käytetään Eurostatin vuotuisia tietoja (kahden vuoden viiveellä) ja aikasarjojen disaggregoinnin tekniikoita.²⁵ Niinpä etenkin tuoreisiin tietoaineistoihin ja niitä koskevaan analyysiin on syytä suhtautua varauksella, ja niitä saatetaan joutua korjaamaan jatkossa merkittävästikin.

Pääomakanta on keskeinen tekijä tarjontapuolen analyysissa. Pääomakannan muutosten kartoittaminen on siis erityisen tärkeää, kun halutaan arvioida, miten koronaviruspandemia on haitannut potentiaalista kasvua.²⁶ Pääoman määrä työntekijää kohti – eli pääomaintensiteetti – on myös tärkeä tekijä työn tuottavuuden trendin arvioinnissa. Pääomakannan viimeaikaisen kehityksen ymmärtäminen on olennaista, jotta pandemiakriisin keskipitkän ja pitkän aikavälin vaikutuksia tarjontatekijöihin ja potentiaaliseen kasvuun voidaan kartoittaa.

Reaalisen pääomakannan kasvun arvioidaan hidastuneen jonkin verran pandemiakriisin myötä. Euroalueen reaalinen pääomakanta on kasvanut vakaasti vuoden 2017 alusta lähtien. Vuoden 2020 toisella ja kolmannella neljänneksellä kasvu oli 1,0 % (vuositasolla), kun se vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä oli ollut 1,1 % (kuvio A). Pääomakannan suhteellinen vakaus kätkee taakseen mahdolliset vaikutukset, joita kriisillä saattaa olla pääomakannan arvoon. Pandemiakriisin vaikutus kohdistuu talouden sektoreille epäsymmetrisesti, joten tietyillä sektoreilla pääomakannan arvon menetykset saattavat olla huomattavia. Esimerkiksi lentoyhtiöt ovat jo tehneet arvonalentumiskirjauksia joistakin varoista.²⁷ Tällainen varojen arvostuksiin kohdistuva vaikutus ei näy pääomakannan volyymissa ainakaan lyhyellä aikavälillä. Lisäksi kriisin vähäinen vaikutus pääomakantaan

²⁴ Tässä kehikossa tarkastellaan sekä julkista että yksityistä pääomakantaa. Suurin osa euroalueen pääomakannasta ja investoinneista muodostuu kuitenkin yksityisistä varoista (noin 85 % sekä sijoituksista että pääomakannasta).

²⁵ Ks. Z. Hofmeister ja R. van der Helm, "Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area", Statistics Paper -sarja, n:o 23, EKP, toukokuu 2017. Menetelmä perustuu enimmäkseen pääomakantaan liittyvien vuotuisten aikasarjojen disaggregointiin, jossa käytetään neljännesvuosittaista pääoman bruttomuodostusta (Gross Fixed Capital Formation, GFCF) neljännesvuosiprofiiliin indikaattorina. Aikasarjojen disaggregointia sovelletaan vuotuisen pääomakannan ensimmäiseen differenssiin. Näin saatu neljännesvuosittainen pääomakanta (mukaan lukien viimeisimmät ennustetut neljännekset) tasapainotetaan tarpeen mukaan, jotta varojen sektorikohtainen matriisi on tasapainossa. Tapauksissa, joissa pääomakannan vuotuisia tietoja ei ole saatavana kahden vuoden viiveen vuoksi, vuotuiset luvut derivoidaan investointikertymämenetelmällä (Permanent Inventory Method, PIM – ns. pääoman kertymäyhtälö). Viimeisimpien vuosien kertoimet, jotka eivät vielä ole saatavana, ekstrapoloidaan joko viimeaikaisen kehityksen perusteella, käänteisellä investointikertymämenetelmällä tai asiantuntijoiden tietojen perusteella.

²⁶ Ks. Talouskatsauksen 7/2020 artikkeli "The impact of COVID-19 on potential output in the euro area".

²⁷ Ks. "All you need to know about aircraft values in 2021", International Bureau of Aviation, helmikuu 2021.

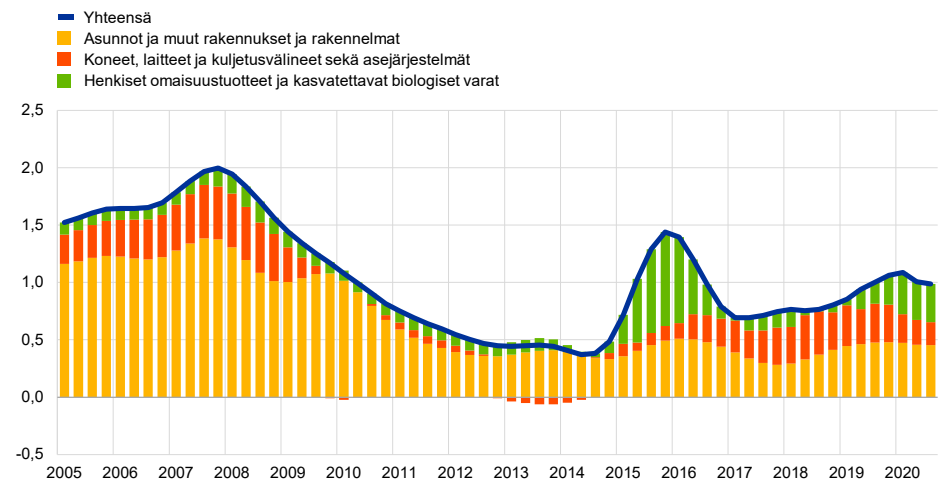
peittää näkyvistä eri omaisuusluokkien välisen vaihtelun. Varojen tason kannalta tarkasteltuna toisalta koneet, laitteet ja kuljetusvälineet ja toisaalta henkiset omaisuustuotteet myötävaikuttivat merkittävästi reaalisen pääomakannan supistumiseen. Sitä vastoin asuntojen ja muiden rakennusten ja rakennelmien vaikutus pääomakannan supistumiseen oli vähäisempi (kuvio A).

Kuvio A

Pääomakannan tähänastinen kasvu on ollut vakaata

Omaisuusluokkien vaikutus reaalisen pääomakannan kasvuun

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP:n laskelmat Eurostatin tietojen pohjalta.

Kokonaisuudessaan reaalisen pääomakannan kasvu on pysynyt suhteellisen vakaana pandemian puhkeamisen jälkeen. Vuoden 2020 ensimmäisten neljänneksen tapahtumien rinnastaminen siihen, mitä tapahtui vuosien 2008 ja 2011 kriisien aikana, on varsin haastava tehtävä. Pandemiakriisi ei ole vielä ohi, ja luonteeltaan se poikkeaa maailmanlaajuisesta finanssikriisistä ja valtionvelkakriisistä, jotka kumpikin saivat alkunsa rahoitussektorin häiriöistä. Pandemia koettelee aiempia kriisejä raskaammin nimenomaan palvelualoja, ja sen vaikutus on vähemmän vakava pääomaintensiivisemmällä sektoreilla, kuten teollisuudessa. Maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen pääomakannan kasvu hidastui asteittain yli 1,5 prosentin vuositason keskiarvosta ennen vuotta 2008 noin 0,4 prosenttiin vuosina 2011–2014 (kuvio A). Pääomakannan uusi kasvu alkoi vasta vuoden 2014 alusta koneiden, laitteiden ja kuljetusvälineiden sekä henkisten omaisuustuotteiden elpymisen myötä. Pandemiakriisin vaikutus keskipitkän/pitkän aikavälin kehitykseen ei kuitenkaan ole vielä nähtävissä. Tällä hetkellä pääomakannan kasvu koneiden, laitteiden ja kuljetusvälineiden luokassa on kärsinyt pandemiakriisistä vakavasti, samaan tapaan kuin vuosina 2008 ja 2011 (kuvio B). Sitä vastoin investoinnit asuntojen ja muiden rakennusten ja rakennelmien luokassa ovat toistaiseksi pysyneet vakaina – samassa määrin kuin vuosina 2008 ja 2011. Tältä osin vuoden 2008 kriisistä aiheutui kuitenkin pitkäaikaisia haittavaikutuksia. Henkisten omaisuustuotteiden luokassa vertailua maailmanlaajuiseen finanssikriisiin vaikeuttavat monikansallisten yritysten joissakin maissa toteuttamat myyntituottojen

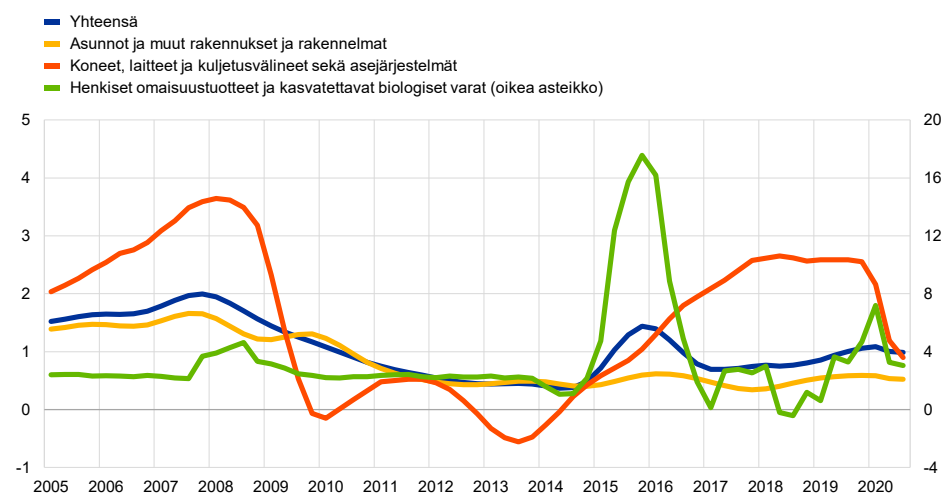
ja aineettomien hyödykkeiden rajat ylittävät siirrot viime vuosina.²⁸ Nyt kun pandemiakriisistä on havaintoja kolmelta neljännekseltä, voidaan todeta, että henkisten omaisuustuotteiden luokassa pääomakannan kasvu on hidastunut enemmän kuin vuosina 2008 ja 2011, joskin myös lähtötaso oli korkeampi (kuvio B).

Kuvio B

Pääomakannan kokonaiskasvu ja kasvun vaihtelu eri omaisuusluokissa

Reaalisen pääomakannan kasvu omaisuusluokittain

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP:n laskelmat Eurostatin tietojen pohjalta.

Pääomakannan kasvun lievä hidastuminen johtuu todennäköisesti vähäisemmistä investoinneista, joiden vaikutusta osittain tasoittaa arvonalentumisten jonkinasteinen väheneminen.²⁹ Kiinteän pääoman

bruttomuodostus väheni euroalueella vuoden 2020 ensimmäisellä puoliskolla, mikä vaikutti pääomakantaan negatiivisesti. Alustavien, vielä vahvistamattomien tietojen perusteella vaikuttaa siltä, että kulumisasteen lasku puolestaan tuki pääomakannan kehitystä.

Pandemiakriisin negatiivinen vaikutus euroalueen pääomakantaan ilmeni pääasiassa investointien vähenemisellä.

Kasvua tukevista rahoitusoloista huolimatta suuri epävarmuus vaikuttaa haitallisesti investointipäätöksiin, erityisesti liiketoimintainvestointeja koskeviin päätöksiin, ja kotimaisen kysynnän lasku ja yritysten katteiden supistuminen vähentävät investointeihin käytettävien varojen määrää. Niinpä kiinteän pääoman bruttomuodostus (vuositasolla) väheni 20 % vuoden 2020 toisella neljänneksellä ja 4,3 % sen kolmannella neljänneksellä.

²⁸ Viime vuosina monet suuret monikansalliset yritykset ovat siirtäneet liiketoimintojaan, erityisesti henkisiä omaisuustuotteitaan, Irlantiin. Tämän seurauksena aineettoman omaisuuden pohjalta syntynyt liikevaihto (tuotanto) vaikutti vahvasti Irlannin investointeihin ja pääomakantaan. Ks. M. Khder ja J. Montomès, "The impact of multinationals' transfers on Irish GDP", Eco Notepad, nro 202, Ranskan keskuspankki, helmikuu 2021.

²⁹ Nettopääomakannan estimaatit perustuvat yleensä investointikertymämenetelmään. Sitä voidaan approksimoida pääomien kertymäyhtälöllä, jossa nettopääomakanta (NCS_t) linkitetään investointeihin ($GFCF_t$), käytöstä poistoon ja kulumisasteeseen (δ_t) sekä uudelleenarvostukseen (β_t): $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF_t$. Yksinkertaisuuden vuoksi tässä kehikossa niin sanottu kulumisaste sisältää sekä käytöstä poistetut käyttöomaisuuserät että kiinteän pääoman kulumisen, jolla huomioidaan tuotantoon vaaditun pääoman kulumisen.

Pandemia on rajoittanut investointeja jyrkästi, kun taas maailmanlaajuisen finanssikriisin aikana niiden supistuminen oli hitaampaa ja loivempaa (kuvio C, osa a).

Vaikka investointien kasvu oli vuoden 2020 alkupuoliskolla ennätysellisen hidasta, se ei kuitenkaan ole hidastunut niin paljon kuin oli odotettavissa.

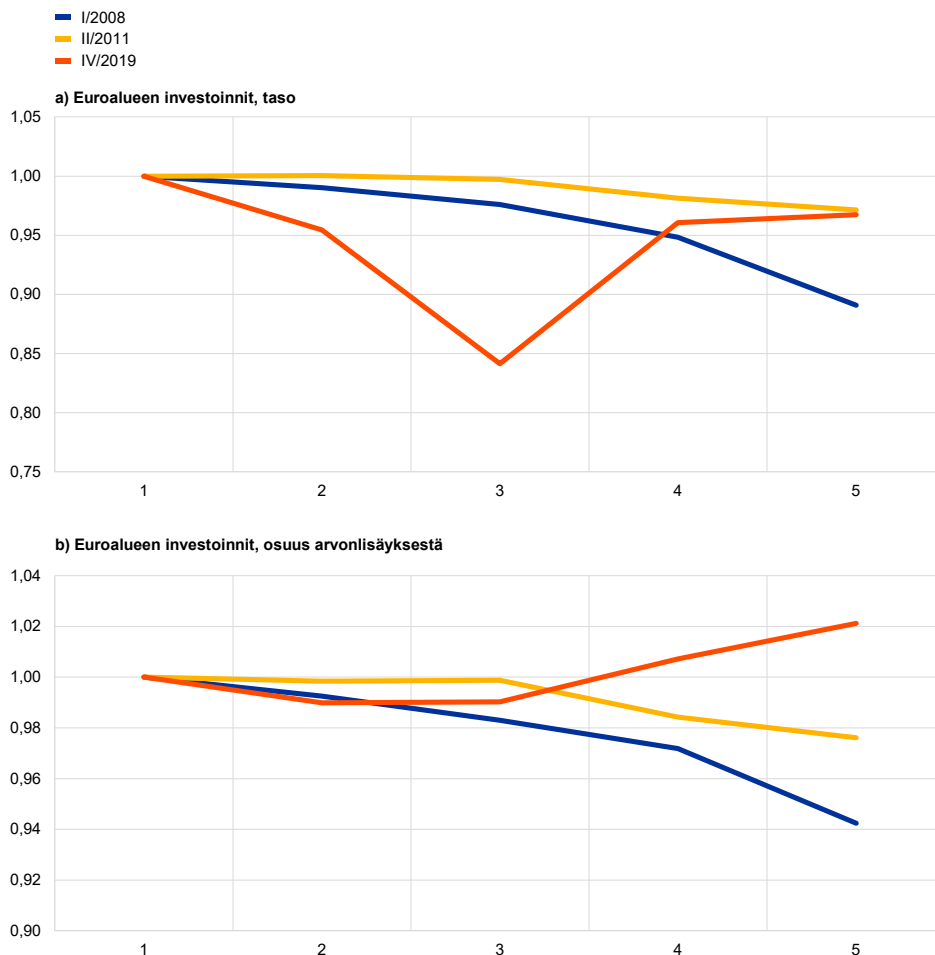
Investointien muutosten suuruusluokka on tyypillisesti arvonlisäystä suurempi. Tätä ilmiötä kutsutaan yleisesti kiihdytysvaikutukseksi ("accelerator effect"), mutta pandemiakriisin aikana sen vaikutusta ei ollut nähtävissä. Vuonna 2020 investointien muutosten suuruusluokka euroalueen suurimmissa maissa oli arvonlisäyksen luokkaa (kuvio C, osa b).³⁰ Kiinteän pääoman bruttomuodostuksessa havaittua häiriönsietokykyä voidaan selittää monin tavoin. Yritysten taseet ovat pandemian alkaessa olleet vakaalla pohjalla, ja luotonantokanava yrityksille on pysynyt auki. Sulkutoimet ja etätyö ovat myös todennäköisesti lisänneet digitaaliseen teknologiaan tehtävien investointien tarvetta. Lisäksi toimitusketjujen uudelleenjärjestelyn tarve on saattanut luoda uusia investointimahdollisuuksia. Kaikki nämä tekijät ovat vaikuttaneet siihen, että pääomakannan kasvu on jatkunut kriisistä huolimatta.

³⁰ Ks. "Economic outlook - February 2021", Institut national de la statistique et des études économiques, Pariisi, s. 30-31.

Kuvio C

Euroalueen investointien väheneminen: vertailu aiempiin taantumiin

(x-akseli: vuosineljänneksiä; y-akseli: prosenttiyksiköitä)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään kiinteän pääoman bruttomuodostuksen kehitys kunkin taantumien aikana. Arvo 1 tarkoittaa ensimmäistä neljännestä ennen taantumaa. Taantumaa edeltänyt neljännes on nimetty selitteessä. Irlanti on jätetty pois otoksesta maan investointeihin viime vuosina vaikuttaneen suuren volatiliiteetin vuoksi.

Kulumisasteen lasku tasoitti jossain määrin investointien vähenemisen vaikutusta pääomakantaan.

Teoriassa koronaviruspandemia olisi voinut vaikuttaa eri tavalla pääoman käytöstä poistamiseen ja arvonalentumisiin. Toisaalta yritysten likvidaatiomenettelyt saattavat johtaa joidenkin investointihyödykkeiden käytöstä poistamiseen ennen niiden taloudellisen käyttöiän päättymistä. Toisaalta taas käytössä olevien hyödykkeiden elinkaari saattaa vähemmän intensiivisen käytön ansiosta pidentyä, esimerkiksi jos ne ovat sulkuilman aikana poissa käytöstä. On myös esitetty, että pääoman arvonalentuminen saattaa olla myötäsyklisiä ja liittyä pääomakannan tiheämpään ylläpitoon taantumien aikana.³¹ Vuoden 2020 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana havaittiin merkkejä siitä, että pääoman vähäisemmän kulumisen vaikutus korostui, mikä johti siihen, että pääomakannan arvonalentumiset vähenivät. Pääomakantaa ja investointeja koskevista

³¹ A. Albonico, E. Pappa ja K. Sarantis, "Capital maintenance and depreciation over the business cycle", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 39, nro C, Elsevier, 2014, s. 273-286.

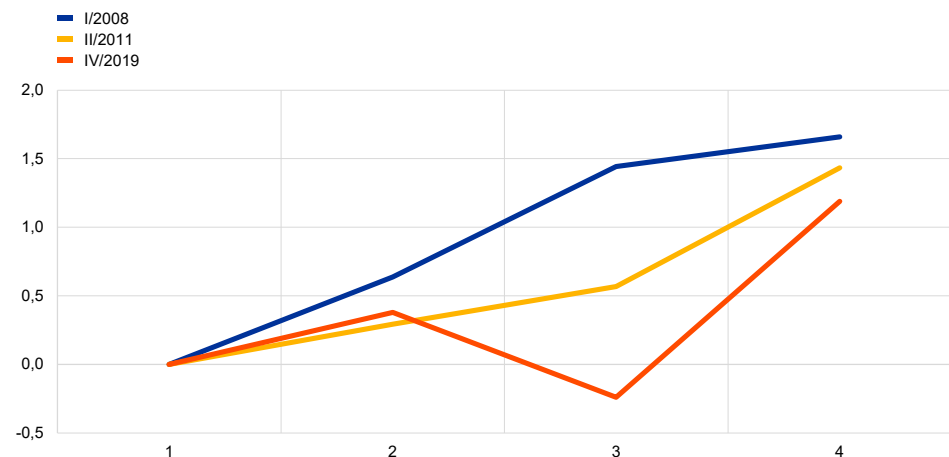
tietoaineistoista voidaan määrittää kulumisaste, joka euroalueella ja sen suurimmissa maissa vaikuttaa laskeneen vuoden 2020 ensimmäisillä neljänneksillä, joskin tähän havaintoon liittyy jonkin verran epävarmuutta. Lisäksi kiinteän pääoman kulutus, johon ei kuitenkaan sisälly pääoman käytöstä poistaminen³², on hidastunut vuoden 2020 aikana (kuvio D), mikä kuvastaa tuotantokapasiteetin vähäisempää käyttöä ja kulumista. Pandemiakriisin vuoksi toteutetut tukitoimet, kuten lainatakaukset ja lyhennetyn työajan järjestelyihin liittyvä osittainen palkkatuki, on todennäköisesti suojannut yrityksiä likvidaatiomenettelyiltä ja estänyt pääoman poistamista käytöstä. Näin ollen näyttää siltä, että kulumisasteen lasku on ainakin tilapäisesti tukenut pääomakannan kehitystä.

Kuvio D

Kiinteän pääoman kulumisen väheneminen: vertailu aiempiin taantumiin

Kiinteän pääoman kulumisen arvonlisäyksen yksikköä kohden euroalueen suurimmissa maissa

(x-akseli: vuosineljänneksiä; y-akseli: prosenttiyksikköä)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään kiinteän pääoman kulumisen kumuloituvat muutokset arvonlisäyksen yksikköä kohden. Arvo 1 tarkoittaa ensimmäistä neljänneistä ennen taantumaa. Taantumaa edeltänyt neljännes on nimetty selitteessä. Joidenkin aikasarjojen vaihtelevuuden vuoksi tai joidenkin maiden tietojen puuttumisen vuoksi kuviossa esitetään Saksassa, Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa havaittu yleinen muutos.

On erittäin epävarmaa, miten pandemiakriisi pitkällä aikavälillä vaikuttaa pääomakantaan erityisesti suuria rakenteellisia muutoksia ajatellen.

Pääomakantaa koskevien virallisten tilastojen kahden vuoden viiveen vuoksi viimeaikaisten ja meneillään olevien muutosten arviointi on vaikeaa. Toisaalta ei voida sulkea pois sitä mahdollisuutta, että pandemiasta on voinut aiheutua pääomakannalle pitkäkestoista haittaa. Kohdennettujen tukitoimien päättyminen saattaa lisätä yritysten konkurssseja ja pääoman poistamista käytöstä sekä vähentää investointien kasvua. Toisaalta taas pandemia saattaa laukaista tai nopeuttaa talouden rakennemuutosta. Esimerkiksi Next Generation EU -ohjelma saattaa entisestään tukea kansallisia investointipyrkimyksiä. Myös muilla pitkäaikaisilla tekijöillä saattaa olla suuri vaikutus pääomakantaan. Esimerkiksi ilmastonmuutoksen odotetaan aiheuttavan pääomakannan uudistumista. Euroopan investointipankin vuotuisessa yritysten kyselytutkimuksessa todettiin, että kaksi kolmesta EU:ssa

³² Euroalueella kiinteän pääoman kulumisen kattaa keskimäärin puolet pääoman arvonalentumisesta, ja toinen puoli muodostuu pääoman käytöstä poistamisesta.

toimivasta yrityksestä on tehnyt tai suunnittelee tekevänsä investointeja sääntömuutosten vaikutusten lieventämiseksi ja hiilidioksidipäästöjen vähentämiseksi.³³

³³ Ks. "EIB Group survey on investment and investment finance 2020", Euroopan investointipankki, 1.12.2020.

3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 4.11.2020–26.1.2021

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä vuoden 2020 seitsemännellä ja kahdeksannella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 4.11.2020 ja päättyi 26.1.2021. EKP:n neuvosto päätti 10.12.2020 mitoittaa uudelleen rahapoliittisia välineitä. Pandemiaan liittyvää osto-ohjelmaa (PEPP) päätettiin laajentaa 500 miljardilla eurolla yhteensä 1 850 miljardiin euroon, ja ostoja päätettiin jatkaa ainakin maaliskuun 2022 loppuun saakka. Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) kolmannessa sarjassa päätettiin toteuttaa kolme uutta operaatiota, ja ajanjaksoa, jonka aikana sovelletaan huomattavasti suotuisampia ehtoja, päätettiin pidentää kahdellatoista kuukaudella eli kesäkuuhun 2022 saakka. Tarkempi katsaus toimista on [Talouskatsauksen numerossa 8/2020](#).

Keskuspankin jakaman likviditeetin määrä pankkisektorilla kasvoi tarkastelujaksolla edelleen. Se johtui pääosin omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa toteutetuista ostoista sekä kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan kuudennen operaation (TLTRO III.6) selvityksestä sekä riippumattomien tekijöiden likviditeettiä vähentävän nettovaikutuksen maltillisesta supistumisesta.

3.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni tarkastelujakson aikana 18,2 miljardia euroa ja oli 2 026,3 miljardia euroa. Likviditeettitarpeen väheneminen edelliseen tarkastelujaksoon eli vuoden 2020 viidenteen ja kuudenteen pitoajanjaksoon nähden johtui riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen vähenemisestä 20,1 miljardilla eurolla 1 881,5 miljardiin euroon. Tämä väheneminen vaikutti enemmän kuin vähimmäisvarantovelvoitteiden maltillinen kasvu 1,8 miljardilla eurolla 144,8 miljardiin euroon (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”).

Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen väheneminen puolestaan johtui ennen kaikkea valtioiden talletusten vähenemisestä, mikä merkitsi maaliskuusta 2020 jatkuneen valtioiden talletusten kasvusuuntauksen osittaista kääntymistä. Valtioiden talletukset vähenivät 141,1 miljardia euroa (eli 19 %) ja olivat 588,7 miljardia euroa. Vaikka valtioiden talletukset vähenivätkin syyskuun 2020 huippulukemista, ne ovat edelleen yli kaksi kertaa suuremmat kuin edellisten vuosien (2020, 2019 ja 2018) vastaavan jakson (4.11.–26.1.) keskiarvo, joka on 213,1 miljardia euroa. Valtioiden talletusten poikkeuksellisen nopea kasvu vuoden 2020 maaliskuun ja syyskuun välisenä aikana johtui todennäköisesti euroalueen valtioiden kassanhallinnan muutoksesta pandemiakriisin vuoksi. Vaikka tarkastelujakson aikana havaittu valtioiden talletusten väheneminen saattaakin merkitä alkavaa normalisoitumiskehitystä, sen etenemiseen vaikuttaa todennäköisesti se, miten pandemiatilanne kehittyi. Osittain valtioiden talletusten

vähennemistä kompensoi liikkeessä olevien setelien määrän kasvu (31,8 miljardista eurosta 1 416,7 miljardiin euroon) ja muiden riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvu (32,0 miljardista eurosta 915,7 miljardiin euroon). Yhteensä likviditeettiä vähentävien tekijöiden vaikutus väheni 77,4 miljardia euroa ja oli 2 921,0 miljardia euroa. Sitä tasoitti jonkin verran riippumattomien tekijöiden likviditeettiä lisäävän vaikutuksen supistuminen 57,2 miljardilla eurolla 1 039,8 miljardiin euroon, mikä johtui euromääräisten nettosaamisten vähenemisestä. Kaiken kaikkiaan riippumattomien tekijöiden likviditeettiä vähentävä nettovaikutus supistui 20,1 miljardia euroa ja oli 1 881,5 miljardia euroa. Taulukossa A esitetään yhteenveto edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä ja niiden muutoksista.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 4.11.2020–26.1.2021						Edellinen tarkastelujakso: 22.7.2020– 3.11.2020	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso: 4.11.–15.12.2020		Kahdeksas pitoajanjakso 16.12.2020– 26.1.2021		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	2 921,0	(-77,4)	2 966,1	(-56,7)	2 875,8	(-90,3)	2 998,3	(+149,0)
Liikkeessä olevat setelit	1 416,7	(+31,8)	1 403,9	(+14,8)	1 429,4	(+25,5)	1 384,9	(+27,3)
Valtioiden talletukset	588,7	(-141,1)	647,0	(-101,9)	530,3	(-116,7)	729,7	(+146,7)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus)1)	915,7	(+32,0)	915,2	(+30,4)	916,1	(+1,0)	883,7	(-25,1)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkilitalletukset	2 850,3	(+287,6)	2 816,7	(+163,3)	2 883,9	(+67,2)	2 562,7	(+529,6)
Vähimmäisvarantovelvoitteet2	144,8	(+1,8)	144,0	(+0,4)	145,5	(+1,5)	142,9	(+2,6)
Talletusmahdollisuus	561,2	(+125,8)	535,4	(+74,7)	586,9	(+51,5)	435,4	(+104,8)
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: 4.11.2020–26.1.2021						Edellinen tarkastelujakso: 22.7.2020–3.11.2020	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso: 4.11.–15.12.2020		Kahdeksas pitoajanjakso 16.12.2020– 26.1.2021		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	1 039,8	(-57,2)	1 092,9	(-3,1)	986,7	(-106,2)	1 097,0	(+41,6)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	856,8	(-8,4)	865,1	(+0,7)	848,6	(-16,5)	865,2	(-42,1)
Euromääräiset nettosaamiset	183,0	(-48,8)	227,8	(-3,8)	138,1	(-89,7)	231,8	(+83,7)
Rahapoliittiset välineet	5 437,7	(+395,1)	5 369,6	(+184,7)	5 505,8	(+136,2)	5 042,6	(+744,3)
Avomarkkinaoperaatiot	5 437,7	(+395,1)	5 369,6	(+184,7)	5 505,8	(+136,2)	5 042,6	(+744,3)
Huutokauppaoperaatiot	1 773,9	(+125,9)	1 754,9	(+45,8)	1 792,9	(+38,0)	1 648,0	(+435,5)
Perusrahoitusoperaatiot	0,4	(-0,9)	0,5	(-0,8)	0,3	(-0,2)	1,3	(+0,7)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	0,9	(-0,7)	0,9	(-0,3)	0,9	(-0,0)	1,6	(-0,6)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	22,5	(-17,9)	29,3	(-4,7)	15,7	(-13,6)	40,4	(-242,4)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	1 724,2	(+141,5)	1 699,0	(+49,8)	1 749,4	(+50,4)	1 582,7	(+890,8)
Ylimääräiset pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-228,6)
Pandemiaan liittyvät kohdentamattomat pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	25,9	(+3,9)	25,3	(+1,8)	26,6	(+1,3)	22,1	(+15,7)
Suorat arvopaperisijoitukset	3 663,8	(+269,2)	3 614,7	(+138,9)	3 712,9	(+98,2)	3 394,6	(+308,8)
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,2)
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,7	(-0,0)	2,8	(-0,1)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	287,3	(+1,5)	286,8	(-0,0)	287,8	(+1,0)	285,8	(+3,5)
Velkapaperiohjelma	28,6	(-4,5)	28,6	(-3,4)	28,6	(+0,0)	33,1	(-3,6)
Omaisuuksivakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	29,7	(+0,1)	29,9	(+0,6)	29,6	(-0,3)	29,6	(-1,2)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	2 337,1	(+53,9)	2 329,0	(+29,0)	2 345,2	(+16,2)	2 283,2	(+53,1)
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	249,9	(+17,6)	247,9	(+9,7)	252,0	(+4,1)	232,3	(+15,3)
Pandemiaan liittyvä väliaikainen osto-ohjelma	727,9	(+200,6)	689,4	(+103,0)	766,5	(+77,1)	527,3	(+242,0)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Lähde: EKP.

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

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 4.11.2020–26.1.2021						Edellinen tarkastelujakso: 22.7.2020–3.11.2020	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso: 4.11.–15.12.2020		Kahdeksas pitoajanjakso 16.12.2020–26.1.2021		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä ¹	2 026,3	(-18,2)	2 017,5	(-53,2)	2 035,0	(+17,5)	2 044,5	(+109,8)
Riippumattomat tekijät ²	1 881,5	(-20,1)	1 873,5	(-53,6)	1 889,5	(+16,0)	1 901,6	(+107,3)
Ylimääräinen likviditeetti ³	3 411,4	(+413,4)	3 352,1	(+238,0)	3 470,8	(+118,7)	2 998,0	(+634,5)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

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

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

Korkokehitys

(keskikorko; prosenttia)

	Nykyinen tarkastelujakso: 4.11.2020–26.1.2021						Edellinen tarkastelujakso: 22.7.2020–3.11.2020	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso: 4.11.–15.12.2020		Kahdeksas pitoajanjakso 16.12.2020–26.1.2021		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA1)	-0,475	(-0,01)	-0,471	(-0,00)	-0,478	(-0,01)	-0,468	(-0,01)
€STR-korko	-0,559	(-0,01)	-0,556	(+0,00)	-0,562	(-0,01)	-0,553	(-0,01)

Lähde: EKP.

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

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

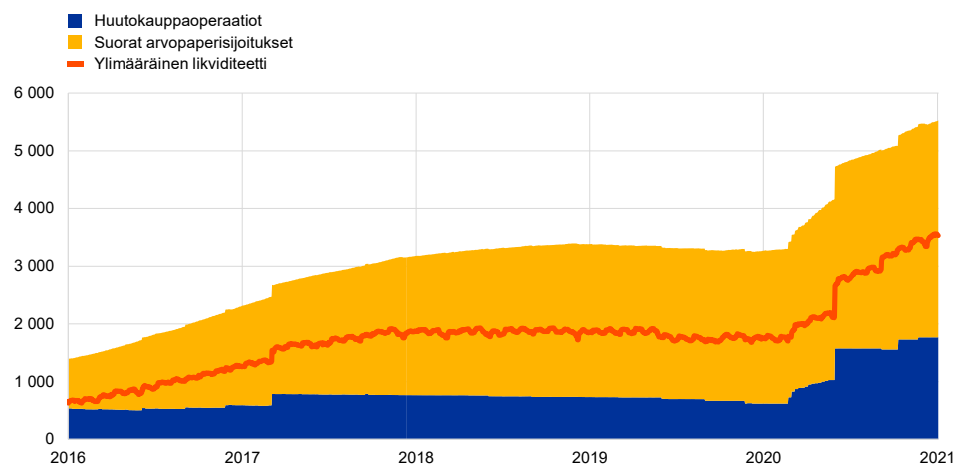
3.2 Likviditeetin tarjonta rahapoliittisissa operaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 395,1 miljardia euroa ja oli 5 437,7 miljardia euroa (ks. kuvio A). Noin 68 % likviditeetin lisäyksestä tuli omaisuuserien osto-ohjelmissa ja ennen kaikkea pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyistä netto-ostoista. Loput 32 % tuli luotto-operaatioista, ennen kaikkea joulukuussa toteutetusta TLTRO III.6 -operaatiosta.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat tiedot 26.1.2021.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi tarkastelujaksolla 125,9 miljardia euroa, mikä pääosin johtui kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan kuudennesta operaatiosta.

TLTRO III -operaation kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 141,5 miljardia euroa, mutta sen vaikutusta vähensivät jonkin verran TLTRO II -operaatioiden toisessa sarjassa erääntyneet lainat sekä niiden vapaaehtoiset takaisinmaksut, joiden taustalla oli vastapuolten siirtyminen taloudellisesti houkuttelevampaan TLTRO III -operaatioon. Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden toisessa sarjassa erääntyneiden lainojen ja niiden vapaaehtoisten takaisinmaksujen määrä oli pitoajanjaksolla keskimäärin 17,9 miljardia euroa. Pandemiaan liittyvissä kohdentamattomissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (PELTRO) jaetun likviditeetin lisäys oli 3,9 miljardia euroa. Perusrahoitusoperaatioiden ja kolmen kuukauden pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden vaikutus jäi vähäiseksi. Niissä jaettu keskimääräinen likviditeetti väheni yhteensä 1,6 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden ja oli 1,3 miljardia euroa.

Samanaikaisesti eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 269,2 miljardia euroa ja oli 3 663,8 miljardia euroa.

Tämä johtui netto-ostojen jatkumisesta omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa. Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyt keskimääräiset ostot olivat 727,9 miljardia, mikä merkitsi 200,6 miljardin euron kasvua edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Kaikista osto-ohjelmista ostojen volyyymi kasvoi eniten pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa. Seuraavaksi eniten ostojen volyyymi kasvoi julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa (volyyymi 2 337,1 miljardia euroa ja keskimääräinen kasvu 53,9 miljardia euroa) sekä yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa (volyyymi 249,9 miljardia euroa ja keskimääräinen kasvu 17,6 miljardia euroa).

3.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 413,4 miljardia euroa eli 3 411,4 miljardiin euroon (ks. kuvio A). Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät päivittäiset sekkilitalletukset kasvoivat 287,6 miljardilla eurolla keskimäärin 2 850,3 miljardiin euroon, kun taas talletusmahdollisuuden keskimääräinen päivittäinen käyttö kasvoi 125,8 miljardilla eurolla 561,2 miljardiin euroon. Sekkitileillä olevat varannot tiettyyn enimmäismäärään asti on vapautettu talletusmahdollisuuden tileihin sovellettavasta negatiivisesta talletuskorosta. Tämä tarjoaa pankeille taloudellisen kannustimen tehdä talletuksia sekkitileille tiettyyn enimmäismäärään asti. Enimmäismäärän ylittäviä varoja pidetään usein talletusmahdollisuuden tilillä toiminnan helpottamiseksi ja/tai sääntelyyn liittyvistä syistä.

3.4 Korkokehitys

€STR-korko pysyi tällä tarkastelujaksolla käytännössä muuttumattomana edelliseen tarkastelujaksoon nähden. €STR-korko oli tarkastelujakson aikana keskimäärin -0,559 prosenttia, kun se edellisellä tarkastelujaksolla oli keskimäärin -0,553 prosenttia. Eoniakoron laskentamenetelmää muutettiin 2.10.2019 siten, että eonia on €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä. Niinpä se mukailee €STR-korkoa. EKP:n ohjauskorot eli talletusmahdollisuuden, perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusluoton korot pysyivät tarkastelujakson aikana ennallaan.

4 Rajoitustoimien vaikutus eri sektoreihin ja maihin koronaviruspandemian aikana

Koronavirus (covid-19) -pandemian hillitsemiseksi toteutetuilla rajoitustoimenpiteillä oli vaihtelevia vaikutuksia talouskasvuun eri sektoreilla ja euroalueen eri maissa vuonna 2020.

Julkisten tapahtumien kiellot, ankarat sulkutoimet ja monenlaiseen toimintaan liittyvät rajoitukset keväällä 2020 vaikuttivat dramaattisella tavalla talouteen, ja euroalueen BKT supistui 15 % vuoden alkupuoliskolla. Sen jälkeen niin viranomaiset, kotitaloudet kuin yrityksetkin ovat oppineet, miten toimia kohdennettujen rajoitustoimien kanssa rajoitusten taloudellisen vaikutuksen helpottamiseksi. Pandemian kehitykseen, rajoitustoimiin ja niiden taloudellisiin vaikutuksiin liittyy kuitenkin yhä merkittävä epävarmuutta. Tätä taustaa vasten tässä kehikossa tarkastellaan koronarajoitusten erilaisia taloudellisia vaikutuksia eri sektoreilla ja euroalueen viidessä suurimmassa maassa sekä sitä, miten nämä vaikutukset ovat muuttuneet ajassa.³⁴

Eniten sosiaalista kannsakäymistä edellyttävä toiminta kärsi voimakkaimmin kaikissa analysoiduissa euroalueen maissa.

Kunkin maan taloudelliset rakenteet (toimialakoostumus ja avoimuuden taso), rajoitustoimenpiteet (paikallishallinnolliset ja eri sektoreihin kohdistuvat) sekä talouspoliittiset toimet ja institutionaaliset piirteet osaltaan johtivat siihen, että havaituissa taloudellisissa menetyksissä oli vuonna 2020 merkittävää vaihtelua maiden välillä (ks. kuvio A).³⁵ Koko euroalueeseen verrattuna Saksan ja Alankomaiden taloudelliset kokonaismenetykset jäivät pienemmiksi, koska vapaa-ajan palvelut muodostavat pienemmän osuuden Saksan kokonaisbruttoarvonlisäyksestä (20 % vuonna 2019 verrattuna euroalueen 22,5 prosenttiin keskiarvoon) ja koska molemmissa maissa niihin kohdistunut vaikutus oli keskimääräistä pienempi.³⁶ Talous supistui voimakkaammin Espanjassa ja Italiassa, kun taas Ranskassa muutos oli suunnilleen euroalueen keskiarvon tasoinen. Vaikka Italian verrattain suuret menetykset johtuivat osittain myös ulkomaisen kysynnän kehityksestä, rajoitustoimien välitön haittavaikutus oli suunnilleen verrattavissa euroalueen keskiarvoon (kuten jäljempänä osoitetaan).

³⁴ Analysoidut sektorit kattavat koko talouden: maatalous (NACE Rev.2 -luokitus: A); muu teollisuus (B, D ja E); tehdasteollisuus (C); rakentaminen (F); kauppa, kuljetus, majoitus- ja ravitsemistoiminta (G, H ja I); informaatio ja viestintä (J); rahoitus- ja vakuutustoiminta (K); kiinteistöalan toiminta (L); ammatillinen ja tekninen toiminta (M ja N); julkinen hallinto (O, P ja Q) sekä taiteet ja viihde (R, S, T ja U).

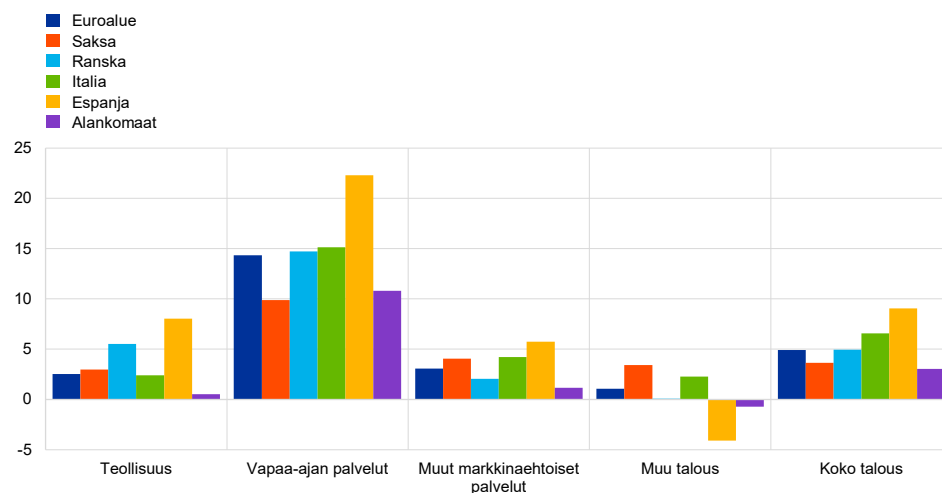
³⁵ Ks. yleiskuvaus harkinnanvaraisten finanssipoliittisten koronatoimenpiteiden vaikutusten vaihtelusta maiden välillä Talouskatsauksen 1/2021 artikkeli "[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)". Institutionaalisten piirteiden vaikutusta rajoitustoimenpiteiden tehokkuuteen eri maissa on puolestaan analysoitu artikkelissa "Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic", OECD, ei vielä ilmestynyt.

³⁶ Saksan ja Alankomaiden vapaa-ajan palveluissa havaitut pienemmän taloudelliset menetykset johtuvat muun muassa siitä, että kansainvälisen turismin häiriöiden negatiivinen vaikutus näihin maihin oli pienempi kuin muissa suurissa euroalueen maissa. Ks. Talouskatsauksen 8/2020 kehikko "[Turismialan kehitys koronapandemian aikana](#)" sekä Talouskatsauksen 4/2020 kehikko "Koronavirukseen liittyvien sulkutoimien vaikutus matkapalvelujen kauppaan".

Kuvio A

Taloudelliset menetykset sektoreittain euroalueen viidessä suurimmassa maassa

(Bruttoarvonlisäyksen väheneminen vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä prosentteina vuotta aiemmasta)



Lähteet: Eurostat, T. Hale ym. (ks. alaviite 4), eurojärjestelmän ja EKP:n laskelmat.

Huom. Teollisuus käsittää NACE Rev.2 -luokituksen mukaiset sektorit B, C, D, E ja F; vapaa-ajan palvelut käsittää sektorit G, H, I, R, S, T ja U; muut markkinaehtoiset palvelut käsittää sektorit J, K, L, M ja N; muu talous käsittää loput sektorit: A, O, P ja Q; Koko talous tarkoittaa BKT:n määrää.

Sovellamme rajoitustoimien välittömien vaikutusten kvantifioimiseen poikkitoimialaista vektoriautoregressiomallia (VAR). Euroalueen sektorikohtaisiin tietoihin ja viiden suurimman jäsenvaltion tietoihin sovelletaan formaalia ekonometristä mallia. Ekonometrisessä kehikossa tarkastellaan sektorikohtaista tuotantoa reaalisella bruttoarvonlisäyksellä mitattuna ja kansallisten rajoitustoimien ankaruutta, jota kuvataan maittain vertailukelpoisella muuttujalla: Oxford Stringency Index (OSI).³⁷ Euroalueen maiden tuotantoverkostojen ja avoimuuden asteen osalta erilaisten taloudellisten rakenteiden kontrolloimiseksi mallissa kytketään talouskasvu myös maakohtaiseen ulkomaiseen kysyntään.³⁸ Näin ollen voidaan tunnistaa kansallisten rajoitustoimien välittömiä toimialakohtaisia vaikutuksia ja samalla kontrolloida vaikutuksia, joita aiheutuu ulkoisista tekijöistä, kuten globaalien tarjontaketjujen häiriöistä, koska sektorien vientisuuntautuneisuus vaihtelee.

Malli ottaa huomioon mahdollisuuden, että koronarajoitusten taloudelliset vaikutukset muuttuvat yli ajan. Nämä muutokset perustuvat oppimisprosessiin, joka koskee sekä viranomaisia, kun ne sopeuttavat toimenpiteitä alueellisella ja sektoritasolla, että kotitalouksia ja yrityksiä, kun ne sopeutuvat minimoidakseen

³⁷ Ks. T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow ja S. Webster, "Oxford COVID-19 Government Response Tracker", Blavatnik School of Government, 2020. Koko euroaluetta kuvaava OSI-indeksi on laskettu 18 euroalueen maan (Maltan tiedot eivät ole saatavilla) OSI-indeksien keskiarvona, joka on painotettu vuoden 2019 BKT:llä. Kukin kansallinen OSI-indeksi on yhdistelmäindeksi, joka kuvaa erilaisia rajoitus- ja sulkupolitiikkoja, kuten koulujen sulkemisia ja liikkumisrajoituksia. OSI-indeksi on saatavilla ainoastaan kansallisella tasolla, eikä se kuvaa rajoitustoimien vaihtelua valtion eri alueiden välillä.

³⁸ Maakohtainen ulkomainen kysyntä on johdettu kauppakumppanien vientimäärien painotetusta keskiarvosta, ja se on EKP:n eurojärjestelmän kokonaistaloudellisissa arvioissa käytetty mittari. Ks. *Euroalueen talousnäkyviä koskevien EKP:n asiantuntijoiden arvioiden (maaliskuu 2021) kehikko "Kansainvälistä ympäristöä koskevat oletukset"*, "A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises", EKP, heinäkuu 2016, sekä K. Hubrich ja T. Karlsson, "Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises an overview", Occasional Paper Series -sarjan julkaisu nro 108, EKP, maaliskuu 2010.

taloudellisia menetyksiä. Tässä kehikossa esitellään estimoituihin toimialakohtaisiin joustoihin (sekä vakioita että ajassa muuttuvia) perustuvia tuloksia, joiden avulla voidaan varmistua koko talouden (BKT:n määrän) herkkyydestä rajoitustoimien ankaruudelle.³⁹ Ajassa muuttuvien joustojen kehitys heijastaa prosessia, jossa taloudelliset toimijat oppivat ajan kuluessa, sekä päinvastaiseen suuntaan vaikuttavaa rajoitusten haittavaikutusten pitkäaikaisuutta.⁴⁰

Siinä, missä kotimaisilla rajoitustoimilla oli vapaa-ajan palveluihin ankara haitallinen vaikutus, tehdasteollisuuden hiipuminen johtui suurelta osin ulkoisista tekijöistä. Vapaa-ajan palveluilla, mukaan lukien kauppa, kuljetus, majoitus, ravitsemus sekä taiteet ja viihde, oli suurin (absoluuttinen) jousto suhteessa OSI-indeksin muutoksiin. Tämä kuvaa sitä, että nämä sektorit kärsivät rajoitustoimista voimakkaimmin (kuvio B). Vaikka ensimmäiset sulkutoimet koskivat myös tuotantolaitoksia, vuoden 2020 rajoitusten keskimääräinen vaikutus tehdasteollisuuteen oli verrattain vähäinen, sillä sen toimeliaisuus riippuu suurelta osin ulkomaisen kysynnän kehityksestä. Tehdasteollisuuden suuri jousto suhteessa ulkomaiseen kysyntään (ei näy kuviossa), kuvaakin sektorin merkittävää avoimuutta kansainväliselle kaupalle. Tämä viittaa siihen, että globaalien toimitusketjujen häiriöistä aiheutui pandemian alkuvaiheessa ylimääräinen kustannus, ja selittää sektorin voimakkaan elpymisen tämän jälkeen, kun kansainvälinen kauppa elpyi vuoden 2020 jälkipuoliskolla. Maatalouden jousto puolestaan oli negatiivinen ja ala itse asiassa näyttää keskimäärin hyötynneen rajoituksista. Tämä saattaa johtua siitä, että maataloustuotanto edellyttää vain vähäistä sosiaalista kanssakäymistä ja se nautti vahvasta kysynnästä.

³⁹ BKT on johdettu painottamalla kunkin sektorin tuloksia niiden osuudella kokonaisarvonlisäyksestä vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä.

⁴⁰ Estimointi perustuu maa- ja sektorikohtaisiin bruttoarvonlisäystietoihin vuoden 1995 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2020 viimeiseen neljännekseen. Formaalisesti poikkitoimialoittainen VAR-malli kullekin maalle erikseen johdettuna voidaan esittää seuraavasti:

$$Y_t = A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t$$

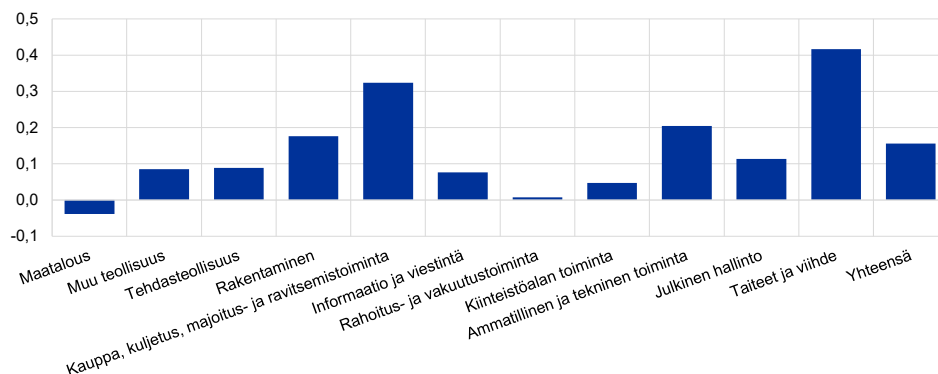
$$C_t = C_{t-1} + e_t$$

jossa Δ viittaa FD-operaattoriin $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$ ja tarkoittaa sektorikohtaisen bruttoarvonlisäyksen neljännesvuotuisen kasvuvauhdin vektoria neljänneksellä t . Vektorivirhetermi u_t kuvaa residuaalisia taloudellisia vaikutuksia, jotka vaikuttavat sektorin talouskasvuun eivätkä liity välittömästi rajoitustoimiin tai ulkomaiseen kysyntään. Lisäksi A on vakioparametrien vektori joka kuvaa keskimääräistä sektorikohtaista bruttoarvonlisäyksen kasvuvauhtia, B on autoregressiivisten parametrien matriisi, joka kuvaa sektorien sisäistä ja välistä vuorovaikutusta ja C_t on vektori, joka kuvaa vakioisia tai ajassa muuttuvia sektorikohtaisia joustoja suhteessa ensimmäiseen momenttiin s_t , joka tarkoittaa taloudellista vaikutusta. Joustojen muutokset ajassa kuvaavat myös oppimisvaikutuksia. Muuttujat s_t tarkoittavat rajoitustoimien ankaruutta, jota kuvataan keskimääräisellä OSI-indeksillä neljänneksellä t . Mallin soveltaminen ennustejaksolla edellyttää oletamusten tekemistä OSI-indeksin tulevista arvoista ja ajassa muuttuvista joustoista. Sen jälkeen, kun vakiojoustoja koskevat estimaatit on laadittu tavanomaisilla tekniikoilla, käytämme Kalmanin suodatinta ajassa muuttuvien herkkyyksien estimointiin, joiden oletamme noudattavan satunnaiskulkua. Oletus kertoimien satunnaiskulusta stokastisessa prosessissa on makrotaloustieteellisessä kirjallisuudessa tavanomainen. Ks. mm. R. King, C. Plosser, J. Stock ja M. Watson, "Stochastic Trends and Economic Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 81, nro 4, 1991, s. 819–840.

