

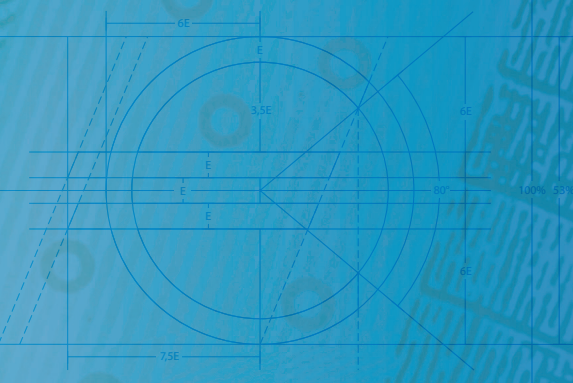


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

8/2021



Sisällys

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	7
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	16
3 Talouskehitys euroalueella	22
4 Hinnat ja kustannukset	30
5 Rahan määrä ja luotonanto	38
6 Julkisen talouden kehitys	47
Kehikot	51
1 Toimitusketjujen häiriöt ja niiden vaikutus maailmantalouteen	51
2 Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian työmarkkinakehitys pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla	58
3 Rahoitusolot euroalueen yritysten näkökulmasta	63
4 Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten mittareiden dekomponointi inflaatio-odotuksiin ja inflaatoriskipreemioon	71
5 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 28.7.-2.11.2021	76
6 Talousnäkyviä koskeva EKP:n viestintä vertailevassa tarkastelussa	82
7 Toimitusketjujen häiriöiden syyt ja niiden vaikutukset euroalueen tehdasteollisuuteen	87
8 Finanssipolitiikka vuonna 2022 – vuoden 2022 alustavat talousarviosuunnitelmat tarkastelussa	92
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

Talouskehitys

Maailmantalouden elpyminen jatkuu, vaikka lyhyellä aikavälillä kasvua jarruttavat vielä toimitushäiriöt, raaka-aineiden hinnannousu ja koronaviruksen omikron-muunnoksen vaikutus. Viimeaikaisten kyselytietojen perusteella talouskasvu oli heikkoa vielä vuoden 2021 viimeisen neljänneksen alussa. Etenkin teollisuustuotanto kärsi tarjontapuolen häiriöistä, mutta palvelusektorilla hyödyttiin taloudellisen toiminnan käynnistymisestä suurissa talouksissa. Maailmantalouden kasvu vuonna 2021 on arvioitu euroalueen talousnäkymistä joulukuussa 2021 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa heikommaksi kuin edellisissä asiantuntija-arvioissa, mutta kasvunäkymät vuodelle 2022 ovat ennallaan ja vuodelle 2023 aiempaa paremmat. Maailmantalouden BKT:n (ilman euroaluetta) arvioidaan kasvaneen 6,0 % vuonna 2021 ja kasvavan seuraavina vuosina vaihtelevasti eli 4,5 % vuonna 2022 sekä 3,9 % vuonna 2023 ja 3,7 % vuonna 2024. Euroalueen vientikysynnän arvioidaan kasvaneen 8,9 % vuonna 2021 ja kasvavan 4,0 % vuonna 2022 sekä 4,3 % vuonna 2023 ja 3,9 % vuonna 2024. Vientikysynnän arvioidaan kuitenkin nyt olevan vuosina 2021 ja 2022 heikompaa kuin aiemmissä asiantuntija-arvioissa. Taustalla on jatkuvien toimitushäiriöiden vaikutus tuontiin euroalueen ulkopuolelta. Tarjontapuolen häiriöiden odotetaan vähenevän vuoden 2022 toiselta neljännekseltä alkaen ja poistuvan vuoteen 2023 mennessä. Euroalueen kilpailijamaiden vientihinnat on arvioitu aiempaa korkeammiksi vuosina 2021 ja 2022 raaka-aineiden hinnannousun, toimitushäiriöiden ja piristyvän kysynnän seurauksena. Maailmantalouden kehitys voi poiketa arvioidusta. Epävarmuutta aiheuttaa etenkin pandemiakehitys. Riskit painottuvat arvioitua hitaamman kasvun suuntaan, ja inflaatiokehitykseen liittyy riskejä molempiin suuntiin.

Euroalueen talouden elpyminen jatkuu. Talouskasvu vaimenee nyt, mutta taloudellisen toiminnan odotetaan piristyvän taas vahvasti vuoden kuluessa.