Kuvio B

Sektorikohtaiset joustot suhteessa rajoitustoimien ankaruuteen euroalueella

(OSI-ankaruusindeksin 1 prosenttiyksikön laskun vaikutus bruttoarvonlisäyksen neljännesvuotuisen kasvuun, prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat, T. Hale ym. mt. eurojärjestelmän, O*NETin ja EKP:n laskelmat.

Huom. Raportoidut sektorikohtaiset joustot on estimoitu vakioparametrisella poikkeitoimialaisella vektoriautoregressiomallilla. Yhteensä tarkoittaa BKT:tä.

Rajoitustoimet vaikuttivat erityisesti sektoreihin, joihin kuuluu etätyöhön soveltumattomia kontakti-intensiivisiä ammatteja.

Vaikka rajoitusten välittömän vaikutuksen heterogeenisuus voisi johtua erilaisista sektorikohtaisista ominaisuuksista, viimeaikainen näyttö viittaa siihen, että lähikontaktien välttämiseen tähtäävillä toimenpiteillä on ollut suurempi vaikutus sektoreihin, joilla on vähemmän mahdollisuuksia etätyöhön (etätyöhön soveltumattomat tehtävät). Vaikutus on ollut suurin tehtävissä, joihin kuuluu useammin kasvatusten tehtävää ryhmätyötä tai asiakaspalvelua (kontakti-intensiiviset tehtävät).⁴¹ Tätä näyttöä vahvistaa estimoitujen sektorikohtaisten joustojen ja etätyöhön soveltumattomien tehtävien (pl. maatalous) indeksin (siniset pisteet kuviossa C) positiivinen korrelaatio sekä samojen joustojen ja etätyöhön soveltumattomien tehtävien (ml. maatalous) indeksin (keltaiset pisteet kuviossa C) positiivinen korrelaatio.⁴²

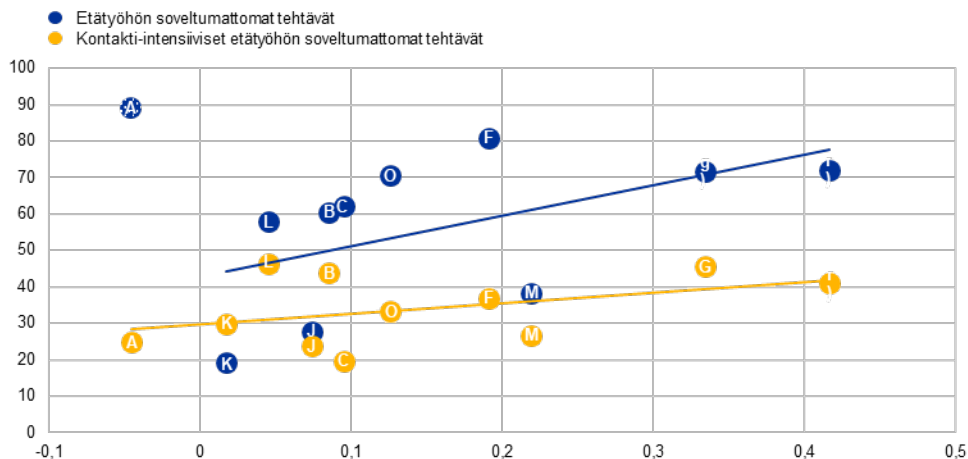
⁴¹ Ks. J. Dingel ja B. Neiman, "How Many Jobs Can be Done at Home?", *Discussion Papers*, nro 14584, Centre for Economic Policy Research, huhtikuu 2020 sekä M. Koren ja R. Pető, "Business disruptions from social distancing", *PLoS ONE*, syyskuu 2020.

⁴² Maatalous ei sovellu etätyöhön mutta ei ole kontakti-intensiivistä, joten sitä pidettiin ensimmäisen korrelaation osalta poikkeavana havaintona.

Kuvio C

Sektoreittaisten joustojen korrelaatio eri tehtävyytyyppien kanssa euroalueella

(x-akseli: toimialakohtaiset joustot, prosenttiyksikköä; y-akseli: etätöihin soveltumattomissa tai kontakti-intensiivisissä tehtävissä työskentelevien osuus, prosenttia)



Lähteet: Eurostat, T. Hale ym. mt. eurojärjestelmän, O*NETin ja EKP:n laskelmat.

Huom. Raportoidut sektorikohtaiset joustot on estimoitu vakioparametrisella poikkitoimialaisella vektori-autoregressiomallilla. Yksikjärjaimiset selitteet viittaavat seuraaviin sektoreihin: maatalous (A); muu teollisuus (B); tehdasteollisuus (C); rakentaminen (F); kauppa, kuljetus, majoitus- ja ravitsemistoiminta (G); informaatio ja viestintä (J); rahoitus- ja vakuustointiminta (K); kiinteistöalan toiminta (L); ammatillinen ja tekninen toiminta (M); julkinen hallinto (O) sekä taiteet ja viihde (R). Ammatikohtaiset tiedot perustuvat O*NET-tietoaaineistoon (ks. O*NET OnLine, National Center for O*NET Development, 2020). Etätöihin soveltumattomien tehtävien indeksi on muodostettu seuraavasti: 100–etätöihin soveltuvien tehtävien indeksi artikkelista J. Dingel ja B. Neiman. Kontakti-intensiivisten etätöihin soveltumattomien tehtävien indeksi on muodostettu artikkelissa M. Koren ja R. Petö yhdistämällä etätöihin soveltumattomien tehtävien indeksi kasvatusten tehtävän ryhmätöiden, asiakaspalvelun, fyysisen läsnäolon ja viettämisen yhdistelmäindeksiin. Nämä alatasen tiedot on aggregoitu 11 sektorin tasolle arvonlisäyksen perustuvien painojen perusteella NACE Rev. 2 -sektoriluokituksen mukaisille kaksinumeroisille toimialoille World Input-Output tietokannasta vuoden 2014 tiedoin euroalueelle. Yhtenäinen sininen viiva vastaa sektorikohtaisten joustojen ja etätöihin soveltumattomien tehtävien trendiä kaikilla sektoreilla paitsi maataloudessa. Yhtenäinen keltainen viiva vastaa sektorikohtaisten joustojen ja kontakti-intensiivisten etätöihin soveltumattomien tehtävien trendiä kaikilla sektoreilla.

Rajoitustoimien vaikutus on vaihdellut maittain ja muuttunut ajan mittaan, sillä talouden toimijat ovat oppineet sopeutumaan rajoituksiin.

Tämä muutos ilmenee estimoiduista ajassa muuttuvista joustoista (kuvio D). Pandemian nopean leviämisen takia näillä oppimisvaikutuksilla oli vain vähäinen vaikutus vuoden 2020 alkupuoliskolla, mihin viittaa myös toimeliaisuuden herkkyyden voimakas kasvu rajoitusten kiristytessä. Tämä koski useimpia sektoreita (kuvio D, kohta a) ja erityisesti vapaa-ajan palveluja ja teollisuutta (ml. tehdasteollisuus, rakentaminen ja muu teollisuus) sekä useimpia maita (kuvio D, kohta b) ja erityisesti Espanjaa. Sitä vastoin näillä oppimisvaikutuksilla oli merkittävä vaikutus vuoden 2020 jälkipuoliskolla. Kolmannella neljänneksellä joustot kasvoivat voimakkaasti, kun rajoituksia höllennettiin, ja talouskasvu elpyi voimakkaasti. Oppimisprosessi vahvistui edelleen viimeisellä neljänneksellä, kun joustot pienenivät jyrkästi rajoitustoimien kiristytessä uudelleen, mikä lievensi talouden supistumista. Tämä vaikutus oli verrattain voimakas teollisuussektorilla sekä Saksassa ja Alankomaissa. Vaikka ajallisesta oppimisesta on vahvaa näyttöä, malli ei pysty osoittamaan, ovatko sen keskeisinä taustatekijöinä olleet viranomaisten aiempaa kohdennetummat (tai paikallisemmat) rajoitustoimenpiteet vai positiiviset muutokset kotitalouksien ja yritysten käyttäytymisessä.⁴³ Kaiken kaikkiaan vaikka rajoitustoimenpiteet olivat pitkälti samankaltaiset, Saksan ja Alankomaiden pienemmät taloudelliset menetykset

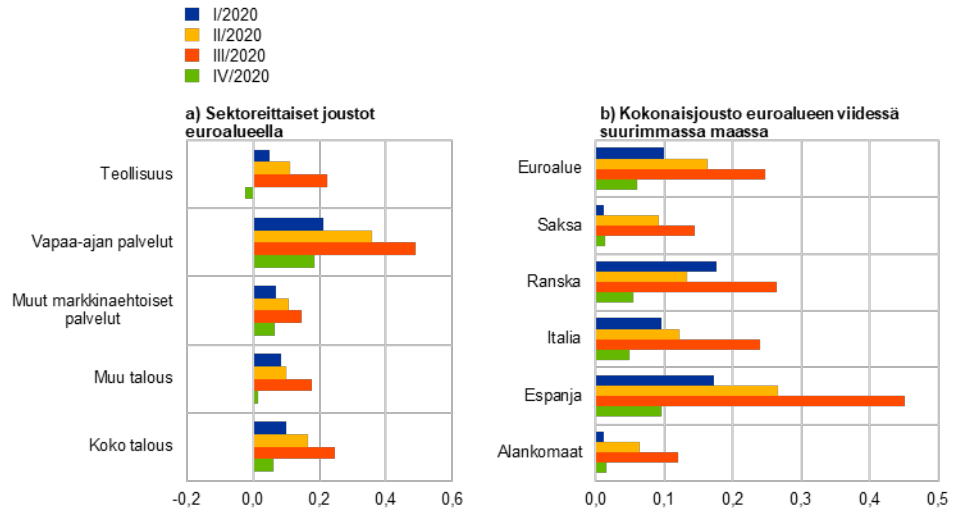
⁴³ Käyttäytymismuutokset käsittävät käytännöt, joilla pyritään minimoimaan talouskasvuun kohdistuvia häiriöitä. Tällaisia häiriöitä voi aiheutua muun muassa vapaaehtoisesta lähikontaktien välttämisestä tartuntojen lisääntymisen tai rokotusten viivästymisen takia. Ks. myös Kansainvälisen valuuttarahaston julkaisun "World Economic Outlook" luku 2, IMF, lokakuu 2020.

verrattain pieneen estimoituun joustoon ja sekä Espanjan suuremmat menetykset suurempaan joustoon. Tulokset viittaavat myös siihen, että rajoitusten keskimääräinen haitallinen vaikutus talouteen Ranskassa ja Italiassa vuonna 2020 oli jokseenkin vastaava kuin mitä koko euroalueelle on estimoitu.

Kuvio D

Estimoidut joustot eri aikoina euroalueella

(OSI-ankaruusindeksin 1 prosenttiyksikön laskun vaikutus neljännesvuotuisen kasvuun, prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat, T. Hale ym. mt., eurojärjestelmän ja EKP:n laskelmat.
Huom. *Koko talous* tarkoittaa BKT:tä.

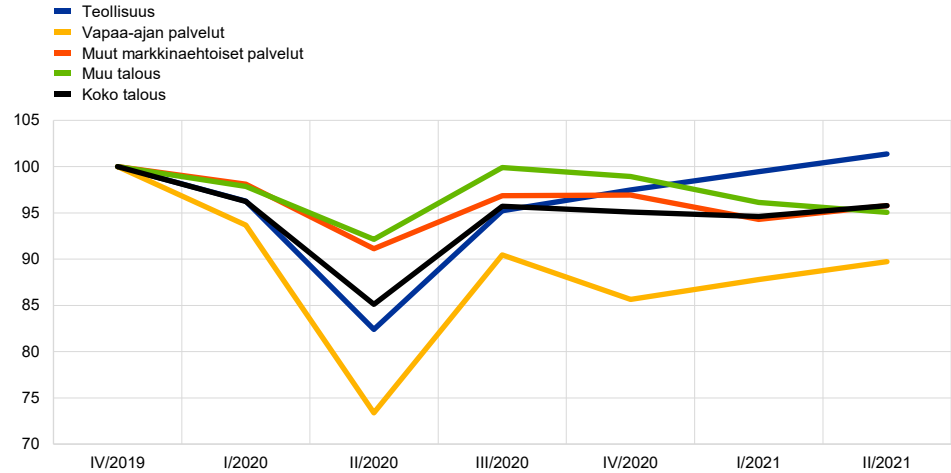
Taloukasvun odotetaan pysyvän toimialoittain heterogeenisenä vuoden 2021 alkupuoliskolla ja muuttavan talouden koostumusta.

Poikkitoimialaista vektoriautoregressiomallia voidaan käyttää EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden mukaisen BKT:n kasvuprofiilin jaottelamiseen sektoreittaisiin bruttoarvonlisäysprofileihin (kuvio E). Nämä profiilit kuvaavat historiallisia toimialojen välisiä vuorovaikutussuhteita ja estimoituja joustoja, oletettua ulkomaista kysyntää ja pandemiaan liittyviä rajoituksia sekä rajoitustoimenpiteiden oletettuja tulevia vaikutuksia. Näiden tulosten mukaan vapaa-ajan palvelut kärsivät lyhyellä aikavälillä eniten pandemiasta ja jäävät noin 10 % pandemiaa edeltänyttä tasoon vähäisemmiksi vuoden 2021 puolivälissä. Muiden (kuin vapaa-ajan) markkinaehtoisten palvelujen arvioidaan jäävän noin 4 % pandemiaa edeltäneestä tasostaan. Sitä vastoin teollisuussektorin arvioidaan pärjäävän edelleen hyvin pandemian tämänhetkisessä vaiheessa ja ylittävän vuoden 2019 viimeisen neljänneksen tasonsa noin 1 prosentilla vuoden 2021 puolivälissä. Kaiken kaikkiaan nämä mekaaniset mallipohjaiset ekstrapoloinnit viittaavat siihen, että taloudellinen toimeliaisuus kohdentuu markkinaehtoisten palvelujen sisällä kontakti-intensiivisiltä sektoreilta sellaisille sektoreille, joihin lähikontaktien välttäminen ja rajoitustoimenpiteet vaikuttavat vähemmän.

Kuvio E

Euroalueen BKT:n toimialoittainen hajotelma

(indeksi IV/2019 = 100)



Lähteet: Eurostat, T. Hale ym. mt., eurojärjestelmän ja EKP:n laskelmat.

Huom. Mallista johdetut sektoreittaiset tulokset perustuvat maaliskuun 2021 arvioihin BKT:n määrästä ja ulkomaisesta kysynnästä vuoden 2021 ensimmäisellä ja toisella neljänneksellä.

Kaiken kaikkiaan koronapandemian hillintätoimilla on ollut erilaisia taloudellisia vaikutuksia eri sektoreilla, eri maissa ja eri aikoina. Kohdennetut hillintätoimet ja taloudellisten toimijoiden käyttäytymisen muutokset ovat osaltaan vähentäneet rajoitusten taloudellisia kustannuksia. Rajoitustoimien taloudellisten vaikutusten voimakas toimialoittainen hajonta todennäköisesti jatkuu myös vastaisuudessa, ainakin lyhyellä aikavälillä.

Voittomarginaalien rooli koronavirussokkiin sopeutumisessa

Voittomarginaalit ovat erottamaton osa kotimaista hinnanasetantaa, ja niillä on ollut vaikutus siihen, miten euroalueen inflaatio on reagoinut

koronavirussokkiin. BKT:n deflaattorin kasvu pysyi vuoden 2020 alkupuoliskolla vahvana talouskasvun voimakkaasta supistumisesta huolimatta. Tässä kehikossa osoitetaan, että voittomarginaalien kehitys mitattuna yksikkökohtaisilla voitoilla (bruttotoimintaylijäämä BKT:n yksikköä kohden) on ollut kriisin aikana poikkeuksellista myös aiempiin taantumiin verrattuna, ja se on myös muokannut BKT:n deflaattoriin perustuvaa inflaatiokehitystä. Tässä kehikossa kuvataan lisäksi tarkemmin voittomarginaalin epätavallisen kehityksen todennäköisiä lähteitä ja tarkastellaan institutionaalisten pääsektorien voittojen hienojakoisempia indikaattoreita kriisin alusta lähtien.

BKT:n deflaattorin ja sen erien kehitys koronaviruskriisin alusta lähtien on ollut poikkeuksellista (kuvio A). Taantumasta huolimatta BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvu kiihtyi vuoden 2020 toisella neljänneksellä 2,3 prosenttiin ensimmäisen neljänneksen 1,8 prosentista, ennen kuin se taantui noin 1,0 prosentin tasolle kahden seuraavan neljänneksen ajaksi. Tämä oli suurin muutos vuosineljänneksestä seuraavaan koko aikasarjan historiassa. Vaikuttaa kuitenkin siltä, että BKT:n deflaattorin kuvaajassa näyttäytyvä kohouma johtuu pääasiassa tilastollisista mittausvaikutuksista pikemmin kuin aidoista muutoksista kotimaisissa hintapaineissa.⁴⁴ Samaan aikaan myös BKT:n deflaattorin erien muutokset olivat paljon voimakkaampia kuin aiemmissä kriiseissä. Erityisesti yksikkötyökustannukset kasvoivat hetkellisesti jyrkästi toisella neljänneksellä, ja tuotannon yksikköverot tuilla vähennettynä vaikuttivat BKT:n deflaattoriin negatiivisesti suuremmissa määrin kuin koskaan aiemmin. Viimeksi mainittu vaikutus johtui työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen yhteydessä toteutetuista valtioiden tukitoimista, kun taas kolmannella ja neljännellä vuosineljänneksellä näitä järjestelyjä käytettiin vähemmän talouden elpymisen myötä, joten kyseinen vaikutus heikkeni merkittävästi.⁴⁵

⁴⁴ Kansantalouden tilinpidon mukainen BKT:n deflaattori johdetaan jakamalla nimellinen BKT reaalisella (ketjutettu volyyymi-indeksi) BKT:llä. Siten sitä voidaan analysoida yhtä lailla BKT:n meno-, tulo- kuin tuotantopuolen kautta. BKT:n deflaattorin tuotantopuolen hajotelma osoittaa, että BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti vuoden 2020 toisella neljänneksellä johtui suurelta osin sektorin ”julkishallinto, koulutus, terveydenhuolto ja sosiaalityö” deflaattorista. Julkisen sektorin deflaattori kasvoi toisella neljänneksellä, koska nimellinen tuotanto ei supistunut yhtä paljon kuin reaalin tuotanto. Monet kansalliset tilastolaitokset ovat kohdanneet koronakriisistä johtuneita vaikeuksia mitattaessa ei-markkinaehtoista tuotantoa, ja Eurostatilla pyydettiin aiheeseen liittyvää nimenomaista ohjeistusta (ks. ”Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis”, Eurostat, toukokuu 2020). Ohjeistuksen mukaan tilapäisten muutosten takia ei ole perusteltua poiketa perinteisestä ”kustannusten summa” -menetelmästä laskettaessa tuotannon arvoa nykyhinnoin, vaan Euroopan kansantalouden tilinpitajärjestelmän (EKT 2010) mukaista laillista vaatimusta tulee edelleen noudattaa. Näin varmistetaan myös, että EU:n jäsenvaltioissa noudatetaan yhdenmukaista menetelmää. Se, että julkisen sektorin deflaattori tällä hetkellä näyttää kehittyneen epäloogisesti vuoden 2020 toisella neljänneksellä, saattaa johtua osittain siitä, että kansallisilla tilastolaitoksilla oli tuolloin käytettävissään puutteellisia tietoja. On mahdollista, että näihin tuloksiin tehtäisiin vielä korjauksia seuraavien BKT-tietojen julkistusten yhteydessä sekä silloin, kun koko vuoden 2020 tulokset tulevat saataville myöhemmin vuoden 2021 aikana.

⁴⁵ Valtioiden tukitoimien kirjaukset kansantalouden tilinpitoon euroalueen eri maissa poikkesivat toisistaan, koska kansalliset hallitukset tarjosivat tukea erilaisin tavoin. Joissakin maissa tuki myönnetään avustuksena työnantajille, jotka jakavat sen edelleen työntekijöille palkansaajakorvauksen muodossa. Tämä vähentää BKT:n deflaattorin erää ”tuotannon yksikköverot tuilla vähennettynä” ja vastaavasti kasvattaa palkansaajakorvauksia työntekijää kohden.

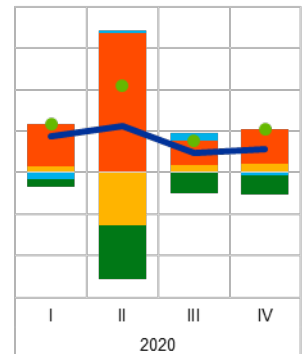
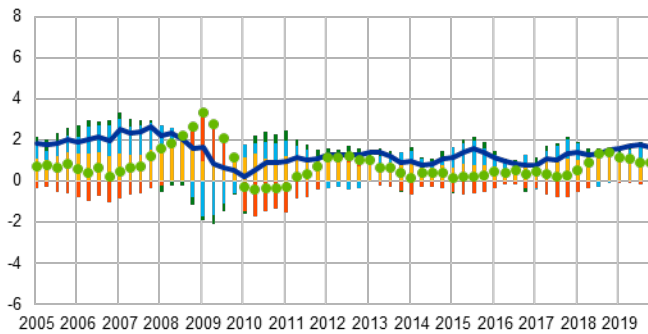
Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyillä oli tuntuva vaikutus myös voittomarginaalien kehitykseen kriisin aikana, kuten jäljempänä osoitetaan.⁴⁶

Kuvio A

BKT:n deflaattori ja sen erät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)

- BKT:n deflaattori
- Palkansaajakorvaukset työntekijää kohden
- Työn tuottavuus
- Yksikkötyökustannukset
- Yksikkökohtainen voitto
- Yksikkökohtainen vero vähennettynä tuotantotuilla



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 viimeiseltä neljännekseltä.

Yhteenlasketut voitot pienenivät voimakkaasti koronavuoden aikana sekä yritys- että kotitaloussektorilla (kuvio B).

Sekä muiden kuin rahoitusalan yritysten bruttotoimintaylijäämä että kotitaloussektoriin lukeutuvien pienten yhtiöittämättömien yritysten sekalaiset bruttotulot, jotka yhdessä muodostavat noin kolme neljäsosaa koko talouden voitoista, supistuivat merkittävästi vuoden 2020 toisella neljänneksellä ja paljon voimakkaammin kuin finanssikriisin aikaan.⁴⁷ Vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä edellisen neljänneksen notkahdus suurelta osin tasoittui. Sama päti myös useimpiin yrityssektorin voittoja kuvaaviin erityisiin indikaattoreihin. Ainoastaan kertyneet nettovoittovarot, joiden kehitys on viime vuosina ollut varsin suotuisaa, pysyivät vaatimattomammalla tasolla.

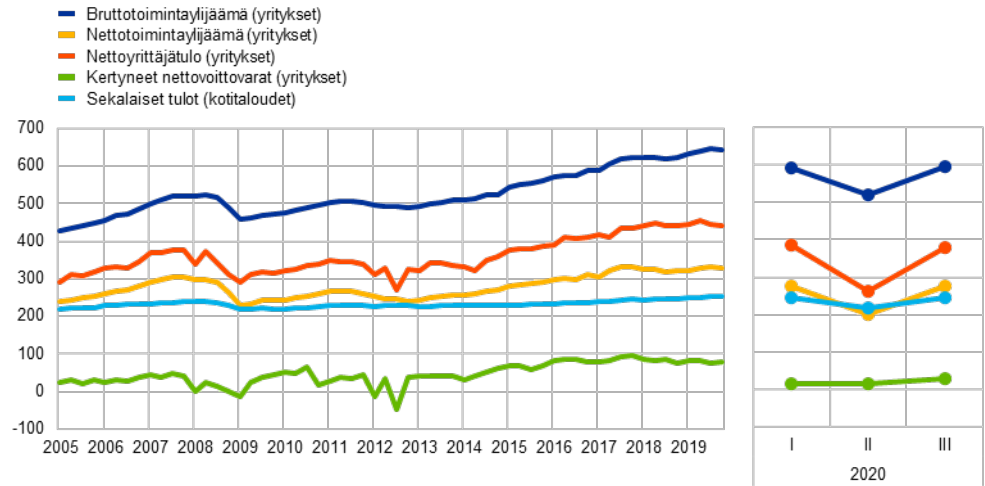
⁴⁶ Ks. lisätietoja työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen vaikutuksista palkkoihin Talouskatsauksen 8/2020 artikkelin "The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market" kehikosta "Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic".

⁴⁷ Tässä yhteydessä ei tarkastella kotitaloussektorin bruttotoimintaylijäämää, sillä se liittyy pääasiassa omistusasumiseen.

Kuvio B

Yritys- ja kotitaloussektorien voitot

(mrd. euroa)



Lähteet: Eurostat, EKP ja tekijöiden laskelmat.

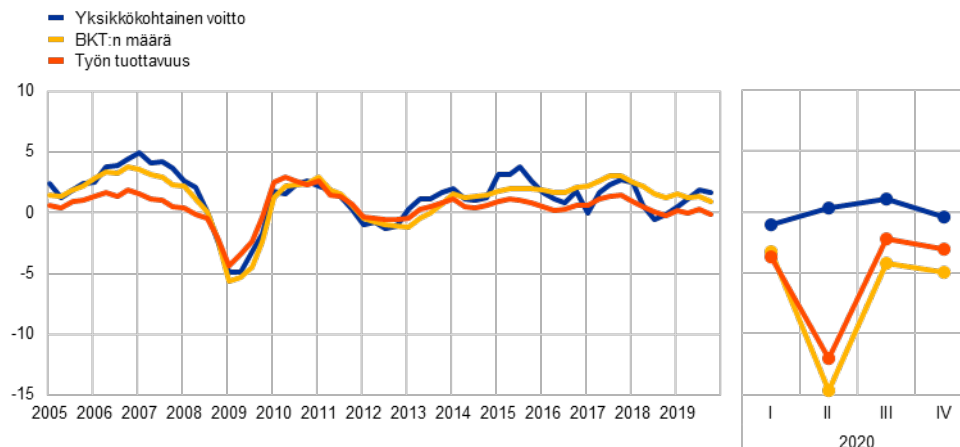
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 kolmannelta neljännekseltä.

Voittojen pienenemisestä huolimatta yksikkökohtaiset voitot ovat pysyneet vahvoina suhteessa taantuman syvyyteen. Yksikkökohtaisten voittojen kehitys on erittäin suhdanneherkkää ja tapaa myötäillä syklisten indikaattoreiden, kuten BKT:n ja työn tuottavuuden, kehitystä. Vuoden 2020 toisella neljänneksellä yksikkökohtaisten voittojen ja reaalisen talouskasvun kehityksen tavanomainen yhteys kuitenkin katkesi. Tämä on havaittavissa selvästi, kun kehitystä verrataan finanssikriisin aikaiseen ja jälkeiseen kehitykseen. Vuoden 2020 toisella neljänneksellä yksikkökohtaiset voitot olivat heikkoja mutta pienenivät kuitenkin selvästi vähemmän kuin syklisten indikaattorien perusteella olisi olettanut. Niiden vaikutus BKT:n deflaattoriin oli jopa lievästi positiivinen, vaikka BKT supistui voimakkaasti. Vuoden 2020 kolmannella ja neljännellä neljänneksellä yksikkökohtaiset voitot olivat heikkoja eikä niissä näkynyt merkkejä meneillään olevasta suhdanneluonteisesta elpymisestä. Siltikin ne olivat suurempia kuin mitä esimerkiksi BKT:n kehityksen perusteella suhdannetilanteesta olisi voinut päätellä. Vaikka tilastollisilla mittausvaikutuksilla on todennäköisesti ollut roolinsa yksikkökohtaisten voittojen kehityksessä, ne eivät voi selittää voittojen havaittua kestävyttä.

Kuvio C

Yksikkökohtainen voitto, BKT ja työn tuottavuus.

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2020 viimeiseltä neljännekseltä.

Empiirinen näyttö aiemmista taantumista viittaa epälineaarisiin suhteisiin ja yksikkökohtaisten voittojen verrattain maltillisempaan sykliseen sopeutumiseen taantumissa kuin noususuhdanteissa (kuvio D).⁴⁸

Kynnysmuuttujien vektoriautoregressiomalli viittaa siihen, että kysyntäsoikin vaikutus inflaatioon on suhteessa pienempi taantumissa kuin noususuhdanteissa yksikkökohtaisten voittojen pienemmän reaktion takia, mikä näyttää pitäneen paikkansa myös koronakriisissä.⁴⁹ Empiiristen estimointien osoittama yksikkökohtaisten voittojen estimoitu epälinearisuus auttaa myös selittämään, miksi inflaatio on tavannut hidastua aiemmissa taantumissa vähemmän kuin mitä lineaariset mallit ennustivat. Tätä ilmiötä sanotaan puuttuvaksi inflaation hidastumiseksi. Kaikesta huolimatta voittomarginaalien kestävyys koronakriisin aikana on poikkeuksellista, myös aiempiin taantumisiin verrattuna.

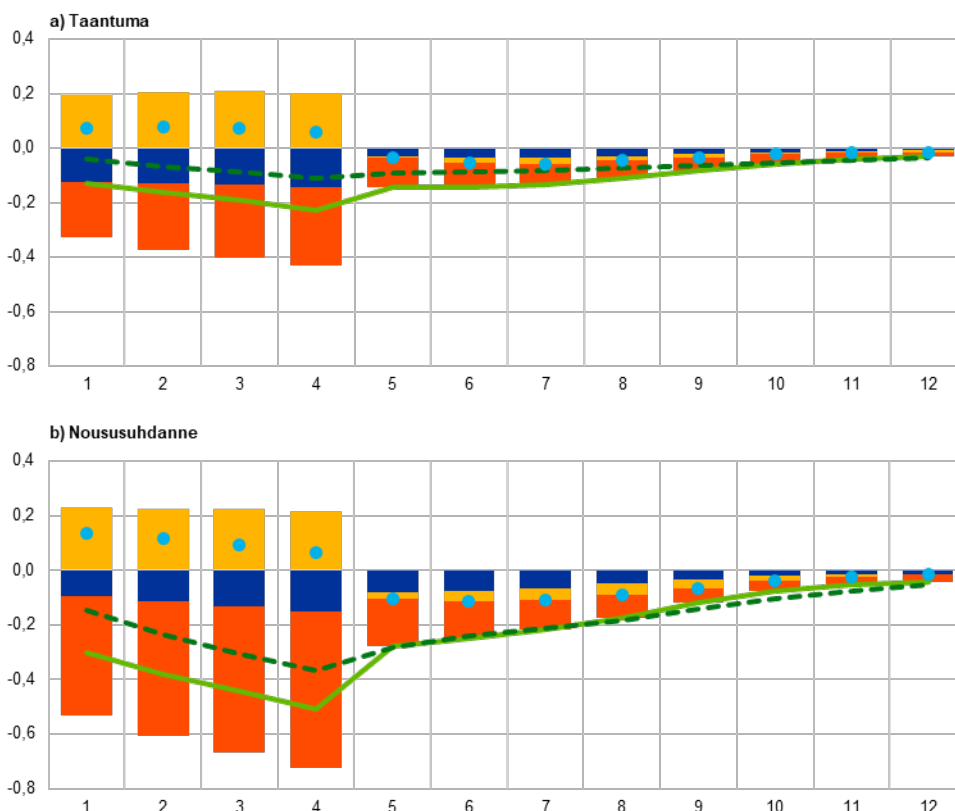
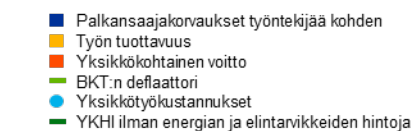
⁴⁸ Ks E. Hahn, "The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?", *Working Paper Series*, nro 2485, EKP, lokakuu 2020.

⁴⁹ Tarjontasokkien osalta empiirisessä analyysissä ei havaittu epälineaarista käyttäytymistä taantumien ja noususuhdanteiden välillä.

Kuvio D

BKT:n deflaattorin ja sen erien sekä ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation muutos negatiivisten kysyntäsokkien vaikutuksesta taantumissa ja noususuhdanteissa

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähde: E. Hahn. (2020).

Huom. X-akseli viittaa impulssivasteen keston vuosineljänneksinä. Kysyntäsoikin voimakkuus vastaa BKT:n 1 prosentin supistumista ensimmäisenä vuonna. Tuista puhdistettujen nettomääräisten välillisten verojen oletetaan reagoivan suhteessa BKT:n muutoksiin siten, ettei tämä erä vaikuta BKT:n deflaattorin muutoksiin.

Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyillä on ollut tärkeä myötävaikutus yksikkökohtaisten voittojen kestävyteen koronakriisin aikana.⁵⁰

Taantumien alkuvaiheissa yritykset pyrkivät yleisesti pitämään työvoiman palveluksessaan, vaikka voittomarginaalien heikkenemisen kustannuksellakin. Tätä voittomarginaalien laskupainetta voidaan helpottaa valtion palkkatukijärjestelmien avulla. Koska tällaiset järjestelmät olivat koronakriisin aikana paljon yleisempiä kuin aikaisemmissa taantumissa, ne luultavasti selittävät voittomarginaalien paremman kestävyuden nykyisessä kriisissä aiempiin taantumiin verrattuna.

Yhteenvetona voidaan todeta, että vaikka voitot ovat pienentyneet koronakriisin aikana enemmän kuin aiemmissa taantumissa, suhteessa

⁵⁰ Lisätietoja työpaikkojen säilyttämisjärjestelyistä on Talouskatsauksen 8/2020 artikkelissa "The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market".

talouskasvuun ne ovatkin olleet aiempaa kestävämpiä. Tämä on lieventänyt inflaatioon kohdistuvia hidastumispaineita kyseisellä jaksolla.

Voittomarginaalien kestävyys nykyisessä kriisissä johtuu todennäköisesti sekä voittomarginaalien tavanomaisesta taantumakestävyydestä että työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen vaikutuksesta. Koska työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjä todennäköisesti ylläpidetään koko koronakriisin ajan, talouden kehityksen huomioon ottaen voittomarginaalien voi odottaa pysyvän verrattain vahvoina.

Vuoden 2021 yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin painot ja niiden vaikutus inflaation mittaamiseen

Koronaviruspandemia ja sitä seuranneet rajoitustoimet ovat aiheuttaneet poikkeuksellisia muutoksia kotitalouksien kulutuskäyttäytymisessä alkuvuodesta 2020 lähtien. Kotitalouksien kulutusmenot kasvoivat suhteellisesti tietyissä hyödykeryhmissä ja vähenivät vastaavasti muissa ryhmissä. Tässä kehikossa käsitellään näitä kulutuskäyttäytymisen muutoksia ja niiden vaikutusta inflaation mittaamiseen.

Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) painojen päivittämisessä vuodelle 2021 käytettiin tietoja, joissa kuvastuu myös edellisvuoden kulutuskysyntä.⁵¹ Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI) muodostuu kiinteästä hyödykekorista, johon sisältyvien hyödykkeiden painot päivitetään vuoden alussa, ja se kuvastaa kotitalouksien kulutuksen jakautumista edellisenä vuonna. Nämä YKHI-indeksin painot pysyvät muuttumattomina kunkin vuoden joulukuuhun asti.⁵² Koska muutokset kotitalouksien kulutuskäyttäytymisessä tapahtuvat vähitellen, edellisvuoden kulutusosuuksien käyttäminen kuluvan vuoden inflaation laskennassa ei yleensä vaikuta lopputulokseen suuresti (verrattuna siihen, että käytettäisiin kuluvan vuoden osuuksia). Pandemia-aikana se kuitenkin merkitsi, että pandemian aiheuttama kotitalouksien kulutuksen huomattava muutos ei näkynyt vuoden 2020 vuotuisen inflaation laskennassa käytetyissä painoissa. Vuoden 2020 suuret muutokset kotitalouksien kulutuksessa näkyvät nyt uusimmissa painoissa, joita käytettiin vuoden 2021 YKHI-indeksin laskennassa.⁵³

Uusimmissa, vuoden 2021 alussa käyttöön otetuissa YKHI-indeksin painoissa on nähtävissä suuria muutoksia eri hyödykeryhmien välillä. Kuviossa A on esitetty vuosina 2020 ja 2021 inflaation laskentaan käytetyt YKHI-erityisindeksien painot sekä niiden historiallinen jakauma vuosina 2012–2019 (harmaat viivat). Eniten on vähentynyt palveluiden ja etenkin vapaa-aikaan ja liikenteeseen liittyvien palveluiden paino. Eniten puolestaan ovat kasvaneet elintarvikkeiden ja asumisen painot.⁵⁴ Muutosten suuruusluokka on helpompi mieltää, kun sitä verrataan historiallisten muutosten jakaumaan (kuvion A vasen puoli). Tietyissä hyödykeryhmissä muutokset ovat ennennäkemättömiä. Vuonna 2021 lähes kaikissa hyödykkeissä on nähtävissä muutos, joka on historiallisten muutosten yläkvartiilin ulkopuolella, ja monet muutoksista ovat huomattavastikin historiallisten ääriarvojen

⁵¹ Ks. [Eurostatin ohje](#) (vain englanniksi) YKHI-indeksin painojen laskennasta kulutusosuuksien suurten muutosten yhteydessä. Eri maiden välillä voi olla Eurostatin ohjeiden noudattamista koskevia eroja.

⁵² Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI) lasketaan Laspeyres-menetelmällä, jossa ketjutetaan 13 kuukauden indeksit vuositasona (joulukuusta joulukuuhun). Kunkin vuoden joulukuun on päällekkäinen kuukausi eli linkityskuukausi, jona uudet ja vanhat indeksikorin sisältyvät hyödykkeet hinnoitellaan ja indeksit yhdistetään. Ks. [Eurostatin menetelmäkäsikirja](#) (vain englanniksi) ja lainsäädännön vaatimukset [komission täytäntöönpanoasetuksen](#) artiklassa 3.

⁵³ EKP:n aiempia analyyseja aiheesta on Talouskatsauksen numerossa 3/2020 ([Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic](#)) ja numerossa 7/2020 ([Inflation measurement in times of economic distress](#)).

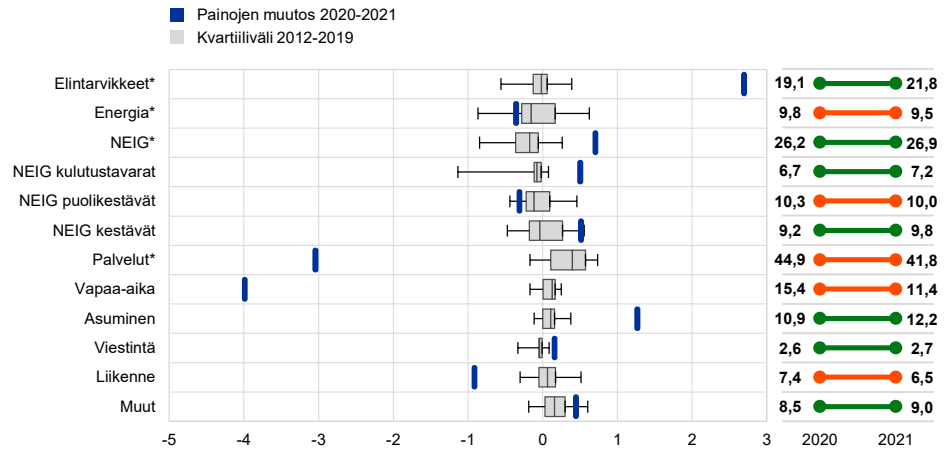
⁵⁴ YKHI-indeksin painot ovat suhteellisia. Niinpä hyödykkeen paino lisääntyy silloin, jos hyödykkeen kulutus kasvaa enemmän kuin yleinen kulutus (esim. elintarvikkeet vuonna 2020), mutta myös silloin, jos hyödykkeen kulutus pysyy suunnilleen muuttumattomana ja yleinen kulutus vähenee (esim. asuminen vuonna 2020).

ulkopuolella. Esimerkiksi vapaa-aikaan liittyvien palveluiden painon muutos oli noin 20 standardipoikkeamaa historialliseen jakaumaan verrattuna.

Kuvio A

YKHI-indeksin painot: tasot ja historiallisten muutosten jakauma

(prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat ja tutkijoiden laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään YKHI-indeksin painot vuosina 2020 ja 2021 (oikea puoli). Vihreä viiva tarkoittaa painon lisääntymistä ja punainen viiva sen vähentymistä. Kuviossa näkyvät myös painon muutokset (siniset merkinnät vasemmalla puolella) ja niiden historialliset jakaumat (harmaat viivat vasemmalla puolella). Tähdellä (*) merkityt luokat ovat erityisindeksejä. Merkitsemättömät luokat ovat yhdisteltyjen pääryhmien alaryhmiä. Harmaat viivat osoittavat historiallisen jakauman mediaanin, alakvartiilin ja yläkvartiilin sekä minimin ja maksimin. "NEIG" (non-energy industrial goods) tarkoittaa muita teollisuustuotteita kuin energiaa. Historialliset vaihteluvälit perustuvat otokseen, jonka aloitusvuosi on 2012 (ensimmäinen vuosi, jolloin vuotuiset YKHI-indeksin painot olivat käytettävissä) ja päättymisvuosi 2019.

Painojen muutos kiihdytti YKHI-inflaatiota tammikuussa 2021. Kuviossa B

tarkastellaan painon muutosta ja vastaavaa inflaationopeuden muutosta hyödykeryhmittäin (nelinumeroinen alaryhmittely).⁵⁵ Ympyrän koko kuvaa luokan painoa vuoden 2021 YKHI-indeksissä. Hyödykkeissä, joiden kulutusosuus on laskenut eniten, näkyy keskimäärin suurin inflaation hidastuminen.⁵⁶ Vaikuttaa siltä, että vuoden 2021 painojen muuttamisen myötä YKHI-indeksi painottaa nyt enemmän sellaisia luokkia, joiden inflaationopeus on keskimääräistä suurempi, ja vähemmän sellaisia hyödykkeitä, joiden inflaationopeus on keskimääräistä pienempi. Niinpä painojen muutoksen tuloksena saadaan ryhmätasolla suurempi inflaationopeus kuin ilman kulutusosuuksien muutosta olisi saatu.

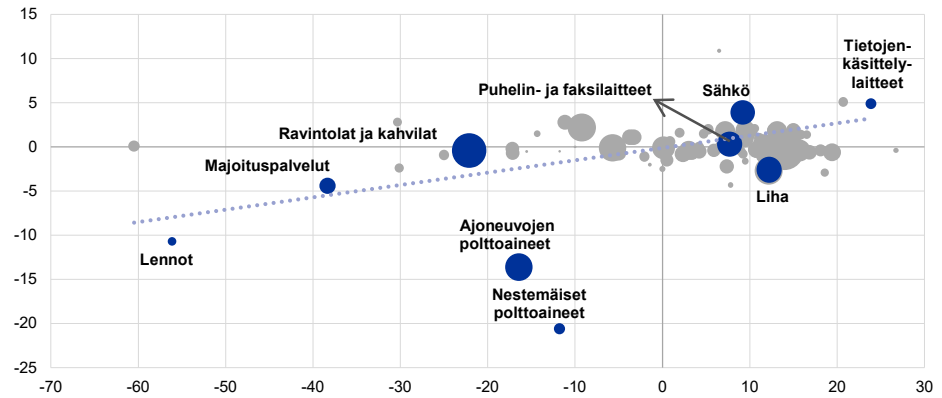
⁵⁵ Kuviossa B käytetään YKHI-indeksiin sisältyviä hyödykkeitä COICOP-luokittelun nelinumeroisina alaryhminä. COICOP (Classification of Individual Consumption according to Purpose) on yksilöllisen kulutuksen käyttötarkoituksen mukainen luokitus, jota käytetään YKHI-indeksissä (ks. [YKHI-indeksin laskentakäsikirja](#) (vain englanniksi)).

⁵⁶ Hyvin samankaltaiseen tulokseen päästään tarkastelemalla vuotuista inflaatiota tammikuussa 2021 eikä tammikuun 2020 ja tammikuun 2021 välistä vuotuisen inflaation muutosta.

Kuvio B

Muutokset YKHI-indeksin painoissa ja inflaationopeudessa hyödykeryhmittäin (nelinumeroisen alaryhmittely)

(x-akseli: prosentuaalinen muutos YKHI-indeksin painoissa vuosina 2020–2021; y-akseli: vuotuisen inflaation muutos tammikuun 2020 ja tammikuun 2021 välisenä aikana)



Lähteet: Eurostat ja tutkijoiden laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään YKHI-indeksin painojen muutoksen (x-akseli) ja vuosittaisen YKHI-inflaationopeuden muutoksen (y-akseli) välinen korrelaatio. Kukin ympyrä kuvaa tiettyä YKHI-indeksin hyödykettä COICOP-luokittelun nelinumeroisena alaryhminä. Ympyröiden koko määräytyy vuoden 2021 YKHI-indeksin painojen mukaan. Siniset ympyrät tarkoittavat valittuja hyödykkeitä. Sininen pisteiviiva on regressiosuora.

Vaihtoehdoisen laskelman avulla voidaan määrittää, kuinka suuri vaikutus painojen muutoksella oli tammikuussa 2021 mitattuun YKHI-inflaationopeuteen.

Tammikuun 2021 julkaistujen YKHI-inflaatiolukujen perusteella voidaan muodostaa vaihtoehtoinen YKHI-indeksi, jossa käytetään vuoden 2021 painojen sijasta edellisvuoden painoja (kuvio C).⁵⁷ Julkaistujen YKHI-inflaatiolukujen (siniset palkit) ja vaihtoehtoisten lukujen (keltaiset palkit) välinen ero on esitetty kuvion C yläosassa, ja se kuvaa uusien painojen vaikutusta kokonaisinflaatioon. Kokonaisinflaatio on noin 0,3 prosenttiyksikköä nopeampi kuin laskennallinen vaihtoehtoinen inflaatio. YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (YKHI-X) on noin 0,4 prosenttiyksikköä nopeampi, sillä painojen vaikutus elintarvikkeiden ja energian hintojen inflaatioon on vähäinen. Kuten kuvion C alaosasta käy ilmi, vaikutuksessa oli kuitenkin maakohtaisia eroja.⁵⁸

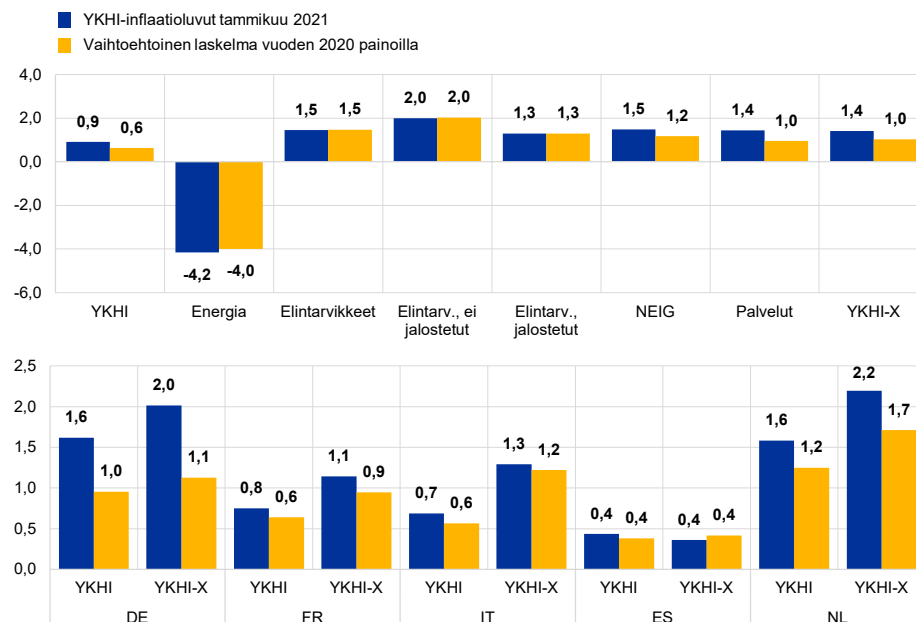
⁵⁷ Jotta YKHI-laskentamenetelmä voitaisiin toisintaa mahdollisimman tarkasti, vaihtoehtoisessa laskelmassa käytettiin COICOP-luokittelun viisinumeroisia alaryhmiä.

⁵⁸ Painojen vaikutuksen ero eri maissa voi johtua kahdesta tekijästä. Ensimmäinen niistä on kansallisessa tilastoinnissa käytettyjen luokkien painojen muutoksen suuruus. Maiden väliset erot painojen muutoksissa voivat kuvastaa eroja kulutuskäyttäytymisen kehityksessä, mutta myös kunkin kansallisen tilastolaitoksen käyttämää painojen päivitysmenetelmää ja sitä, missä määrin se kuvasti vuoden 2020 kulutuskäyttäytymistä. Toiseksi maiden väliset erot voivat kuvastaa inflaatiouvaudin hyödykeryhmätason eroja, jotka vaikuttavat painojen muutoksiin.

Kuvio C

Julkaistut vuositasen YKHI-inflaatioluvut ja vaihtoehdoisen laskelman mukaiset luvut

(prosentteja)



Lähteet: Eurostat ja tutkijoiden laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään tammikuussa 2021 vuositasen YKHI-inflaationopeus (siniset palkit) ja vaihtoehdoisen laskelman mukaiset luvut, joissa on käytetty vuoden 2020 painoja (keltaiset palkit). "NEIG" (non-energy industrial goods) tarkoittaa muita teollisuustuotteita kuin energiaa. DE = Saksa, FR = Ranska, IT = Italia, ES = Espanja ja NL = Alankomaat. YKHI-X = YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja.

Painojen muutokset vaikuttavat YKHI-inflaationopeuteen edelleen vuoden 2021 aikana.

Niiden vuotuisen YKHI-inflaation kohdistuvan vaikutuksen suuruus ja suunta saattavat muuttua tulevina kuukausina. Tammikuussa 2021 painoja lisättiin sellaisissa hyödykeryhmissä, joiden inflaationopeus oli keskimääräistä suurempi, mutta inflaationopeus ei välttämättä pysy keskimääräistä suurempana koko vuoden ajan. Koska yksittäisten hyödykeryhmien hintakehitys vaihtelee kuukaudesta toiseen, myös niiden painojen vaikutus vuotuisen YKHI-inflaation muuttuu. Näitä vaikutuksia saattaa vahvistaa se, että YKHI-indeksi on ketjutettava indeksi.⁵⁹ Indeksien ketjuttaminen indeksin tason ollessa alhainen tai korkea merkitsee, että vaikka painot ja hinnat palaavat pandemiaa edeltäneelle tasolle, indeksit eivät välttämättä palaudu täysimääräisesti aiemmille tasoille. Näin tapahtui esimerkiksi ajoneuvojen polttoaineiden alaindeksissä, joka oli alhaisella tasolla indeksien linkittämisen aikaan (joulukuussa 2020). Kun tämän hyödykkeen painoa samaan aikaan vähennettiin, sen tuleva vaikutus energiaindeksiin supistui. Tämä saattaa puolestaan vaikuttaa siten, että energiaindeksi ei täysimääräisesti palaa aiemmille tasoille, vaikka hinnat ja painot palautuisivatkin.

⁵⁹ Ketjuttaminen liittyy laskentamenetelmään, jossa hintaindeksin painoja päivitetään säännöllisesti. Julkaisussa "[Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#)" asiaa on selitetty näin: "Ketjutusjaksoon – kuukauteen tai vuoteen – sisältyvä arvo vaikuttaa yleensä ketjutettuun aikasarjaan siitä ajankohdasta alkaen, jolloin nykyinen indeksi linkitetään kyseiseen arvoon. Ketjutetut indeksisarjat ovat 'polkuriippuvaisia', eli niihin vaikuttavat kunkin ketjutusjakson arvot, joilla on pysyvä vaikutus aikasarjaan."

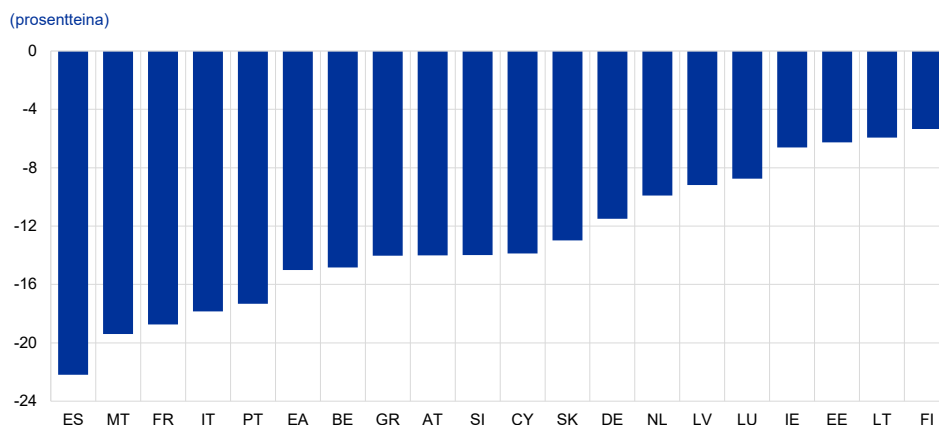
On todennäköistä, että seuraavina vuosina YKHI-indeksin painot vaikuttavat inflaation mittaamiseen tavallista enemmän. Pandemia aiheutti merkittäviä muutoksia kotitalouksien kulutuskäyttäytymisessä vuonna 2020. Nämä muutokset näkyvät nyt vuoden 2021 YKHI-indeksin painoissa ja sen seurauksena myös vuonna 2021 mitatussa inflaatiossa. Tulevaisuudessa YKHI-korin painot saattavat muuttua huomattavasti jälleen vuonna 2022 sen mukaan, miten kulutuskäyttäytyminen kehittyy odotetun talouden elpymisen ja pandemiatilanteen vaikutuksesta.

EU:n elvytyspaketin vaikutukset julkiseen talouteen

Vaikka koronaviruspandemia koetteleekin kaikkia euroalueen maita, sen talousvaikutukset eivät ole olleet kaikkialla yhtäläiset. Aikavälillä vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2020 toiseen neljännekseen, joka useimmissa euroalueen maissa kattoi talouden romahduksen huipusta aallonpohjaan, BKT:n supistuminen vaihteli maittain 5 prosentista 22 prosenttiin (kuvio A).⁶⁰ Koronasokin vaihtelevat seuraukset ilmentävät eroja eri maiden kansanterveyteen vaikuttavissa tekijöissä ja rajoitustoimissa sekä taloudellisissa tekijöissä, joita ovat esimerkiksi talouden alakohtainen erikoistuminen, työ- ja hyödykemarkkinoiden häiriönsietokyky ja finanssipoliittinen liikkumavara.⁶¹ Eurooppalaisten ja kansainvälisten laitosten ennusteiden mukaan on olemassa riski, että talouden kasvuvauhdin erot vaikuttavat edelleen elpymisvaiheessa ja haittaavat euroalueen tulojen lähentymistä keskipitkällä aikavälillä.

Kuvio A

Euroalueen BKT:n muutos vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2020 toiseen neljännekseen



Lähde: Eurostat.

Huom. EA tarkoittaa euroaluetta.

Euroopan unionin Next Generation EU (NGEU) -rahasto, joka aloitti toimintansa 19.2.2021, on aloittanut uuden vaiheen Euroopan

koronapandemiaan liittyvissä toimissa.⁶² Rahaston tärkeimpänä tavoitteena on tukea elpymistä ja luoda perusta vihreämmälle, digitaalisemmalle ja kestävämmälle Euroopan taloudelle. Euroopan komissio on saanut luvan hankkia EU:n puolesta pääomamarkkinoilta 750 miljardiin euroon (noin 5 % EU:n BKT:stä) saakka varoja tähän tarkoitukseen. Varat voidaan käyttää 390 miljardiin euroon saakka avustuksiin ja 360 miljardiin euroon saakka lainoihin EU:n jäsenvaltioille. Ne maksetetaan

⁶⁰ Samanlaista vaihtelua ilmenee työllisyyden reaktioissa koronasokkiin. Ks. Talouskatsauksen 8/2020 artikkeli "The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market".

⁶¹ Koronakriisi on myös pahentanut euroalueen maiden makrotaloudellisia heikkouksia, kuten Euroopan komissio on tuoreimmassa varoituskansallista koskevassa raportissaan tuonut esille. Raportissa painotetaan erityisesti kasvunutta julkisen talouden ja yksityisen sektorin velkaantuneisuutta, vaihteita kasvunäkymiä ja yrityssektorin heikkouksia. Ks. Euroopan komissio, "Kertomus varoituskansallista – vuosi 2021", marraskuu 2020.

⁶² NGEU:n hallintoa ja sen finanssipoliittisia näkökohtia tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 6/2020 keuhossa "EU:n elvytyspaketin vaikutukset julkiseen talouteen".

vuoden 2026 loppuun mennessä. NGEU-rahaston keskeisin osa on kaikkiaan 672,5 miljardin euron suuruinen elpymis- ja palautumistukiväline (RRF). RRF:n jakoperusteen avulla varmistetaan, että koronakriisin suhteen haavoittuvammassa asemassa olevat ja siitä eniten kärsineet maat saavat vahvempaa finanssipoliittista tukea. Tuen saamiseksi jäsenvaltioiden on laadittava elpymis- ja palautumissuunnitelmat, joihin sisältyvässä investointi- ja uudistusohjelmassa vastataan talouspolitiikan eurooppalaisen ohjausjakson maakohtaisiin suosituksiin.⁶³ Ilmasto- ja digitalisaatiotavoitteiden on oltava vahvasti esillä. Vähintään 37 % jäsenvaltioiden suunnittelemissa menoista tulisi käyttää ilmastotavoitteisiin, ja vähintään 20 prosentilla kokonaisinvestoinneista olisi tuettava digitaalista muutosta. RRF:n varat maksatetaan erissä sitä mukaa kuin hyväksytyissä suunnitelmissa asetetut virstanpylväät ja tavoitteet on saavutettu.

Tehokkaasti toteutettuna elpymispaketti voi edistää nopeampaa, vahvempaa ja yhtenäisempää talouden elpymistä sekä parantaa euroalueen talouden kestävyyttä ja kasvupotentiaalia. Elpymisvälineen odotetaan vahvistavan kysyntää huomattavasti etenkin maissa, jotka ovat nettomääräisesti suuria varojen vastaanottajia. Euroopan unionin päättäjät ovat pitäneet tätä vakauttavaa vaikutusta hyvin tärkeänä, mitä ilmentää se, että 13 % varoista maksetaan ennakkoon. Keskipitkällä aikavälillä NGEU:sta rahoitettavilla investointi- ja uudistushankkeilla voidaan tukea euroalueen talouden kestävyttä, kasvupotentiaalia ja lähentymistä. Näin elpymispaketti voi auttaa varmistamaan, että nykyiset raha-, finanssi- ja rakennepoliittikat toimivat toisiaan vahvistavasti, vaikka niitä euroalueen maissa toteutetaan itsenäisesti. Lieventämällä koronapandemian erilaisia seurauksia elpymispaketti voi myös vahvistaa euroalueen rahapolitiikan tehokkuutta.

Elpymispaketin teho riippuu siitä, saavutetaanko toisiaan vahvistavien investointien ja uudistusten välille riittävä tasapaino. Tämän kannalta on äärimmäisen tärkeää, että kansalliset elpymis- ja palautumissuunnitelmat tarkastetaan huolellisesti sen varmistamiseksi, että ne noudattavat kaikilta osin asianomaisessa EU:n asetuksessa säädettyjä arviointiperusteita. Talouspolitiikan eurooppalaisen ohjausjakson maakohtaiset suositukset ja ilmasto- ja digitalisaatiota koskeva EU:n lainsäädäntö, kuten kestävien toimintojen luokitusjärjestelmä⁶⁴, voivat toimia hyödyllisinä suuntaviitoina investointien ja uudistusten ensisijaisille painotuksille. Ilmaston ja digitalisaation RRF-menojen vähimmäistavoitteet sekä edellytys, jonka mukaan RRF-menoilla on rahoitettava lisäinvestointeja, voivat nostaa tavoitetasoa korkealle. Yleisesti on niin, että mitä enemmän NGEU-rahoitusta suunnitellaan käyttömenojen sijasta tuotannollisiin investointeihin, sitä vahvempi vaikutus sillä todennäköisesti on pitkän aikavälin kasvuun.⁶⁵ NGEU:n vuotuiset avustukset ovat suuruudeltaan keskimäärin noin prosentti BKT:stä. Vertailun vuoksi todettakoon, että julkiset investoinnit olivat vuonna 2019 tasoltaan 3 % euroalueen BKT:stä. Kansallisiin elpymis- ja palautumissuunnitelmiin sisältyvillä

⁶³ Talouspolitiikan eurooppalainen ohjausjakso on väline talouspolitiikan koordinoimiseen Euroopan unionin tasolla. Tarkempia tietoja on verkkosivulla [The European Semester in your country](#).

⁶⁴ Ks. kestävä sijoittamista helpottavasta kehyksestä 18.6.2020 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston [asetus \(EU\) 2020/852](#).

⁶⁵ Ks. K. Bańkowski, M. Ferdinandusse, S. Hauptmeier, P. Jacquinet ja V. Valenta, "The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area", Occasional Paper Series - julkaisusarja, nro 255, EKP, Frankfurt am Main, tammikuu 2021.

kunnianhimoisilla ja kohdennetuilla uudistuksilla voidaan edelleen vahvistaa kasvupotentiaalia, lähentymistä ja kestävyttä. On runsaasti todisteita siitä, että euroalueen maiden kasvuvauhdin erot keskipitkällä aikavälillä voidaan osittain selittää talouden rakenteiden ja instituutioiden välisillä eroilla.⁶⁶ Lisäksi maissa, joilla on heikkouksia näillä alueilla, yhteisen kriisin aiheuttama tuotannon lasku voi olla jopa kaksinkertainen verrattuna tehokkaimpiin maihin.⁶⁷ RRF:n uudistusosion avulla voidaan siten saavuttaa pitkän ajan hyötyjä kasvun ja häiriönsietokyvyn alueilla. Suunnitelmat, jotka sisältävät johdonmukaisia ja kunnianhimoisia investointeja ja uudistuksia, voivat olla kokonaisuutena tehokkaampia kuin osiensa summa. Julkisten lisäinvestointien kasvuvaikutukset voivat auttaa kompensoimaan joidenkin rakenneuudistusten mahdollisia lyhytaikaisia makrotaloudellisia kustannuksia.⁶⁸ Samaan aikaan tarkasti kohdennetuilla rakenneuudistuksilla voidaan vähentää julkisten investointien hallinnollisia pullonkauloja ja osaltaan vauhdittaa yksityisiä investointeja, mikä voimistaisi NGEU:n vaikutusta.⁶⁹

Jotta varmistettaisiin, että elpymisvarat käytetään oikea-aikaisesti ja tehokkaasti tuotannollisiin julkisiin investointeihin, on syytä kiinnittää erityistä huomiota hallinnon valmiuksien lujittamiseen ja toteutusta hidastavien tekijöiden karsimiseen. Euroopan komissio odottaa, että noin 20 % kaikista NGEU-rahaston varoista maksetaan vuosina 2021 ja 2022 ja että loput varat maksetaan vuoden 2026 loppuun mennessä. Maksatusten suunniteltu tahti on NGEU:ssa merkittävästi nopeampi kuin EU:n tavanomaisen budjetin rakennerahastoissa. EU:n monivuotisen rahoituskehityksen kausi on seitsemän vuotta, joskin varsinainen maksatus voi tapahtua vielä muutaman vuoden ajan seuraavan kauden alettua.⁷⁰ Monivuotisen rahoituskehityksen kahdella viime kaudella kuitenkin vain alle 50 % euroalueen maille sidotuista EU:n rakennerahastojen varoista maksettiin NGEU:n aikatauluun verrattavassa aikataulussa eli kuuden vuoden kuluessa (kuvio B). Varojen käyttönopeus vaihteli myös huomattavasti euroalueen eri maissa. Koronapandemia saattaa edelleen hankaloittaa varojen käyttöä sitomalla hallintoressursseja. Jää nähtäväksi, merkitsevätkö elpymis- ja palautumistukivälineen tukeutuminen kansallisiin eikä alueellisiin hallintoelimiin sekä sen väljät poliittiset painopisteet ja yhteisrahoitusta koskevien vaatimusten puuttuminen sitä, että välineen varat pystytään käyttämään nopeammin kuin tyypillisissä EU:n talousarvion alaisissa hankkeissa. Käyttönopeus on silti puutteellinen muuttuja kuvaamaan EU:n varojen tehokasta käyttöä. Kuten Euroopan tilintarkastustuomioistuin on osoittanut, kiire saada EU:n varat käytetyksi talousarviokauden loppua kohden voi aiheuttaa

⁶⁶ Ks. K. Masuch, E. Moshhammer ja B. Pierluigi, "Institutions, public debt and growth in Europe", Working Paper Series -julkaisusarja, nro 1963, EKP, syyskuu 2016.

⁶⁷ Ks. D. Sondermann, "Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures", Working Paper Series -julkaisusarja, nro 1984, EKP, marraskuu 2016. Vastaavasti ne euroalueen maat, joilla on ennestään makrotaloudellisia heikkouksia, kärsivät sokin yhteydessä todennäköisemmin syvistä talouden taantumista. Ks. D. Sondermann ja N. Zorell, "A macroeconomic vulnerability model for the euro area", Working Paper Series -julkaisusarja, nro 2306, EKP, elokuu 2019.

⁶⁸ Tältä kannalta investointien ja uudistusten keskinäinen tärkeysjärjestys ja niiden huolellinen toteutusjärjestys ovat olennaisen tärkeitä.

⁶⁹ Ks. A. Consolo, M. Langiulli ja D. Sondermann, "Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang", Applied Economics Letters, vol. 26(7), 2019.

⁷⁰ Kaudella 2014–2020 tämä monivuotisen rahoituskehityksen maksatusajan pidennys oli kolme vuotta, kausilla 2007–2013 ja 2021–2027 puolestaan kaksi vuotta.

tuhlailevaa varainkäyttöä.⁷¹ Tämä viittaa siihen, että julkishallinnon laatu ja kapasiteetti ovat todennäköisesti ratkaisevia tekijöitä NGEU:n varojen onnistuneessa käytössä, ja ne voisivatkin olla lupaava uudistusalue. Vaikka voikin viedä aikaa, ennen kuin kapasiteettia tehostavat julkisen sektorin uudistukset alkavat tuottaa täysimittaisia tuloksia, Euroopan komission teknisen tuen välineen (TSI) tehokkaalla käytöllä voidaan kenties helpottaa kansallisia kapasiteettirajoituksia etenkin lyhyellä aikavälillä.⁷² Tämä väline voi auttaa jäsenvaltioita hallitsemaan investointi- ja uudistushankkeiden elinkaarta ja vahvistaa valmiuksia niiden valmisteluun, toteutukseen, seurantaan ja arviointiin. EU:n lainsäädännöllä voidaan vastaavasti helpottaa ja nopeuttaa hankkeiden toteutusta luomalla yhtenäinen ja selkeä lainsäädäntökehys.

Kuvio B

EU:n rakennerahastojen varojen toteutuneet maksatusasteet ja NGEU:n varojen suunnitellut maksatusasteet

(prosentteina)



Lähteet: Euroopan komission ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat, jotka pohjautuvat julkaisuun Z. Darvas, "Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?", Bruegel Blog, 24.9.2020.

Huom. Vuosi 1 on kunkin ohjelman ensimmäinen vuosi: monivuotisen rahoituskehysten kaudella 2007–2013 se on vuosi 2007, kaudella 2014–2020 vuosi 2014 ja NGEU:n osalta vuosi 2021. Monivuotinen rahoituskehys sisälsi kaudella 2007–2013 koheesiorahaston, Euroopan aluekehitysrahaston ja Euroopan sosiaalirahaston, joista viimeinen ei kuulunut enää rahoituskehykseen kaudella 2014–2020. Monivuotisen rahoituskehysten maksatusaste esitetään sinä osuutena EU:n talousarvion tietyille jäsenvaltioille sidotusta kokonaismäärästä, jonka komissio on maksattanut. Monivuotiseen rahoituskehykseen liittyvät laskelmat kattavat vain euroalueen maat (painottamaton keskiarvo). NGEU:n käyrässä esitetään maksatukset Euroopan komission odotusten perusteella.

Asianmukaisilla kansallisilla valvonta- ja tarkastusjärjestelmillä voi myös olla keskeinen rooli elpymispaketin tehokkaan toteutuksen varmistamisessa. Kuten Euroopan komissio on korostanut jäsenvaltioiden elpymis- ja palautumissuunnitelmien laatimista koskevassa ohjeistuksessaan, tällaisiin valvontajärjestelmiin voi sisältyä varotoimenpiteitä korruption, petosten ja eturistiriitojen ehkäisemiseksi.⁷³ Ympäristövaikutusmenettelyjen oikea-aikainen toteutus sekä keskus- ja paikallishallinnon välisten yhteistyömenettelyjen tarkka

⁷¹ Ks. Euroopan tilintarkastustuomioistuin, "Komission ja jäsenvaltioiden ohjelmakauden 2007–2013 viimeisinä vuosina toteuttamilla toimilla puututtiin varojen vähäiseen käyttöön mutta ei keskitytty riittävästi tuloksiin", erityiskertomus nro 17, 2018.

⁷² Teknisen tuen välineen yhtenä keskeisenä tavoitteena on tukea jäsenvaltioita elpymis- ja palautumissuunnitelmien laatimisessa ja toteutuksessa esimerkiksi tarjoamalla asiantuntemusta, henkilöstöä ja koulutusta. Välineen budjetti on tämänhetkiselä EU:n talousarviokaudella 864 miljoonaa euroa.

⁷³ Ks. Euroopan komissio, "Guidance to Member States recovery and reconciliation plans", Staff Working Document (2021) 12 final, 22.1.2021.

määrittely toimivaltakonfliktien välttämiseksi edistäisivät niin ikään investointi- ja uudistushankkeiden sujuvaa toteutusta. Jos näihin näkökohtiin panostetaan riittävästi, elpymispaketin koko makrotaloudellinen vaikutus todennäköisesti tehostuu.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3.6	3.0	1.3	0.6	6.7	1.9	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2019	2.8	2.2	1.4	0.3	6.0	1.3	2.1	2.2	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	.	-3.3	-9.9	-4.8	2.3	-6.6	1.4	1.8	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2020 Q1	-3.4	-1.3	-2.9	-0.6	-9.7	-3.8	2.1	2.2	2.1	0.2	0.5	5.0	1.1
Q2	-6.6	-9.0	-19.0	-8.3	11.6	-11.6	0.9	1.6	0.4	0.2	0.1	2.7	0.2
Q3	8.1	7.5	16.1	5.3	3.0	12.5	1.3	1.7	1.2	0.2	0.2	2.3	0.0
Q4	.	1.0	1.0	3.0	2.6	-0.7	1.2	1.6	1.2	0.2	-0.8	0.1	-0.3
2020 Sep.	-	-	-	-	-	-	1.3	1.7	1.4	0.5	0.0	1.7	-0.3
Oct.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.6	1.2	0.7	-0.4	0.5	-0.3
Nov.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.6	1.2	0.3	-0.9	-0.5	-0.3
Dec.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.6	1.4	0.6	-1.2	0.2	-0.3
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1.4	0.7	-0.6	-0.3	0.9
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	0.9

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾					
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.8	4.5	3.2	5.9
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.3	-0.8
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.6	-4.7	-4.6
2020 Q1	46.1	47.9	47.4	44.4	42.0	44.2	46.7	45.9	46.0	-2.0	-2.0	-2.0
Q2	37.9	37.3	30.5	31.5	52.6	31.3	40.6	36.9	35.0	-8.6	-8.6	-8.5
Q3	52.0	53.1	57.5	45.6	54.7	52.4	52.6	51.7	49.0	7.8	8.7	6.8
Q4	54.2	56.8	50.5	48.2	56.3	48.1	54.6	54.0	50.8	4.4	4.9	3.8
2020 Sep.	53.0	54.3	56.5	46.6	54.5	50.4	53.1	53.0	51.0	7.8	8.7	6.8
Oct.	54.2	56.3	52.1	48.0	55.7	50.0	53.7	54.3	50.4	7.3	8.1	6.4
Nov.	54.8	58.6	49.0	48.1	57.5	45.3	55.3	54.7	51.6	5.7	6.7	4.6
Dec.	53.5	55.3	50.5	48.5	55.8	49.1	54.7	53.1	50.4	4.4	4.9	3.8
2021 Jan.	53.3	58.7	41.2	47.1	52.2	47.8	54.0	53.0	49.3	.	.	.
Feb.	54.2	59.5	49.6	48.2	51.7	48.8	53.6	54.4	49.8	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0.45	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.31	-0.05
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2020 Aug.	-0.55	-0.47	-0.52	-0.48	-0.43	-0.36	0.25	-0.05
Sep.	-0.55	-0.47	-0.52	-0.49	-0.46	-0.41	0.24	-0.09
Oct.	-0.55	-0.47	-0.54	-0.51	-0.49	-0.47	0.22	-0.10
Nov.	-0.56	-0.47	-0.54	-0.52	-0.51	-0.48	0.22	-0.10
Dec.	-0.56	-0.47	-0.56	-0.54	-0.52	-0.50	0.23	-0.10
2021 Jan.	-0.56	-0.48	-0.56	-0.55	-0.53	-0.50	0.22	-0.08
Feb.	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.52	-0.50	0.19	-0.09

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2018	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2020 Aug.	-0.58	-0.62	-0.66	-0.63	-0.37	0.25	0.58	0.30	-0.68	-0.71	-0.43	0.15
Sep.	-0.62	-0.64	-0.69	-0.71	-0.50	0.15	0.56	0.20	-0.69	-0.78	-0.58	-0.04
Oct.	-0.71	-0.75	-0.80	-0.81	-0.60	0.15	0.75	0.27	-0.81	-0.88	-0.68	-0.17
Nov.	-0.72	-0.72	-0.75	-0.75	-0.55	0.17	0.73	0.32	-0.75	-0.81	-0.62	-0.13
Dec.	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021 Jan.	-0.62	-0.70	-0.75	-0.74	-0.51	0.19	0.99	0.46	-0.78	-0.82	-0.58	-0.04
Feb.	-0.61	-0.65	-0.67	-0.55	-0.25	0.41	1.33	0.78	-0.69	-0.66	-0.26	0.32

Source: ECB calculations.

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

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

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2020 Aug.	361.8	3,297.7	785.5	207.6	161.9	78.9	123.8	641.3	677.3	355.8	253.6	841.5	3,391.7	22,874.2
Sep.	359.2	3,260.7	800.6	215.7	162.0	75.4	119.0	638.1	669.1	347.2	245.9	822.8	3,365.5	23,306.9
Oct.	355.1	3,180.4	784.7	220.4	162.0	69.8	112.9	641.0	660.8	350.5	240.0	809.1	3,418.7	23,451.4
Nov.	377.7	3,391.8	824.1	238.4	167.0	80.5	130.3	692.7	653.1	364.4	249.2	820.1	3,549.0	25,384.9
Dec.	394.0	3,530.9	852.2	249.1	170.2	88.6	140.6	718.0	697.6	373.2	252.2	814.8	3,695.3	26,773.0
2021 Jan.	403.1	3,592.2	877.5	251.5	170.7	91.6	140.8	734.6	743.4	391.6	254.3	835.5	3,793.7	28,189.1
Feb.	410.0	3,667.1	873.5	258.5	168.5	90.7	146.1	751.4	785.6	372.8	253.9	851.8	3,883.4	29,458.8

Source: Refinitiv.

2 Financial developments

2.4 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	
2020 Feb.	0.02	0.36	0.33	0.70	5.62	16.60	5.48	5.58	6.13	2.20	1.43	1.54	1.38	1.36	1.71	1.41
Mar.	0.02	0.36	0.31	0.64	5.60	16.19	5.47	5.45	5.88	2.06	1.39	1.54	1.35	1.35	1.65	1.39
Apr.	0.02	0.36	0.23	0.73	5.38	16.06	3.60	5.50	5.54	1.99	1.30	1.54	1.35	1.43	1.67	1.43
May	0.02	0.36	0.24	0.70	5.26	16.06	4.12	5.30	5.64	1.83	1.47	1.58	1.40	1.41	1.70	1.42
June	0.02	0.35	0.23	0.71	5.28	16.02	4.41	5.14	5.57	1.87	1.44	1.64	1.38	1.39	1.68	1.42
July	0.02	0.35	0.22	0.74	5.16	15.92	4.73	5.27	5.70	2.00	1.43	1.59	1.34	1.38	1.67	1.40
Aug.	0.02	0.35	0.19	0.71	5.20	15.88	5.33	5.35	5.88	1.91	1.42	1.61	1.31	1.40	1.67	1.40
Sep.	0.02	0.35	0.19	0.70	5.23	15.86	5.07	5.25	5.75	1.94	1.39	1.61	1.31	1.37	1.66	1.38
Oct.	0.02	0.35	0.20	0.69	5.18	15.83	5.14	5.26	5.80	2.03	1.37	1.56	1.27	1.36	1.64	1.36
Nov.	0.02	0.35	0.20	0.71	5.11	15.78	5.01	5.25	5.90	2.04	1.37	1.54	1.29	1.35	1.63	1.35
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.72	4.99	15.78	4.93	5.08	5.71	1.93	1.35	1.52	1.27	1.33	1.62	1.32
2021 Jan. ^(a)	0.01	0.35	0.21	0.68	5.01	15.80	4.85	5.32	5.87	1.91	1.35	1.50	1.29	1.35	1.60	1.33

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

2.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{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	
2020 Feb.	0.00	-0.12	0.32	2.05	1.99	2.30	2.11	1.58	1.54	1.41	1.11	1.21	1.25	1.52
Mar.	0.00	-0.08	0.25	1.98	1.90	2.18	1.97	1.57	1.51	1.47	1.14	1.10	1.18	1.46
Apr.	0.00	-0.06	0.31	1.97	2.00	1.16	1.70	1.61	0.92	1.48	1.22	1.12	1.26	1.47
May	0.00	-0.10	0.39	1.89	1.87	1.21	1.62	1.54	0.86	1.56	1.23	1.07	1.31	1.46
June	0.00	-0.12	0.32	1.94	1.89	1.50	1.79	1.55	1.13	1.50	1.23	1.17	1.42	1.49
July	0.00	-0.18	0.27	1.86	1.98	1.86	1.87	1.60	1.31	1.51	1.24	1.17	1.38	1.52
Aug.	0.00	-0.20	0.39	1.83	1.88	1.90	1.94	1.57	1.40	1.49	1.29	1.31	1.20	1.51
Sep.	0.00	-0.20	0.26	1.88	1.95	2.11	1.94	1.55	1.43	1.49	1.22	1.32	1.31	1.52
Oct.	0.00	-0.21	0.26	1.82	1.95	2.21	1.96	1.56	1.46	1.50	1.22	1.42	1.40	1.53
Nov.	-0.01	-0.20	0.42	1.83	2.00	2.01	1.98	1.58	1.41	1.47	1.22	1.29	1.30	1.51
Dec.	-0.01	-0.18	0.25	1.83	2.04	1.94	1.94	1.62	1.43	1.44	1.34	1.23	1.27	1.51
2021 Jan. ^(a)	-0.01	-0.14	0.45	1.84	2.16	2.00	1.92	1.62	1.44	1.41	1.18	1.19	1.29	1.51

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2018	1,217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1,283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1,522	452	154	.	97	700	118	447	170	69	.	45	114	49
2020 Aug.	1,668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
Sep.	1,690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
Oct.	1,659	504	158	.	114	742	141	392	181	42	.	36	93	40
Nov.	1,626	493	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
Dec.	1,522	452	154	.	97	700	118	324	153	59	.	30	51	31
2021 Jan.	1,575	494	147	.	99	704	131	465	219	44	.	37	121	43
Long-term														
2018	15,744	3,687	3,162	.	1,247	7,022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16,312	3,817	3,398	.	1,321	7,151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17,242	3,891	3,195	.	1,449	7,982	725	295	67	70	.	27	114	16
2020 Aug.	17,191	3,928	3,172	.	1,442	7,969	680	161	21	45	.	3	85	8
Sep.	17,286	3,946	3,179	.	1,460	8,006	694	315	65	80	.	27	124	19
Oct.	17,287	3,937	3,204	.	1,456	7,978	713	275	47	78	.	27	91	32
Nov.	17,267	3,915	3,187	.	1,456	7,987	722	218	42	62	.	18	79	17
Dec.	17,242	3,891	3,195	.	1,449	7,982	725	199	38	102	.	17	36	7
2021 Jan.	17,354	3,892	3,201	.	1,457	8,069	736	308	81	55	.	21	133	19

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2018	16,961.3	4,191.4	3,332.0	.	1,318.6	7,445.8	673.5	7,023.4	465.0	1,099.2	5,459.2
2019	17,594.9	4,366.8	3,578.5	.	1,405.9	7,557.2	686.5	8,587.9	538.4	1,410.6	6,638.9
2020	18,763.9	4,343.3	3,348.5	.	1,546.3	8,682.6	843.1	8,442.0	460.7	1,351.3	6,630.0
2020 Aug.	18,859.7	4,432.8	3,328.3	.	1,563.5	8,713.2	821.9	7,723.5	395.0	1,191.2	6,137.3
Sep.	18,976.2	4,457.8	3,344.5	.	1,573.5	8,760.5	839.9	7,537.2	364.9	1,127.7	6,044.6
Oct.	18,945.6	4,440.2	3,361.7	.	1,569.6	8,720.1	854.1	7,230.6	348.2	1,102.7	5,779.7
Nov.	18,892.5	4,407.9	3,340.3	.	1,572.3	8,717.8	854.2	8,232.3	448.2	1,312.8	6,471.2
Dec.	18,763.9	4,343.3	3,348.5	.	1,546.3	8,682.6	843.1	8,442.0	460.7	1,351.3	6,630.0
2021 Jan.	18,928.9	4,385.3	3,347.8	.	1,555.8	8,773.2	866.7	8,327.8	437.5	1,344.7	6,545.6
Growth rate											
2018	1.9	1.7	3.0	.	3.3	1.9	-4.3	0.7	0.3	2.4	0.4
2019	3.1	3.8	5.0	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0
2020	7.4	1.2	2.6	.	12.3	10.9	24.3	1.3	0.0	3.0	1.1
2020 Aug.	7.7	2.8	4.6	.	12.1	10.2	18.2	0.3	-0.1	0.5	0.3
Sep.	7.9	2.7	4.3	.	11.7	10.6	21.2	0.6	-0.1	0.5	0.7
Oct.	8.2	2.5	4.4	.	11.9	11.0	24.2	1.0	0.1	2.2	0.8
Nov.	7.4	1.7	2.5	.	11.7	10.7	24.4	1.2	0.0	2.1	1.1
Dec.	7.4	1.2	2.6	.	12.3	10.9	24.3	1.3	0.0	3.0	1.1
2021 Jan.	7.4	0.2	2.9	.	11.5	11.3	25.4	1.4	0.0	4.3	1.0

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 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
2018	100.0	95.7	94.0	90.5	80.6	95.8	117.3	95.1
2019	98.2	93.3	92.9	88.7	78.9	93.1	115.5	92.4
2020	99.7	93.7	94.1	.	.	.	119.4	94.0
2020 Q1	97.5	91.8	92.4	88.0	78.2	92.9	115.2	91.2
Q2	98.8	93.1	93.2	88.6	81.6	93.8	118.1	93.3
Q3	101.2	94.9	95.3	90.0	78.7	94.5	121.7	95.6
Q4	101.3	94.9	95.3	.	.	.	122.3	95.7
2020 Sep.	101.6	95.0	95.6	-	-	-	122.5	95.8
Oct.	101.4	94.8	95.3	-	-	-	122.4	95.7
Nov.	100.7	94.4	94.7	-	-	-	121.6	95.2
Dec.	101.9	95.4	95.9	-	-	-	123.0	96.1
2021 Jan.	101.4	95.7	95.2	-	-	-	122.4	96.3
Feb.	100.8	95.3	94.5	-	-	-	121.5	95.8
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2021 Feb.	-0.7	-0.4	-0.7	-	-	-	-0.7	-0.5
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2021 Feb.	4.6	5.0	3.4	-	-	-	7.0	6.6

Source: ECB.

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7.808	7.418	25.647	7.453	318.890	130.396	4.261	0.885	4.6540	10.258	1.155	1.181
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2020 Q1	7.696	7.490	25.631	7.472	339.137	120.097	4.324	0.862	4.7973	10.669	1.067	1.103
Q2	7.808	7.578	27.058	7.458	351.582	118.410	4.503	0.887	4.8378	10.651	1.061	1.101
Q3	8.086	7.527	26.479	7.445	353.600	124.049	4.441	0.905	4.8454	10.364	1.075	1.169
Q4	7.901	7.559	26.667	7.443	360.472	124.607	4.505	0.903	4.8718	10.268	1.078	1.193
2020 Sep.	8.033	7.542	26.741	7.442	360.605	124.501	4.473	0.909	4.8602	10.428	1.079	1.179
Oct.	7.923	7.575	27.213	7.442	362.529	123.889	4.541	0.907	4.8747	10.397	1.074	1.178
Nov.	7.815	7.562	26.466	7.446	359.842	123.610	4.495	0.896	4.8704	10.231	1.079	1.184
Dec.	7.960	7.542	26.311	7.441	359.016	126.278	4.479	0.906	4.8703	10.174	1.081	1.217
2021 Jan.	7.873	7.565	26.141	7.439	359.194	126.308	4.533	0.893	4.8732	10.095	1.079	1.217
Feb.	7.814	7.573	25.876	7.437	358.151	127.493	4.497	0.873	4.8750	10.089	1.086	1.210
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2021 Feb.	-0.8	0.1	-1.0	0.0	-0.3	0.9	-0.8	-2.2	0.0	-0.1	0.6	-0.6
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2021 Feb.	2.4	1.6	3.3	-0.5	6.2	6.2	5.1	3.8	1.9	-4.5	2.0	10.9

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2019 Q4	27,829.5	27,882.0	-52.5	11,517.1	9,375.3	9,891.3	12,093.9	-85.5	5,693.1	6,412.8	813.6	14,759.7
2020 Q1	27,462.6	27,541.7	-79.1	11,265.3	9,318.6	8,883.9	11,121.5	-99.0	6,546.2	7,101.6	866.3	15,525.9
Q2	28,140.0	28,240.0	-100.0	11,316.2	9,503.7	9,854.1	11,939.3	-70.7	6,135.5	6,797.0	905.0	15,283.6
Q3	28,088.2	28,098.3	-10.1	11,165.5	9,335.2	9,972.6	12,062.8	-97.6	6,138.1	6,700.3	909.6	15,138.5
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2020 Q3	246.0	246.1	-0.1	97.8	81.8	87.3	105.6	-0.9	53.8	58.7	8.0	132.6
<i>Transactions</i>												
2020 Q1	608.6	594.5	14.1	-33.0	-59.8	-129.0	59.6	12.3	754.8	594.7	3.4	-
Q2	153.0	111.7	41.4	81.7	173.6	383.2	201.2	38.0	-353.1	-263.1	3.2	-
Q3	195.6	101.1	94.5	39.3	-15.8	86.8	113.7	-31.0	97.1	3.2	3.4	-
Q4	135.0	-11.0	146.0	-41.9	68.3	302.7	-210.8	-9.6	-118.3	131.5	2.1	-
2020 July	205.6	206.3	-0.7	64.1	39.9	9.5	59.0	5.1	127.4	107.5	-0.6	-
Aug.	48.9	-2.5	51.4	16.4	-7.5	57.8	33.4	-14.4	-12.2	-28.5	1.3	-
Sep.	-58.9	-102.8	43.8	-41.3	-48.3	19.5	21.3	-21.6	-18.2	-75.8	2.6	-
Oct.	166.5	134.1	32.4	13.2	-4.7	65.8	-18.5	-0.2	84.8	157.3	2.9	-
Nov.	219.9	188.7	31.2	34.8	100.6	85.8	-87.9	12.6	89.3	176.0	-2.6	-
Dec.	-251.4	-333.9	82.4	-89.9	-27.6	151.1	-104.5	-22.0	-292.4	-201.8	1.7	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2020 Dec.	1,092.2	796.2	296.0	46.1	166.3	643.8	163.6	9.7	380.5	466.2	12.1	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2020 Dec.	9.7	7.0	2.6	0.4	1.5	5.7	1.4	0.1	3.4	4.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2018	11,588.3	11,120.3	6,222.7	2,369.0	2,431.4	1,178.2	746.0	500.7	97.2	468.0	5,575.9	5,107.9
2019	11,937.2	11,489.4	6,376.3	2,454.4	2,622.6	1,257.9	771.1	586.9	36.1	447.7	5,758.9	5,311.2
2020	11,317.6	10,865.7	5,894.3	2,552.8	2,433.4	1,205.6	678.7	542.0	-14.8	452.0	5,150.9	4,698.9
2020 Q1	2,912.3	2,818.1	1,537.3	626.8	645.4	309.7	174.8	159.3	8.5	94.2	1,389.7	1,295.5
Q2	2,599.7	2,519.4	1,343.3	629.7	540.9	272.6	142.1	124.5	5.5	80.3	1,108.2	1,027.9
Q3	2,898.3	2,760.8	1,527.4	645.3	615.7	309.3	179.1	125.5	-27.6	137.5	1,296.9	1,159.4
Q4	2,897.0	2,759.8	1,484.5	651.7	625.8	311.4	180.4	132.3	-2.2	137.2	1,350.1	1,212.9
<i>as a percentage of GDP</i>												
2020	100.0	96.0	52.1	22.6	21.5	10.7	6.0	4.8	-0.1	4.0	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2020 Q1	-3.8	-3.4	-4.5	-0.3	-5.9	-2.8	-9.5	-7.5	-	-	-3.7	-2.9
Q2	-11.6	-11.0	-12.6	-2.2	-16.1	-12.3	-18.9	-20.8	-	-	-18.8	-18.2
Q3	12.5	10.2	14.1	4.6	13.9	13.8	26.0	0.7	-	-	16.7	11.8
Q4	-0.7	-0.6	-3.0	0.4	1.6	0.2	0.8	6.0	-	-	3.5	4.1
<i>annual percentage changes</i>												
2018	1.9	1.9	1.5	1.2	3.2	3.8	3.7	1.2	-	-	3.6	3.7
2019	1.3	1.9	1.3	1.8	5.7	3.4	2.1	16.4	-	-	2.5	3.9
2020	-6.6	-6.4	-8.0	1.2	-8.3	-5.7	-12.8	-8.2	-	-	-9.4	-9.2
2020 Q1	-3.3	-1.7	-3.9	1.1	0.8	-2.8	-10.2	26.9	-	-	-3.1	0.3
Q2	-14.6	-14.0	-16.1	-1.5	-20.8	-14.5	-27.3	-25.4	-	-	-21.4	-20.6
Q3	-4.2	-4.1	-4.6	2.4	-4.6	-3.5	-8.4	-1.7	-	-	-9.0	-9.2
Q4	-4.9	-5.8	-7.6	2.5	-8.7	-2.8	-6.9	-21.8	-	-	-5.6	-7.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020 Q1	-3.8	-3.3	-2.4	-0.1	-1.3	-0.3	-0.6	-0.4	0.5	-0.5	-	-
Q2	-11.6	-10.7	-6.7	-0.5	-3.6	-1.3	-1.1	-1.1	0.0	-0.9	-	-
Q3	12.5	10.0	7.4	1.1	2.9	1.4	1.4	0.0	-1.4	2.5	-	-
Q4	-0.7	-0.6	-1.6	0.1	0.3	0.0	0.0	0.3	0.6	-0.1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2018	1.9	1.8	0.8	0.2	0.6	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-
2019	1.3	1.8	0.7	0.4	1.2	0.4	0.1	0.7	-0.5	-0.5	-	-
2020	-6.6	-6.1	-4.3	0.2	-1.8	-0.6	-0.8	-0.4	-0.3	-0.5	-	-
2020 Q1	-3.3	-1.7	-2.1	0.2	0.2	-0.3	-0.7	1.1	0.0	-1.6	-	-
Q2	-14.6	-13.6	-8.6	-0.3	-4.7	-1.5	-1.8	-1.4	0.0	-1.0	-	-
Q3	-4.2	-3.9	-2.5	0.5	-1.0	-0.4	-0.5	-0.1	-1.0	-0.3	-	-
Q4	-4.9	-5.6	-4.1	0.5	-2.0	-0.3	-0.4	-1.2	-0.1	0.7	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2018	10,384.2	174.6	2,052.2	528.1	1,964.0	500.5	476.9	1,167.2	1,207.0	1,957.5	356.2	1,204.0
2019	10,695.4	178.8	2,064.2	570.0	2,028.0	530.7	481.5	1,204.8	1,252.7	2,019.8	364.9	1,241.8
2020	10,186.0	176.8	1,930.7	558.2	1,779.9	536.1	473.2	1,214.9	1,157.0	2,045.2	314.0	1,131.6
2020 Q1	2,620.1	44.6	498.6	141.4	479.0	133.2	120.9	302.2	306.1	507.6	86.4	292.2
Q2	2,341.0	44.7	427.4	125.8	379.1	127.6	115.7	296.3	262.2	492.8	69.5	258.7
Q3	2,605.5	43.8	493.3	144.4	469.1	137.0	118.7	305.3	291.9	520.0	82.0	292.7
Q4	2,605.5	43.9	512.1	145.9	451.3	136.6	117.6	306.6	297.1	519.6	74.8	291.4
<i>as a percentage of value added</i>												
2020	100.0	1.7	19.0	5.5	17.5	5.3	4.6	11.9	11.4	20.1	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2020 Q1	-3.4	-2.1	-3.8	-3.4	-6.2	-1.3	-1.0	-1.1	-3.4	-2.1	-6.8	-6.9
Q2	-11.8	0.1	-14.9	-12.3	-21.3	-4.3	-2.1	-2.5	-15.0	-6.4	-23.6	-9.5
Q3	12.2	0.6	15.9	14.2	23.4	7.2	2.9	2.5	11.6	9.1	22.5	14.4
Q4	-0.7	0.6	2.9	0.0	-4.2	-0.5	-0.5	-0.1	0.8	-1.1	-11.8	0.0
<i>annual percentage changes</i>												
2018	1.9	-0.2	1.6	2.4	1.8	6.4	0.9	1.3	3.7	1.0	0.9	1.6
2019	1.3	1.0	-0.9	3.0	2.0	4.7	1.3	1.5	1.7	1.0	1.3	1.5
2020	-6.5	-1.0	-7.6	-5.8	-13.2	0.4	-1.2	-0.9	-9.0	-2.4	-17.7	-7.2
2020 Q1	-2.9	-1.6	-4.9	-3.1	-5.8	2.1	-0.5	0.4	-2.8	-1.4	-6.4	-6.3
Q2	-14.6	-1.3	-18.9	-14.8	-25.9	-4.6	-3.2	-2.4	-17.7	-7.8	-28.7	-15.2
Q3	-4.3	-0.6	-5.8	-3.2	-8.9	2.2	-0.5	-0.4	-8.3	0.4	-12.6	-3.7
Q4	-5.1	-0.9	-2.4	-3.2	-12.8	0.8	-0.8	-1.1	-7.6	-1.1	-23.2	-3.7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020 Q1	-3.4	0.0	-0.7	-0.2	-1.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.4	-0.2	-
Q2	-11.8	0.0	-2.9	-0.7	-3.9	-0.2	-0.1	-0.3	-1.8	-1.2	-0.8	-
Q3	12.2	0.0	2.9	0.8	3.8	0.4	0.1	0.3	1.3	1.9	0.6	-
Q4	-0.7	0.0	0.6	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.4	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2018	1.9	0.0	0.3	0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2019	1.3	0.0	-0.2	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-
2020	-6.5	0.0	-1.5	-0.3	-2.5	0.0	-0.1	-0.1	-1.0	-0.5	-0.6	-
2020 Q1	-2.9	0.0	-0.9	-0.2	-1.1	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-
Q2	-14.6	0.0	-3.7	-0.8	-4.9	-0.2	-0.1	-0.3	-2.1	-1.5	-1.0	-
Q3	-4.3	0.0	-1.1	-0.2	-1.7	0.1	0.0	0.0	-1.0	0.1	-0.4	-
Q4	-5.1	0.0	-0.5	-0.2	-2.4	0.0	0.0	-0.1	-0.9	-0.2	-0.8	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 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>													
2018	100.0	85.8	14.2	3.1	14.6	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.2	6.8
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.1	13.9	3.0	14.5	6.2	24.5	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2018	1.6	1.8	0.1	-0.4	1.5	2.7	1.5	3.9	-1.1	2.0	2.8	1.3	0.1
2019	1.2	1.4	0.0	-2.0	0.8	2.0	1.3	3.6	-0.4	1.5	1.3	1.5	0.6
2020	-1.6	-1.6	-2.0	-3.2	-1.9	0.4	-3.6	1.3	-0.7	-0.2	-2.4	0.7	-3.4
2020 Q1	0.4	0.7	-1.5	-3.4	-0.4	1.1	0.3	2.5	-0.2	-0.2	0.7	1.2	-0.3
Q2	-2.9	-3.0	-2.7	-4.0	-2.2	-0.9	-5.7	0.7	-1.1	-1.5	-4.5	0.1	-5.9
Q3	-2.1	-2.0	-2.3	-3.1	-2.7	0.8	-4.2	0.9	-1.0	0.2	-3.5	0.6	-3.7
Q4	-1.9	-2.0	-1.6	-2.3	-2.4	0.5	-4.8	1.2	-0.6	0.6	-2.3	0.8	-3.7
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2018	100.0	81.1	18.9	4.3	15.0	6.8	25.8	3.0	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.8	3.1	2.4	1.0	13.9	21.8	6.1
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	14.9	6.9	24.2	3.3	2.5	1.1	13.9	23.2	5.7
<i>annual percentage changes</i>													
2018	1.7	2.1	0.0	0.1	1.4	3.3	1.5	4.1	-0.9	2.7	3.2	1.4	0.5
2019	0.9	1.2	-0.4	-2.6	0.2	1.8	0.9	3.7	-0.2	1.4	1.1	1.3	0.4
2020	-7.7	-7.0	-10.6	-3.5	-7.5	-6.0	-13.6	-1.7	-3.2	-6.6	-7.7	-2.0	-13.3
2020 Q1	-3.9	-3.1	-7.3	-3.8	-4.5	-4.3	-5.7	0.9	-2.8	-4.9	-2.7	-1.7	-7.6
Q2	-16.8	-15.6	-22.2	-6.8	-16.3	-17.5	-27.1	-5.7	-6.5	-16.8	-16.9	-6.4	-27.9
Q3	-4.9	-4.7	-5.7	-1.9	-5.8	-0.9	-9.1	-2.0	-2.6	-3.2	-6.6	-0.2	-6.3
Q4	-6.5	-6.1	-8.2	-2.4	-5.7	-2.8	-13.5	-0.9	-2.2	-2.6	-5.8	-0.9	-12.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2018	0.1	0.3	-0.1	0.6	-0.1	0.6	-0.1	0.2	0.2	0.7	0.4	0.1	0.3
2019	-0.3	-0.2	-0.4	-0.6	-0.6	-0.2	-0.4	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
2020	-6.2	-5.5	-8.8	-0.3	-5.8	-6.3	-10.3	-3.0	-2.5	-6.4	-5.4	-2.7	-10.2
2020 Q1	-4.3	-3.8	-5.9	-0.4	-4.2	-5.4	-6.0	-1.6	-2.6	-4.7	-3.4	-2.8	-7.3
Q2	-14.3	-13.0	-20.1	-2.9	-14.4	-16.8	-22.7	-6.4	-5.5	-15.6	-13.0	-6.5	-23.3
Q3	-2.8	-2.7	-3.4	1.2	-3.2	-1.6	-5.1	-2.9	-1.6	-3.4	-3.3	-0.8	-2.7
Q4	-4.6	-4.2	-6.7	0.0	-3.4	-3.3	-9.2	-2.2	-1.6	-3.2	-3.5	-1.7	-8.8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment 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 2019			100.0		82.0	18.3		51.3		48.7				
2018	162.486	3.7	13.203	8.1	3.8	10.814	7.3	2.390	16.8	6.803	7.8	6.400	8.5	2.1
2019	163.200	3.5	12.233	7.5	3.3	9.999	6.7	2.234	15.6	6.269	7.2	5.963	7.9	2.3
2020	.	.	12.706	7.8	.	.	6.9	.	17.1	6.514	7.5	6.192	8.2	1.8
2020 Q1	162.385	3.4	11.852	7.3	3.1	9.617	6.5	2.235	15.8	6.028	6.9	5.824	7.7	1.9
Q2	159.969	3.5	11.886	7.4	2.5	9.589	6.6	2.297	16.8	6.258	7.3	5.629	7.6	1.6
Q3	162.001	3.6	13.373	8.3	3.1	10.769	7.3	2.604	18.5	6.832	7.9	6.540	8.7	1.7
Q4	.	.	13.712	8.2	.	.	7.4	.	17.3	6.937	7.7	6.775	8.8	1.9
2020 Aug.	-	-	14.219	8.7	-	11.553	7.7	2.666	18.9	7.201	8.2	7.018	9.2	-
Sep.	-	-	14.167	8.6	-	11.621	7.7	2.545	18.0	7.117	8.1	7.050	9.2	-
Oct.	-	-	13.745	8.4	-	11.312	7.5	2.433	17.4	6.911	7.9	6.834	9.0	-
Nov.	-	-	13.332	8.1	-	10.952	7.3	2.379	17.2	6.719	7.7	6.613	8.7	-
Dec.	-	-	13.274	8.1	-	10.903	7.3	2.371	17.2	6.723	7.7	6.550	8.6	-
2021 Jan.	-	-	13.282	8.1	-	10.926	7.3	2.356	17.1	6.733	7.7	6.549	8.6	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, annual and quarterly data are derived as simple averages of the monthly data. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in Q1 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

2) Not seasonally adjusted.

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

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2018	0.7	0.9	0.6	1.1	1.4	-1.5	1.8	2.8	1.6	1.4	2.0	0.6	0.9
2019	-1.3	-1.3	-2.4	-1.8	1.4	-2.1	2.1	-4.3	2.4	0.9	3.8	0.7	1.8
2020	-8.7	-9.1	-7.5	-13.3	-4.7	-5.4	-5.9	-10.7	-1.1	3.6	-2.7	-14.5	-25.0
2020 Q1	-6.0	-6.1	-5.4	-10.2	-0.6	-5.4	-3.7	-6.5	-1.3	4.8	-4.5	-10.0	-27.4
Q2	-20.1	-21.2	-19.5	-28.0	-13.2	-10.4	-15.4	-26.4	-6.7	2.9	-10.8	-29.2	-50.8
Q3	-6.9	-7.2	-5.7	-11.6	-2.2	-4.1	-2.2	-7.7	2.4	2.5	3.2	-5.0	-6.9
Q4	-1.8	-1.9	1.3	-3.8	-2.7	-2.1	-2.0	-2.1	1.1	4.4	0.6	-14.0	-9.2
2020 Aug.	-6.8	-7.3	-5.0	-12.6	-2.9	-3.2	0.4	-7.0	4.5	3.8	6.3	-3.8	-15.7
Sep.	-6.6	-7.1	-3.4	-13.1	-1.9	-2.5	-2.5	-5.8	2.5	2.7	3.5	-5.3	-1.8
Oct.	-3.7	-4.3	-1.0	-8.1	-2.2	0.5	-1.9	-3.1	4.4	5.0	5.6	-9.2	-4.8
Nov.	-0.6	-0.3	1.3	0.1	-2.6	-4.9	-0.6	-1.9	-1.9	2.4	-2.6	-18.4	-14.9
Dec.	-0.8	-1.0	4.1	-3.1	-3.2	-1.9	-2.3	-1.3	0.9	5.6	-0.6	-14.7	-8.0
2021 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6.4	5.9	-13.6	-18.3	-18.8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2020 Aug.	0.8	0.3	3.4	-1.3	-0.8	3.4	4.0	4.0	3.9	2.1	5.6	1.8	-0.6
Sep.	-0.1	0.0	0.7	0.9	1.4	-0.7	-2.9	1.1	-1.5	-1.4	-1.7	-1.6	0.9
Oct.	2.5	2.3	2.3	2.9	0.4	2.3	0.3	2.5	1.6	2.3	1.7	-3.6	3.0
Nov.	2.6	3.4	1.8	6.8	-1.2	-4.0	2.3	0.8	-5.4	-2.2	-7.3	-11.4	-7.2
Dec.	-1.6	-1.7	1.0	-3.1	-0.2	1.4	-3.7	-0.1	1.8	2.3	1.0	4.7	10.4
2021 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5.9	1.1	-12.0	-1.1	-22.5

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

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99.3	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2018	111.8	6.7	83.7	-4.8	7.2	1.3	15.2	90.4	54.9	54.7	54.5	54.6
2019	103.6	-5.2	82.0	-6.9	6.7	-0.5	10.8	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.2	-14.4	74.0	-14.3	-7.4	-12.9	-16.5	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2020 Q1	100.8	-8.2	74.6	-8.6	3.6	-3.0	6.7	88.0	47.2	45.1	43.9	44.2
Q2	72.0	-27.3	70.2	-18.5	-14.5	-26.4	-39.2	85.6	40.1	34.2	30.3	31.3
Q3	88.5	-13.6	74.2	-14.4	-10.6	-11.3	-18.0	85.9	52.4	56.0	51.1	52.4
Q4	91.4	-8.8	76.9	-15.6	-8.3	-10.9	-15.4	85.6	54.6	56.7	45.0	48.1
2020 Sep.	92.3	-11.5	-	-13.6	-9.1	-8.5	-11.0	-	53.7	57.1	48.0	50.4
Oct.	92.5	-9.3	76.3	-15.5	-8.0	-6.9	-12.0	86.2	54.8	58.4	46.9	50.0
Nov.	89.3	-10.2	-	-17.6	-9.0	-12.7	-17.0	-	53.8	55.3	41.7	45.3
Dec.	92.4	-6.8	-	-13.8	-8.0	-13.2	-17.1	-	55.2	56.3	46.4	49.1
2021 Jan.	91.5	-6.1	77.5	-15.5	-7.7	-18.5	-17.7	85.1	54.8	54.6	45.4	47.8
Feb.	93.4	-3.3	-	-14.8	-7.5	-19.1	-17.1	-	57.9	57.6	45.7	48.8

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving ratio (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12.2	93.7	1.7	2.3	5.4	4.3	4.1	35.0	6.9	77.3	4.1	9.6	2.7
2018	12.4	93.4	1.8	2.0	6.4	2.6	4.7	35.4	5.8	77.9	1.9	7.0	1.4
2019	12.9	93.8	1.8	2.6	4.9	5.8	3.9	34.6	5.7	77.7	2.4	3.4	1.9
2019 Q4	12.9	93.8	1.0	2.6	2.5	5.8	3.9	34.6	5.7	77.7	2.4	-8.1	1.9
2020 Q1	13.8	93.6	0.8	2.6	-0.9	2.9	4.2	33.7	4.6	78.9	2.5	1.4	2.1
Q2	16.5	95.0	-3.5	3.3	-14.8	4.0	4.4	31.2	4.1	83.6	2.8	-28.8	1.9
Q3	17.6	95.7	1.1	3.5	-2.2	3.8	4.6	30.5	3.4	83.8	3.3	-14.2	2.1

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

3 Economic activity

3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account 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	
2020 Q1	1,058.4	1,007.7	50.7	586.9	497.5	242.1	251.8	200.1	192.5	29.4	65.9	10.8	10.8
Q2	860.0	817.9	42.1	467.0	413.2	190.7	182.9	176.0	152.2	26.4	69.6	10.6	15.6
Q3	948.7	881.0	67.7	548.3	455.0	193.0	184.8	179.0	179.2	28.4	62.0	11.1	10.2
Q4	1,000.4	912.8	87.6	586.8	480.8	214.9	185.0	170.1	173.4	28.6	73.7	22.8	18.3
2020 July	310.6	293.5	17.1	178.7	149.5	63.3	60.8	59.0	62.0	9.6	21.1	3.4	3.8
Aug.	314.3	290.9	23.4	182.5	151.2	62.4	60.8	60.0	59.2	9.4	19.8	4.2	2.6
Sep.	323.7	296.6	27.1	187.0	154.3	67.4	63.2	59.9	58.0	9.4	21.2	3.5	3.8
Oct.	330.8	305.0	25.8	191.6	157.3	71.8	63.0	57.5	62.5	10.0	22.2	4.3	3.5
Nov.	336.0	310.8	25.1	195.5	162.0	72.0	61.9	58.7	58.1	9.7	28.8	4.1	3.3
Dec.	333.7	297.0	36.7	199.7	161.5	71.2	60.1	53.9	52.7	8.9	22.7	14.4	11.5
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2020 Dec.	3,867.5	3,619.4	248.0	2,188.9	1,846.4	840.7	804.5	725.1	697.2	112.8	271.3	55.4	54.8
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2020 Dec.	34.2	32.0	2.2	19.4	16.3	7.4	7.1	6.4	6.2	1.0	2.4	0.5	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

3.9 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: Manufacturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	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>													
2020 Q1	-1.6	-4.1	578.6	274.6	116.2	176.2	480.8	507.4	282.6	83.1	134.1	370.7	55.7
Q2	-23.6	-21.6	447.0	218.0	87.6	133.0	369.3	423.1	220.7	77.5	119.2	319.7	26.1
Q3	-8.7	-11.5	531.3	248.3	107.8	164.9	447.9	469.1	243.0	83.6	134.0	358.9	34.3
Q4	-2.9	-6.0	566.9	.	.	.	479.6	489.4	.	.	.	376.5	.
2020 July	-10.6	-14.4	172.9	80.3	35.0	54.6	145.6	154.4	80.0	28.1	43.7	116.9	11.4
Aug.	-12.5	-13.4	176.0	82.1	35.8	54.4	147.7	155.2	79.9	27.7	44.6	119.7	11.8
Sep.	-3.5	-6.9	182.4	85.8	37.0	55.9	154.7	159.5	83.0	27.9	45.7	122.2	11.1
Oct.	-9.1	-11.6	186.0	86.1	37.2	59.0	157.7	160.9	85.5	26.9	44.9	122.5	11.1
Nov.	-1.1	-4.4	189.4	89.0	36.6	59.9	160.7	164.5	86.9	28.9	45.6	127.7	11.2
Dec.	2.3	-1.4	191.6	.	.	.	161.2	164.0	.	.	.	126.3	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2020 Q1	-4.0	-4.7	103.8	106.5	100.5	102.7	102.3	104.0	103.4	100.7	108.9	105.0	97.5
Q2	-23.6	-16.3	81.6	86.5	76.1	79.0	79.1	92.3	90.2	94.8	97.2	91.2	81.1
Q3	-7.2	-7.0	98.5	100.1	94.9	99.4	97.9	101.7	97.1	104.5	110.5	104.0	81.1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 June	-10.6	-7.7	89.8	91.8	83.8	90.9	88.0	95.9	91.3	101.1	104.1	97.0	81.1
July	-9.7	-10.3	95.5	96.1	92.2	98.4	94.7	100.1	95.6	104.4	108.0	101.3	80.0
Aug.	-10.8	-9.7	98.0	99.5	94.8	98.3	96.9	100.6	95.7	102.9	110.2	103.6	81.2
Sep.	-1.1	-1.0	101.9	104.6	97.8	101.4	102.0	104.4	100.0	106.3	113.3	106.9	82.2
Oct.	-7.6	-6.7	103.1	103.3	98.5	106.6	103.1	104.5	101.8	102.1	110.9	106.5	83.9
Nov.	0.3	0.5	104.6	107.2	95.8	107.3	104.5	106.0	102.9	106.9	112.4	110.3	83.4

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.1
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2020 Q1	104.7	1.1	1.1	0.8	1.5	0.1	0.6	1.4	0.1	-1.3	0.1	1.2	0.8
Q2	105.5	0.2	0.9	-0.6	1.2	-0.4	0.7	3.5	-0.1	-7.9	0.3	0.2	0.5
Q3	105.1	0.0	0.6	-0.7	0.7	0.0	-0.2	-1.9	0.4	0.9	-0.1	-0.1	0.4
Q4	105.0	-0.3	0.2	-0.9	0.5	0.0	0.1	0.5	-0.6	0.5	0.3	-0.4	0.6
2020 Sep.	105.0	-0.3	0.2	-1.0	0.5	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.4	0.0	-0.4	0.4
Oct.	105.2	-0.3	0.2	-0.8	0.4	0.1	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	-0.4	0.6
Nov.	104.8	-0.3	0.2	-1.0	0.6	0.1	0.1	0.7	-0.1	-0.1	0.2	-0.4	0.5
Dec.	105.2	-0.3	0.2	-1.0	0.7	0.1	0.0	-1.6	-0.1	1.6	0.2	-0.4	0.6
2021 Jan.	105.3	0.9	1.4	0.5	1.4	1.1	0.4	0.2	2.0	3.8	0.3	0.8	1.4
Feb. ³⁾	105.5	0.9	1.1	.	1.2	0.0	0.2	0.2	-0.4	0.9	0.1	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0	
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4	
2020 Q1	2.2	2.0	2.8	0.0	0.5	-1.0	1.6	1.4	1.7	0.0	1.6	1.5	
Q2	3.4	2.3	6.7	-2.7	0.2	-10.3	1.4	1.3	1.1	0.1	1.2	1.5	
Q3	1.8	1.5	2.8	-2.0	0.4	-8.1	1.3	1.2	-0.4	-0.7	0.6	1.4	
Q4	1.7	1.2	3.5	-2.4	-0.3	-7.8	1.2	1.2	-0.6	-1.5	0.6	1.3	
2020 Sep.	1.8	1.4	3.1	-2.5	-0.3	-8.2	1.3	1.2	-0.6	-0.8	0.3	1.3	
Oct.	2.0	1.3	4.3	-2.3	-0.1	-8.2	1.2	1.2	-0.9	-1.8	0.4	1.2	
Nov.	1.9	1.2	4.2	-2.5	-0.3	-8.3	1.2	1.2	-0.6	-1.3	0.5	1.3	
Dec.	1.3	1.1	2.1	-2.3	-0.5	-6.9	1.2	1.2	-0.3	-1.4	0.7	1.3	
2021 Jan.	1.5	1.3	2.0	-0.1	1.5	-4.2	1.2	1.1	1.0	-0.3	1.8	1.5	
Feb. ³⁾	1.4	1.3	1.4	.	1.0	-1.7	.	.	.	.	.	.

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

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2018	104.1	3.3	2.4	1.5	2.7	1.0	0.4	0.1	0.6	8.4	2.4	4.8	4.1
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.0	4.2	4.6
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	.	.	.
2020 Q1	103.7	-1.7	0.0	0.4	-1.4	1.1	2.3	3.3	0.6	-7.4	1.5	5.0	3.9
Q2	100.2	-4.5	-3.0	-0.5	-2.7	1.0	1.1	1.5	0.6	-15.5	0.8	5.0	5.8
Q3	101.4	-2.7	-2.0	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.6	-9.3	0.7	5.1	.
Q4	102.6	-1.7	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.0	-0.5	0.7	-6.7	.	.	.
2020 Aug.	101.3	-2.6	-1.8	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.5	-8.7	-	-	-
Sep.	101.7	-2.3	-2.2	-0.3	-1.6	0.8	0.4	0.1	0.6	-8.3	-	-	-
Oct.	102.1	-2.0	-1.9	-0.2	-1.3	0.8	0.3	0.0	0.7	-7.7	-	-	-
Nov.	102.4	-2.0	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.1	-0.4	0.7	-7.6	-	-	-
Dec.	103.3	-1.1	-1.3	0.1	-0.1	0.8	-0.3	-1.0	0.6	-4.8	-	-	-
2021 Jan.	104.7	0.0	-0.6	0.7	0.9	0.8	-0.4	-1.0	0.6	-1.6	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2018	103.4	1.4	1.7	1.5	1.7	1.9	1.5	2.2	60.4	-0.7	-5.9	4.3	-0.3	-5.7	5.7
2019	105.2	1.7	1.4	1.1	1.8	2.1	0.7	0.1	57.2	1.6	3.7	-0.1	2.6	7.4	-2.3
2020	106.8	1.5	1.0	0.5	2.8	1.2	-1.3	-2.6	37.0	1.5	3.5	-0.3	-0.9	0.0	-1.8
2020 Q1	106.4	1.8	1.3	1.1	2.4	1.7	0.0	-1.2	45.9	1.8	7.4	-3.1	1.2	7.1	-4.9
Q2	107.4	2.3	1.3	0.7	4.7	1.1	-2.0	-4.3	28.5	-2.4	4.0	-8.1	-4.3	0.1	-9.2
Q3	106.4	1.0	0.6	0.1	2.1	0.6	-1.8	-2.8	36.5	2.1	1.9	2.4	-0.4	-1.6	1.0
Q4	107.1	1.1	0.9	0.0	2.1	1.4	-1.4	-2.2	37.4	4.4	0.8	7.9	0.0	-5.2	6.2
2020 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	34.9	3.6	4.0	3.2	1.0	0.2	1.9
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	34.4	2.7	2.6	2.9	0.0	-1.3	1.4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36.5	3.7	0.7	6.6	-1.6	-7.0	5.0
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.0	6.7	-0.8	14.0	1.6	-7.1	12.0
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	44.8	10.9	4.4	17.0	6.3	-0.9	14.8
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.2	17.1	8.3	25.6	13.2	4.9	23.0

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

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

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

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.6	-	-4.5	32.3	56.7	56.3	-	49.7
2018	11.5	7.5	9.6	12.6	20.6	65.4	57.9	56.1	52.7
2019	4.2	7.3	9.1	7.5	18.2	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-1.3	1.6	-0.8	-5.8	10.9	49.0	52.1	48.7	47.2
2020 Q1	2.0	6.7	7.5	4.0	13.2	45.6	54.7	48.0	49.7
Q2	-6.9	-3.6	-7.4	-11.6	11.0	44.2	48.1	46.1	43.3
Q3	-1.7	0.9	-0.6	-7.8	12.4	49.4	52.9	49.3	47.7
Q4	1.6	2.6	-2.7	-7.8	7.0	56.7	52.6	51.6	48.3
2020 Sep.	-1.3	2.7	-0.9	-6.0	10.8	50.6	53.0	49.6	47.1
Oct.	0.5	3.2	-2.1	-7.0	9.2	52.9	53.1	50.5	48.7
Nov.	0.2	1.4	-4.0	-8.2	6.9	55.9	51.5	51.6	47.7
Dec.	4.1	3.3	-2.0	-8.3	4.7	61.4	53.1	52.6	48.4
2021 Jan.	4.8	2.8	-3.1	-6.0	5.3	68.3	53.2	52.2	47.3
Feb.	9.7	3.9	-3.2	-5.7	7.2	73.9	53.2	56.5	48.1

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2018	104.2	2.4	2.3	2.7	2.5	2.1	2.0
2019	106.8	2.5	2.7	1.9	2.3	2.7	2.2
2020	.	.	.	.	.	.	1.8
2020 Q1	103.1	3.5	3.6	3.0	3.1	4.4	1.9
Q2	115.0	3.6	4.5	0.6	3.5	3.7	1.7
Q3	105.0	1.5	2.1	-0.4	1.5	1.8	1.6
Q4	.	.	.	.	.	.	1.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

4 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2018	103.4	1.9	1.0	1.8	2.2	1.8	-0.1	0.3	4.4	1.9	2.4	2.4
2019	105.3	1.9	-1.1	3.3	1.0	1.4	0.7	0.5	2.5	1.0	2.6	1.9
2020	110.2	4.6	-1.7	3.4	4.7	6.3	1.2	0.3	0.6	6.6	5.6	15.5
2020 Q1	109.0	4.4	-0.8	4.2	2.5	5.2	2.6	-0.1	1.7	5.0	5.1	6.5
Q2	114.0	8.6	-2.9	11.4	7.3	12.3	3.3	1.7	-4.6	9.4	10.5	21.8
Q3	108.6	2.8	-1.7	1.4	5.2	3.6	-1.0	-0.6	2.5	6.3	2.8	11.3
Q4	110.0	3.9	-1.2	-0.7	5.1	6.0	1.3	0.7	2.9	6.8	5.0	25.4
Compensation per employee												
2018	105.3	2.2	1.2	1.9	1.9	2.1	2.3	2.4	3.7	2.8	2.1	3.2
2019	107.3	1.9	1.8	1.6	2.0	2.1	1.8	2.2	2.5	1.4	2.1	2.6
2020	106.6	-0.6	0.5	-2.6	-1.7	-4.3	0.3	-0.1	0.0	-0.5	2.4	-1.6
2020 Q1	107.2	0.6	1.0	-0.5	-1.8	-1.3	2.1	-0.4	2.3	1.4	2.4	0.0
Q2	102.2	-4.5	-0.2	-7.6	-7.7	-11.8	-2.2	-0.4	-5.5	-5.6	1.7	-7.7
Q3	108.4	0.6	0.9	-1.8	1.1	-1.4	0.2	-0.1	1.9	1.0	2.6	1.0
Q4	108.7	0.7	0.3	-0.7	1.2	-2.9	0.8	0.5	1.1	1.0	3.0	0.0
Labour productivity per person employed												
2018	101.8	0.3	0.2	0.2	-0.3	0.3	2.4	2.1	-0.7	0.9	-0.3	0.8
2019	101.9	0.1	3.0	-1.7	1.0	0.7	1.0	1.7	0.0	0.3	-0.5	0.8
2020	96.7	-5.0	2.2	-5.8	-6.2	-9.9	-1.0	-0.4	-0.7	-6.7	-3.0	-14.8
2020 Q1	98.4	-3.7	1.8	-4.5	-4.2	-6.1	-0.5	-0.3	0.5	-3.4	-2.5	-6.1
Q2	89.6	-12.0	2.8	-17.1	-14.0	-21.5	-5.3	-2.0	-1.0	-13.8	-7.9	-24.2
Q3	99.8	-2.2	2.6	-3.2	-4.0	-4.9	1.3	0.5	-0.6	-5.0	-0.2	-9.3
Q4	98.8	-3.1	1.5	0.0	-3.7	-8.4	-0.4	-0.2	-1.7	-5.4	-1.9	-20.2
Compensation per hour worked												
2018	105.0	1.9	0.8	2.0	0.9	1.9	2.0	2.3	2.8	2.1	2.0	2.7
2019	107.2	2.2	2.0	2.1	2.2	2.3	1.7	1.8	2.8	1.6	2.3	2.9
2020	112.8	5.2	2.5	2.9	3.9	6.2	3.0	2.0	5.2	4.7	4.8	7.4
2020 Q1	110.8	4.5	4.0	3.5	3.5	4.0	3.5	1.9	5.6	4.4	5.1	7.2
Q2	117.3	9.8	4.1	7.0	8.7	12.6	3.9	4.6	6.4	7.1	7.7	14.8
Q3	111.2	3.4	0.8	1.2	2.1	4.3	3.2	1.1	4.8	4.4	3.0	3.2
Q4	113.4	5.1	1.8	2.5	3.9	6.9	2.4	1.8	5.6	4.4	4.5	6.9
Hourly labour productivity												
2018	102.0	0.2	-0.4	0.3	-0.9	0.3	2.2	1.9	-1.4	0.5	-0.4	0.4
2019	102.4	0.4	3.7	-1.1	1.2	1.1	0.9	1.5	0.1	0.6	-0.3	0.9
2020	103.6	1.2	2.5	0.0	0.2	0.5	2.1	2.1	6.1	-1.3	-0.4	-5.1
2020 Q1	102.7	0.6	2.2	-0.4	1.3	-0.1	1.2	2.4	5.5	-0.1	0.3	1.3
Q2	105.1	2.7	5.9	-3.1	3.4	1.6	1.2	3.6	17.3	-0.9	-1.6	-1.2
Q3	103.2	0.7	1.4	0.0	-2.4	0.3	4.3	2.1	2.9	-1.7	0.6	-6.8
Q4	104.3	1.6	1.5	3.5	-0.4	0.9	1.8	1.4	1.5	-1.9	-0.2	-12.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Repos			Money market fund shares			Debt securities with a maturity of up to 2 years		
	Currency in circulation	Overnight deposits		Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts															
2018	1,164.2	7,114.7	8,278.9	1,128.3	2,298.9	3,427.2	11,706.1	74.4	521.8	82.0	678.2	12,384.3			
2019	1,221.5	7,726.9	8,948.4	1,073.1	2,362.4	3,435.5	12,383.9	78.7	529.1	19.4	627.1	13,011.0			
2020	1,359.2	8,898.0	10,257.2	1,039.9	2,447.2	3,487.1	13,744.3	100.6	649.2	33.4	783.2	14,527.5			
2020 Q1	1,265.3	8,079.2	9,344.5	1,075.1	2,368.6	3,443.7	12,788.2	109.9	538.1	48.1	696.1	13,484.3			
Q2	1,302.8	8,425.2	9,728.0	1,075.3	2,400.8	3,476.1	13,204.1	95.2	582.2	20.1	697.6	13,901.7			
Q3	1,330.5	8,617.0	9,947.6	1,076.9	2,423.3	3,500.3	13,447.8	100.3	612.8	7.1	720.2	14,168.1			
Q4	1,359.2	8,898.0	10,257.2	1,039.9	2,447.2	3,487.1	13,744.3	100.6	649.2	33.4	783.2	14,527.5			
2020 Aug.	1,321.7	8,528.8	9,850.5	1,047.6	2,414.7	3,462.4	13,312.8	91.7	593.7	10.3	695.7	14,008.5			
Sep.	1,330.5	8,617.0	9,947.6	1,076.9	2,423.3	3,500.3	13,447.8	100.3	612.8	7.1	720.2	14,168.1			
Oct.	1,338.1	8,683.6	10,021.7	1,060.5	2,431.8	3,492.3	13,514.0	96.3	613.9	18.4	728.7	14,242.7			
Nov.	1,351.2	8,781.7	10,132.9	1,029.5	2,446.3	3,475.8	13,608.7	101.2	614.0	19.7	735.0	14,343.7			
Dec.	1,359.2	8,898.0	10,257.2	1,039.9	2,447.2	3,487.1	13,744.3	100.6	649.2	33.4	783.2	14,527.5			
2021 Jan. ^(p)	1,380.4	8,993.2	10,373.7	1,003.4	2,456.6	3,460.0	13,833.7	111.2	631.0	28.6	770.8	14,604.5			
Transactions															
2018	50.6	468.0	518.6	-73.2	44.8	-28.5	490.1	-0.9	12.6	-0.9	10.8	500.9			
2019	57.3	605.8	663.2	-59.7	61.5	1.7	664.9	4.1	-2.1	-56.6	-54.7	610.3			
2020	137.7	1,255.4	1,393.1	-27.2	85.6	58.4	1,451.5	19.2	124.1	13.9	157.3	1,608.8			
2020 Q1	43.8	347.7	391.5	0.0	6.1	6.1	397.6	30.9	9.2	26.8	66.8	464.4			
Q2	37.5	343.0	380.5	2.1	32.6	34.8	415.3	-14.1	44.2	-28.8	1.3	416.6			
Q3	27.7	269.0	296.8	5.6	22.9	28.5	325.3	5.9	29.8	-11.6	24.2	349.4			
Q4	28.7	295.6	324.3	-35.0	24.0	-11.0	313.3	-3.5	41.0	27.6	65.1	378.4			
2020 Aug.	11.0	65.8	76.8	-31.8	8.0	-23.8	53.1	-14.3	-2.8	-0.3	-17.4	35.6			
Sep.	8.9	84.4	93.3	28.0	8.7	36.7	129.9	8.3	19.1	-3.9	23.5	153.4			
Oct.	7.6	65.4	73.0	-17.8	8.5	-9.3	63.7	-4.0	1.1	11.7	8.7	72.5			
Nov.	13.1	108.3	121.3	-29.3	14.5	-14.7	106.6	0.8	0.2	1.8	2.8	109.4			
Dec.	8.0	121.9	129.9	12.1	1.0	13.0	143.0	-0.3	39.6	14.1	53.5	196.4			
2021 Jan. ^(p)	21.2	91.5	112.7	-37.6	11.2	-26.4	86.3	10.4	-18.1	-4.4	-12.1	74.3			
Growth rates															
2018	4.5	7.0	6.7	-6.1	2.0	-0.8	4.4	-1.3	2.5	-1.6	1.6	4.2			
2019	4.9	8.5	8.0	-5.3	2.7	0.1	5.7	5.4	-0.4	-71.4	-8.0	4.9			
2020	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	75.4	25.0	12.4			
2020 Q1	7.1	11.0	10.4	-3.8	1.8	0.0	7.4	47.4	2.2	51.9	9.7	7.5			
Q2	9.7	13.2	12.7	-3.3	2.6	0.7	9.3	28.2	11.0	-45.8	9.4	9.3			
Q3	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-66.6	12.7	10.4			
Q4	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	75.4	25.0	12.4			
2020 Aug.	10.4	13.7	13.3	-5.1	2.9	0.3	9.6	28.3	8.5	-49.1	8.6	9.5			
Sep.	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-66.6	12.7	10.4			
Oct.	10.7	14.3	13.8	-2.7	3.2	1.4	10.3	23.4	15.2	-25.8	14.5	10.5			
Nov.	11.1	15.1	14.5	-4.4	3.8	1.2	10.8	31.9	14.7	-15.7	15.5	11.0			
Dec.	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	75.4	25.0	12.4			
2021 Jan. ^(p)	12.3	17.1	16.4	-5.4	4.0	1.1	12.2	40.1	16.1	1.5	18.2	12.5			

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2018	2,334.2	1,901.4	277.3	147.9	7.6	6,645.3	4,035.6	517.8	2,090.6	1.3	996.0	204.8	436.2
2019	2,482.3	2,068.7	256.9	150.2	6.5	7,041.2	4,397.1	492.3	2,151.0	0.8	1,032.6	217.1	468.0
2020	2,985.0	2,528.4	310.3	143.1	3.3	7,647.5	4,954.6	437.5	2,254.6	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2020 Q1	2,610.9	2,191.4	264.0	147.9	7.6	7,173.7	4,535.9	472.2	2,165.0	0.6	1,151.4	224.3	472.6
Q2	2,869.9	2,396.8	318.7	148.3	6.2	7,349.4	4,683.7	462.8	2,202.0	0.9	1,084.7	226.5	466.0
Q3	2,958.3	2,481.3	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.2	240.4	469.6
Q4	2,985.0	2,528.4	310.3	143.1	3.3	7,647.5	4,954.6	437.5	2,254.6	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2020 Aug.	2,937.5	2,462.6	323.7	146.9	4.3	7,437.8	4,768.3	450.7	2,217.7	1.1	1,005.9	233.7	467.9
Sep.	2,958.3	2,481.3	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.2	240.4	469.6
Oct.	2,968.9	2,488.2	328.5	147.0	5.1	7,534.8	4,856.9	443.3	2,233.5	1.1	1,052.2	236.9	479.5
Nov.	2,966.9	2,502.2	312.7	146.4	5.5	7,595.0	4,903.6	441.0	2,249.2	1.1	1,074.6	238.9	483.5
Dec.	2,985.0	2,528.4	310.3	143.1	3.3	7,647.5	4,954.6	437.5	2,254.6	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2021 Jan. (p)	3,007.9	2,556.8	302.3	142.2	6.6	7,706.5	5,008.4	431.1	2,266.1	0.8	1,114.4	228.1	507.6
Transactions													
2018	94.6	106.8	-9.7	-1.0	-1.4	326.6	325.4	-45.0	45.6	0.5	1.7	-3.6	19.2
2019	149.6	167.1	-18.9	1.7	-0.4	394.6	360.2	-26.2	61.0	-0.5	26.9	11.0	29.7
2020	513.7	467.7	55.8	-6.9	-3.0	611.5	561.1	-53.8	104.3	-0.1	144.6	22.1	41.0
2020 Q1	126.0	120.8	6.4	-2.2	1.0	131.3	138.1	-20.6	14.0	-0.2	116.1	6.8	4.5
Q2	261.2	206.7	55.4	0.4	-1.3	177.6	149.0	-9.1	37.4	0.3	-71.4	2.7	-6.5
Q3	94.7	88.6	6.5	-1.3	0.9	144.3	134.8	-15.6	25.0	0.1	46.1	14.6	3.9
Q4	31.8	51.6	-12.6	-3.7	-3.5	158.3	139.2	-8.5	27.9	-0.2	53.9	-2.1	39.2
2020 Aug.	18.4	27.5	-7.8	-0.3	-1.0	44.3	42.3	-5.4	7.5	-0.1	-21.0	-7.6	-6.5
Sep.	20.0	18.5	-1.0	0.0	2.5	51.0	46.4	-4.5	9.1	-0.1	50.0	6.6	1.8
Oct.	9.1	6.8	4.0	0.1	-1.8	43.6	40.1	-3.2	6.6	0.1	-7.0	-3.5	9.8
Nov.	1.3	16.4	-15.1	-0.5	0.5	61.2	47.4	-2.1	15.8	0.1	25.5	2.2	4.2
Dec.	21.4	28.4	-1.5	-3.3	-2.2	53.5	51.6	-3.2	5.4	-0.3	35.4	-0.8	25.2
2021 Jan. (p)	21.6	27.2	-8.0	-1.0	3.3	59.6	53.0	-6.6	13.2	0.1	5.2	-9.8	-1.0
Growth rates													
2018	4.2	5.9	-3.4	-0.7	-16.2	5.2	8.8	-8.0	2.2	66.7	0.2	-1.7	4.6
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.8	5.9	8.9	-5.1	2.9	-36.8	2.7	5.3	6.8
2020	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2020 Q1	9.7	12.1	-2.2	-1.0	24.5	6.1	9.8	-8.5	2.4	-56.9	16.9	5.7	2.7
Q2	19.2	20.7	21.1	-1.8	-13.8	7.4	11.3	-9.4	3.6	-48.0	5.0	3.7	0.6
Q3	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
Q4	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2020 Aug.	19.9	21.3	24.6	-3.4	-31.4	7.5	11.5	-11.0	4.0	-40.8	4.8	0.8	1.1
Sep.	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
Oct.	20.5	21.6	26.9	-3.0	-28.5	7.9	11.9	-11.4	4.4	-34.0	7.4	7.0	2.7
Nov.	20.3	21.5	24.6	-3.1	2.4	8.3	12.2	-11.1	4.9	-32.9	11.0	6.7	3.2
Dec.	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2021 Jan. (p)	21.8	24.0	18.7	-5.3	65.1	9.1	13.2	-11.3	5.3	-6.3	15.6	4.7	8.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Adjusted loans ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2018	4,684.1	1,008.4	3,664.3	13,416.5	11,123.0	11,483.4	4,405.0	5,741.9	849.8	126.4	1,519.9	773.6
2019	4,660.7	986.8	3,662.2	13,865.4	11,452.3	11,839.5	4,475.7	5,931.1	893.5	152.0	1,562.5	850.6
2020	5,925.0	996.1	4,916.9	14,341.1	11,927.1	12,300.8	4,723.5	6,119.9	916.1	167.7	1,548.8	865.2
2020 Q1	4,794.6	1,007.2	3,775.6	14,055.9	11,692.0	12,067.7	4,605.0	5,965.4	960.7	160.9	1,564.9	799.0
Q2	5,279.2	1,005.9	4,261.6	14,244.9	11,781.7	12,163.6	4,718.4	5,995.4	912.6	155.2	1,646.7	816.6
Q3	5,737.1	1,003.0	4,722.3	14,200.5	11,868.4	12,226.5	4,731.8	6,066.1	912.6	157.9	1,517.9	814.2
Q4	5,925.0	996.1	4,916.9	14,341.1	11,927.1	12,300.8	4,723.5	6,119.9	916.1	167.7	1,548.8	865.2
2020 Aug.	5,622.8	1,000.7	4,610.3	14,173.0	11,842.5	12,206.1	4,750.5	6,031.3	904.4	156.4	1,513.6	816.8
Sep.	5,737.1	1,003.0	4,722.3	14,200.5	11,868.4	12,226.5	4,731.8	6,066.1	912.6	157.9	1,517.9	814.2
Oct.	5,803.5	1,003.7	4,788.0	14,232.9	11,900.3	12,260.0	4,738.4	6,092.6	910.3	158.9	1,528.8	803.9
Nov.	5,850.1	1,006.4	4,831.6	14,288.5	11,926.8	12,285.8	4,735.9	6,106.6	927.5	156.7	1,541.0	820.7
Dec.	5,925.0	996.1	4,916.9	14,341.1	11,927.1	12,300.8	4,723.5	6,119.9	916.1	167.7	1,548.8	865.2
2021 Jan. ^(p)	5,950.5	989.0	4,960.0	14,357.3	11,947.3	12,311.5	4,723.9	6,136.4	938.5	148.5	1,547.0	863.0
Transactions												
2018	91.5	-28.2	119.7	375.0	307.5	382.6	124.1	166.1	-0.3	17.7	88.5	-21.1
2019	-87.2	-23.3	-64.3	452.1	378.3	425.4	115.6	200.4	41.2	21.1	30.5	43.4
2020	1,046.4	13.3	1,033.0	737.1	539.9	560.7	288.8	209.1	26.2	15.8	169.6	27.7
2020 Q1	145.4	19.8	125.7	242.5	253.4	249.2	135.7	40.5	68.4	8.8	20.2	-31.1
Q2	465.6	-1.9	467.4	185.1	97.6	104.8	120.7	35.8	-53.3	-5.6	76.3	11.2
Q3	258.8	-2.8	261.6	154.4	105.0	86.7	28.9	72.1	1.1	2.9	44.3	5.0
Q4	176.6	-1.9	178.3	155.2	83.9	120.0	3.5	60.7	10.0	9.7	28.8	42.5
2020 Aug.	65.7	-3.7	69.5	60.4	35.8	28.6	21.7	18.8	-5.5	0.8	21.1	3.4
Sep.	96.1	2.3	93.8	30.3	25.8	21.3	-11.7	29.9	6.0	1.6	5.3	-0.8
Oct.	54.9	1.0	53.9	36.8	32.4	37.1	7.7	26.7	-2.6	0.7	11.8	-7.5
Nov.	42.8	2.9	39.5	47.4	34.6	40.2	2.1	15.1	19.6	-2.1	6.7	6.1
Dec.	78.9	-5.8	84.9	71.0	16.8	42.7	-6.2	18.9	-6.9	11.0	10.3	43.9
2021 Jan. ^(p)	35.0	-7.4	52.8	17.0	20.1	11.9	1.0	17.1	21.2	-19.2	-1.5	-1.7
Growth rates												
2018	2.0	-2.7	3.4	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	0.0	16.3	6.1	-2.6
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.1	2.0	5.5
2020	22.2	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.4	3.3
2020 Q1	1.6	0.4	2.0	4.3	4.8	5.1	5.0	3.3	11.3	20.7	3.0	-0.6
Q2	13.5	0.4	17.2	4.8	4.7	4.9	6.5	3.2	3.9	17.1	7.2	0.7
Q3	18.9	0.0	24.1	4.9	4.7	4.7	6.5	3.5	2.7	8.2	9.2	0.1
Q4	22.2	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.4	3.3
2020 Aug.	16.6	-0.7	21.4	5.0	4.6	4.7	6.5	3.3	2.2	11.4	10.8	1.0
Sep.	18.9	0.0	24.1	4.9	4.7	4.7	6.5	3.5	2.7	8.2	9.2	0.1
Oct.	20.3	0.0	25.9	4.9	4.6	4.7	6.3	3.6	1.7	14.0	10.4	-1.3
Nov.	21.2	0.4	27.0	5.0	4.8	4.8	6.3	3.6	4.3	7.3	10.3	-1.3
Dec.	22.2	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.4	3.3
2021 Jan. ^(p)	22.9	0.0	29.4	5.1	4.4	4.5	6.3	3.3	3.5	-2.6	11.9	2.9

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2018	4,405.0	4,489.1	991.4	844.2	2,569.4	5,741.9	6,024.9	682.6	4,356.4	702.9
2019	4,475.7	4,577.8	967.4	878.0	2,630.3	5,931.1	6,224.0	720.1	4,524.6	686.4
2020	4,723.5	4,841.3	898.8	1,012.2	2,812.5	6,119.9	6,389.8	700.2	4,725.1	694.6
2020 Q1	4,605.0	4,706.2	1,003.2	917.4	2,684.5	5,965.4	6,254.1	714.9	4,565.8	684.7
Q2	4,718.4	4,829.8	957.8	993.4	2,767.2	5,995.4	6,276.5	701.0	4,603.8	690.6
Q3	4,731.8	4,845.5	930.0	1,014.7	2,787.1	6,066.1	6,334.1	702.4	4,667.5	696.1
Q4	4,723.5	4,841.3	898.8	1,012.2	2,812.5	6,119.9	6,389.8	700.2	4,725.1	694.6
2020 Aug.	4,750.5	4,858.8	942.8	1,015.7	2,792.0	6,031.3	6,307.0	702.5	4,632.8	696.1
Sep.	4,731.8	4,845.5	930.0	1,014.7	2,787.1	6,066.1	6,334.1	702.4	4,667.5	696.1
Oct.	4,738.4	4,845.5	916.4	1,011.3	2,810.7	6,092.6	6,359.5	704.4	4,690.3	697.9
Nov.	4,735.9	4,842.3	911.8	1,004.9	2,819.3	6,106.6	6,376.2	701.7	4,708.6	696.4
Dec.	4,723.5	4,841.3	898.8	1,012.2	2,812.5	6,119.9	6,389.8	700.2	4,725.1	694.6
2021 Jan. ^(a)	4,723.9	4,838.3	889.4	1,006.6	2,827.9	6,136.4	6,404.2	697.1	4,745.6	693.6
Transactions										
2018	124.1	176.3	18.0	32.8	73.3	166.1	188.4	41.2	134.2	-9.3
2019	115.6	143.9	-13.2	43.6	85.3	200.4	217.2	40.9	168.6	-9.2
2020	288.8	325.2	-54.0	139.1	203.7	209.1	194.7	-11.9	210.7	10.3
2020 Q1	135.7	137.9	33.2	44.0	58.5	40.5	38.3	-3.7	45.0	-0.8
Q2	120.7	131.0	-39.1	80.4	79.4	35.8	29.1	-12.2	39.2	8.8
Q3	28.9	33.9	-22.5	15.9	35.6	72.1	59.7	5.8	65.0	1.3
Q4	3.5	22.4	-25.5	-1.2	30.2	60.7	67.6	-1.8	61.4	1.1
2020 Aug.	21.7	22.7	-2.8	8.3	16.2	18.8	19.5	2.5	16.0	0.3
Sep.	-11.7	-5.5	-12.9	0.8	0.4	29.9	22.1	-0.5	30.1	0.2
Oct.	7.7	2.2	-13.2	-2.9	23.8	26.7	26.4	2.2	22.7	1.7
Nov.	2.1	7.3	-2.7	-5.2	10.0	15.1	17.7	-3.7	19.3	-0.6
Dec.	-6.2	12.9	-9.6	6.9	-3.5	18.9	23.6	-0.4	19.4	-0.1
2021 Jan. ^(a)	1.0	-0.2	-9.4	-5.5	16.0	17.1	14.0	-2.5	20.6	-1.0
Growth rates										
2018	2.9	4.1	1.8	4.0	2.9	3.0	3.2	6.3	3.2	-1.3
2019	2.6	3.2	-1.3	5.2	3.3	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.7	4.7	1.5
2020 Q1	5.0	5.6	2.9	9.1	4.4	3.3	3.4	3.8	4.0	-1.2
Q2	6.5	7.2	-1.2	16.1	6.2	3.2	3.1	0.3	4.1	0.4
Q3	6.5	7.1	-3.9	17.3	6.9	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
Q4	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.7	4.7	1.5
2020 Aug.	6.5	7.2	-3.4	16.9	6.8	3.3	3.0	0.3	4.1	0.8
Sep.	6.5	7.1	-3.9	17.3	6.9	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
Oct.	6.3	6.9	-5.2	16.3	7.2	3.6	3.2	-0.1	4.6	1.5
Nov.	6.3	6.9	-4.6	15.1	7.4	3.6	3.1	-1.1	4.7	1.3
Dec.	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.7	4.7	1.5
2021 Jan. ^(a)	6.3	7.0	-5.9	14.9	7.8	3.3	3.0	-2.5	4.5	1.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

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										
2018	389.2	6,817.4	1,940.0	56.1	2,099.7	2,721.6	1,030.0	460.2	187.0	194.9
2019	364.2	7,058.9	1,946.1	50.1	2,156.5	2,906.2	1,455.7	452.3	178.9	187.2
2020	749.0	6,965.7	1,915.5	42.1	1,994.9	3,013.3	1,449.5	526.7	130.1	139.2
2020 Q1	409.5	7,036.5	1,937.1	47.2	2,119.9	2,932.3	1,562.5	517.4	183.7	196.5
Q2	673.3	7,042.9	1,934.5	44.1	2,080.4	2,983.8	1,562.5	531.2	159.2	174.3
Q3	806.2	7,039.7	1,934.3	43.0	2,059.7	3,002.7	1,574.2	502.1	139.9	147.3
Q4	749.0	6,965.7	1,915.5	42.1	1,994.9	3,013.3	1,449.5	526.7	130.1	139.2
2020 Aug.	819.5	7,026.8	1,938.9	43.1	2,033.7	3,011.1	1,556.6	502.5	170.4	177.6
Sep.	806.2	7,039.7	1,934.3	43.0	2,059.7	3,002.7	1,574.2	502.1	139.9	147.3
Oct.	864.3	7,038.0	1,933.5	42.7	2,036.5	3,025.3	1,578.9	529.7	148.7	154.3
Nov.	753.6	6,973.2	1,938.1	42.4	2,012.4	2,980.3	1,469.4	462.5	148.2	147.1
Dec.	749.0	6,965.7	1,915.5	42.1	1,994.9	3,013.3	1,449.5	526.7	130.1	139.2
2021 Jan. ^(p)	678.9	6,925.9	1,911.1	42.0	1,970.4	3,002.5	1,473.1	428.3	147.4	146.7
Transactions										
2018	45.5	51.0	-37.8	-4.9	16.1	77.6	88.4	42.6	16.2	23.6
2019	-24.3	107.8	-5.2	-3.3	27.3	89.0	309.4	19.4	-2.7	-2.5
2020	321.6	-34.4	-15.8	-8.0	-99.3	88.8	-28.6	141.0	-48.8	-48.0
2020 Q1	45.6	-45.4	-6.8	-2.9	-47.5	11.8	67.6	9.0	4.7	9.3
Q2	264.0	-0.3	-0.7	-3.1	-13.9	17.5	-28.9	58.5	-24.5	-22.2
Q3	69.2	10.7	-3.2	-1.1	6.1	8.9	27.4	-11.2	-19.3	-27.1
Q4	-57.1	0.6	-5.2	-0.9	-44.0	50.6	-94.6	84.7	-9.8	-8.1
2020 Aug.	63.3	3.1	4.2	-0.5	-10.9	10.2	17.3	-41.4	8.1	3.5
Sep.	-13.5	10.8	-6.0	-0.1	19.6	-2.7	23.0	1.4	-30.5	-30.3
Oct.	58.2	-11.7	0.1	-0.3	-24.3	12.9	1.6	25.7	8.8	7.1
Nov.	-110.7	-0.9	13.4	-0.2	-13.8	-0.2	-55.0	-37.2	-0.5	-7.3
Dec.	-4.7	13.1	-18.6	-0.4	-5.9	38.0	-41.2	96.2	-18.1	-7.9
2021 Jan. ^(p)	-70.2	-38.4	-6.8	-0.1	-30.7	-0.9	20.5	-106.8	17.3	7.5
Growth rates										
2018	13.0	0.8	-1.9	-8.0	0.8	2.9	-	-	8.1	7.7
2019	-6.3	1.6	-0.3	-5.9	1.3	3.2	-	-	-1.5	-1.5
2020	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2020 Q1	11.7	0.3	-0.1	-11.1	-2.6	2.9	-	-	-0.3	0.6
Q2	81.0	-0.4	-1.3	-19.6	-3.3	2.6	-	-	-10.5	-8.8
Q3	91.8	-0.4	-0.6	-19.4	-3.1	2.1	-	-	-24.1	-25.6
Q4	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2020 Aug.	89.8	0.0	1.2	-20.6	-4.0	2.5	-	-	-13.6	-16.6
Sep.	91.8	-0.4	-0.6	-19.4	-3.1	2.1	-	-	-24.1	-25.6
Oct.	108.5	-0.5	-0.7	-17.5	-3.6	2.2	-	-	-32.8	-34.6
Nov.	85.3	-0.7	-0.1	-17.1	-4.3	1.8	-	-	-30.0	-34.6
Dec.	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021 Jan. ^(p)	65.1	-0.9	-1.0	-14.0	-6.1	3.1	-	-	-13.9	-19.5

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1.5	-1.7	0.0	0.2	0.1	0.6
2017	-0.9	-1.4	0.1	0.2	0.1	1.0
2018	-0.5	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.0	0.2	1.0
2019 Q4	-0.6	.	.	.	.	1.0
2020 Q1	-1.1	.	.	.	.	0.5
Q2	-3.8	.	.	.	.	-2.2
Q3	-5.0	.	.	.	.	-3.4

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions	Compensation of employees			Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	46.3	45.8	12.6	13.0	15.3	0.5	47.7	44.2	10.0	5.4	2.1	22.7	3.6
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.2	43.3	9.9	5.3	1.9	22.4	3.8
2018	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.4	46.0	12.9	13.1	15.1	0.5	47.1	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8
2019 Q4	46.4	46.0	12.9	13.1	15.1	0.5	47.0	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8
2020 Q1	46.5	46.1	13.0	13.0	15.1	0.5	47.7	43.8	10.0	5.4	1.6	22.8	3.8
Q2	46.8	46.3	13.0	12.9	15.4	0.5	50.5	46.6	10.4	5.7	1.6	24.1	4.0
Q3	46.8	46.3	13.0	12.9	15.5	0.5	51.8	47.7	10.6	5.8	1.6	24.8	4.2

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90.1	3.3	15.7	71.0	47.5	30.8	42.6	9.4	80.7	17.9	29.9	42.3	87.9	2.2
2017	87.7	3.2	14.6	70.0	48.2	32.1	39.5	8.6	79.0	16.5	29.0	42.3	85.8	1.9
2018	85.8	3.1	13.8	68.8	48.0	32.4	37.8	8.1	77.7	16.1	28.4	41.3	84.2	1.6
2019	84.0	3.0	13.1	67.9	45.4	30.6	38.6	7.7	76.3	15.7	27.9	40.4	82.6	1.4
2019 Q4	84.0	3.0	13.1	67.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Q1	86.2	3.1	13.4	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	95.0	3.2	14.3	77.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.3	3.2	14.1	80.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2016	-0.8	-0.6	0.2	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.4	1.6
2017	-2.4	-1.0	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.3	0.9
2018	-1.9	-1.4	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-1.7	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9
2019 Q4	-1.7	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9
2020 Q1	-0.1	-0.5	0.4	0.7	0.5	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	1.8
Q2	8.9	2.2	3.4	3.0	2.8	0.2	-0.1	0.2	-0.3	0.6	3.3	7.4
Q3	11.5	3.4	3.2	3.3	2.9	0.3	-0.1	0.2	-0.3	0.2	4.9	8.5

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020	14.3	13.0	4.0	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8
2019 Q4	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020 Q1	12.3	10.9	4.1	1.4	0.4	7.5	2.1	1.2	-0.2	2.4	2.0	0.1	1.0
Q2	14.7	13.3	4.7	1.4	0.4	7.5	2.0	1.1	-0.2	2.3	2.0	0.1	0.9
Q3	15.2	13.8	4.4	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.8
2020 Aug.	14.8	13.4	5.1	1.4	0.3	7.4	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.9
Sep.	15.2	13.8	4.4	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.8
Oct.	15.0	13.6	3.9	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.2	0.0	0.8
Nov.	14.6	13.3	3.7	1.4	0.3	7.7	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.1	0.0	0.8
Dec.	14.3	13.0	4.0	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8
2021 Jan.	14.5	13.2	4.7	1.4	0.3	7.7	1.8	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.7

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2016	-2.4	1.2	-0.4	-0.7	0.5	-4.3	-3.6	-2.4	0.3	
2017	-0.7	1.4	-0.7	-0.3	0.7	-3.0	-3.0	-2.4	1.9	
2018	-0.8	1.8	-0.5	0.1	1.0	-2.5	-2.3	-2.2	-3.5	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.5	-2.9	-3.0	-1.6	1.5	
2019 Q4	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.5	-2.9	-3.0	-1.6	1.5	
2020 Q1	-2.6	1.1	-0.9	0.1	1.1	-3.4	-3.7	-2.3	2.1	
Q2	-6.0	-1.4	-2.9	-1.9	-1.8	-6.9	-5.9	-4.8	-2.2	
Q3	-7.0	-2.9	-3.5	-3.6	-4.6	-8.1	-6.1	-6.7	-4.4	
Government debt										
2016	105.0	69.3	9.9	74.1	180.8	99.2	98.0	134.8	103.1	
2017	102.0	65.1	9.1	67.0	179.2	98.6	98.3	134.1	93.5	
2018	99.8	61.8	8.2	63.0	186.2	97.4	98.1	134.4	99.2	
2019	98.1	59.6	8.4	57.4	180.5	95.5	98.1	134.7	94.0	
2019 Q4	98.1	59.6	8.4	57.4	180.5	95.5	98.1	134.7	94.0	
2020 Q1	103.4	61.0	8.9	58.9	180.7	99.0	101.3	137.6	96.2	
Q2	114.1	67.4	18.5	62.7	191.4	110.2	114.0	149.3	113.3	
Q3	113.2	70.0	18.5	62.0	199.9	114.1	116.5	154.2	119.5	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2016	0.2	0.2	1.9	0.9	0.0	-1.5	-1.9	-1.9	-2.6	-1.7
2017	-0.8	0.5	1.3	3.2	1.3	-0.8	-3.0	-0.1	-0.9	-0.7
2018	-0.8	0.6	3.1	2.0	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.3	2.4	0.5	1.7	0.7	0.1	0.5	-1.4	-1.0
2019 Q4	-0.6	0.3	2.4	0.5	1.7	0.7	0.1	0.5	-1.4	-1.0
2020 Q1	-0.7	-0.2	1.3	-1.5	1.5	0.4	-0.1	-0.8	-1.9	-1.2
Q2	-1.8	-2.4	-2.2	-5.1	-1.6	-3.4	-1.9	-4.8	-3.5	-3.3
Q3	-3.4	-4.3	-3.6	-8.0	-3.1	-5.5	-4.0	-5.4	-4.7	-4.5
Government debt										
2016	40.4	39.7	20.1	54.5	61.9	82.8	131.5	78.5	52.4	63.2
2017	39.0	39.1	22.3	48.8	56.9	78.5	126.1	74.1	51.7	61.3
2018	37.1	33.7	21.0	45.2	52.4	74.0	121.5	70.3	49.9	59.6
2019	36.9	35.9	22.0	42.6	48.7	70.5	117.2	65.6	48.5	59.3
2019 Q4	36.9	35.9	22.0	42.4	48.7	70.5	117.2	65.6	48.5	59.3
2020 Q1	37.1	33.0	22.2	43.9	49.5	73.1	119.5	69.0	49.7	64.3
Q2	42.9	41.4	23.9	51.0	55.2	82.5	126.0	78.3	60.3	68.6
Q3	44.6	45.9	26.1	53.7	55.2	79.1	130.8	78.5	60.8	66.9

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2021

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 10.3.2021 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-21-002-FI-N