Talouden jatkuvan elpymisen taustalla on vankka kotimainen kysyntä. Myös työmarkkinatilanne kohenee: yhä useammilla on työpaikka, ja yhä harvemmat ovat työpaikkojen säilyttämisyhteisöjen piirissä. Se vahvistaa kotitalouksien ansiokehitystä ja kulutusnäkyviä, ja pandemian aikana kertyneet säästöt edistävät nekin kulutusta. Taloudellinen toiminta vaimeni vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, ja kasvu pysynee hitaana myös alkuvuodesta 2022. Odotamme nyt, että tuotanto ylittää pandemiaa edeltäneet lukemat vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä. Osassa euroalueen maista rajoituksia on jouduttu taas tiukentamaan uuden pandemia-aallon vuoksi. Se saattaa hidastaa elpymistä etenkin matkailu-, ravintola- ja viihdealoilla. Pandemia heikentää kuluttajien ja yritysten luottamusta, ja

uusien virusmuunnosten leviäminen kasvattaa epävarmuutta. Lisäksi energiakustannusten nousu voi vähentää kulutusta. Joillakin sektoreilla teollisuustuotanto kärsii vielä materiaali-, laite- ja työvoimapulasta, ja myös rakennusosalalla on viiveitä. Tilanne jarruttaa joidenkin palvelualojenkin elpymistä. Tuotannon häiriöt jatkuvat vielä jonkin aikaa, mutta tilanteen odotetaan helpottuvan vuoden 2022 kuluessa.

Koronaviruspandemia rasitti julkista taloutta edelleen voimakkaasti vuonna 2021, mutta joulukuisten asiantuntija-arvioiden mukaan julkisen talouden rahoitusasema on jo paranemaan päin.

Alijäämäsuhteen arvioidaan alkaneen supistua ja olleen 5,9 % vuonna 2021 (7,2 % vuonna 2020). Sen arvioidaan olevan enää 3,2 % vuonna 2022, vakaantuvan sitten arviointijakson loppuun mennessä ja olevan vuonna 2024 hieman alle 2 %. Taustalla ovat suhdannekorjatun perusjäämän koheneminen ja etenkin vuonna 2022 merkittävästi suotuisampi suhdannekehitys. Euroalueen finanssipolitiikan mitoitus (puhdistettuna EU:n elpymisrahaston avustusten vaikutuksesta) tuki kasvua voimakkaasti vuonna 2020, ja sen arvioidaan kiristyneen vain hieman vuonna 2021. Vuonna 2022 merkittävä osa kriisiin liittyvistä tuista poistuu ja mitoituksen arvioidaan kiristyvän huomattavasti, joskin vähemmän kuin aiemmissa arvioissa on ennakoitu. Finanssipolitiikan odotetaan kiristyvän arviointijakson kuluessa vielä jonkin verran mutta tukevan yhä taloutta merkittävästi lähivuosina. Rahapolitiikan rinnalla tarvitaan edelleen kohdennettua ja kasvua tukevaa finanssipolitiikkaa. Näin voidaan auttaa taloutta sopeutumaan käynnissä oleviin rakennemuutoksiin. Kun Next Generation EU -ohjelmaa ja ilmastotavoitteita tukevaa ns. 55-valmiuspakettia ("Fit for 55") käytetään tehokkaasti, euroalueen maiden elpyminen on voimakkaampaa, tasapuolisempaa ja ympäristön kannalta kestävämpää.

Kasvun odotetaan piristyvän taas vahvasti vuoden 2022 kuluessa.

Joulukuun 2021 asiantuntija-arvioissa euroalueen BKT:n ennakoidaan kasvaneen 5,1 % vuonna 2021 ja kasvavan 4,2 % vuonna 2022 sekä 2,9 % vuonna 2023 ja 1,6 % vuonna 2024. Vuoden 2022 talouskasvu on nyt arvioitu hitaammaksi ja vuoden 2023 talouskasvu nopeammaksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuisissa arvioissa.

Inflaatiokehitys

Inflaatio nopeutui edelleen ja oli vuoden 2021 marraskuussa 4,9 %.

Inflaatiovauhti on yli 2 % myös suurimman osan vuotta 2022. Inflaation odotetaan pysyvän nopeana vielä jonkin aikaa mutta hidastuvan vuoden kuluessa. Inflaatio on kiihtynyt pääasiassa polttoaineiden, kaasun ja sähkön äkillisen kallistumisen vuoksi. Marraskuussa yli puolet kokonaisinflaatiosta johtui energian kallistumisesta. Lisäksi kysyntä ylittää tarjonnan joillakin sektoreilla erilaisten rajoitteiden vuoksi, mikä näkyy erityisesti kestokulutustavaroiden hinnoissa ja niiden palvelujen hinnoittelussa, joita ei ole voitu tarjota kuluttajille pandemian aikana. Saksan arvonlisäveroalennuksen päättymiseen liittyvä vertailuajankohdan vaikutus nopeutti inflaatiota vuoden 2021 loppuun saakka. Muiden inflaatiota kiihdyttävien tekijöiden väistymistä on vaikeampi ennakoita. Energian hinnan odotetaan kuitenkin vakaantuvan,

kulutuskäyttäytymisen normalisoituvan ja kansainvälisistä toimitushäiriöistä johtuvien hintapaineiden väistyvän vuoden 2022 kuluessa. Kun talous alkaa vähitellen toimia täydellä teholla ja työmarkkinatilanne kohenee entisestään, myös palkkakehitys nopeutuu. Markkinaindikaattoreiden ja kyselytutkimusten perusteella pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet verraten vakaina sitten lokakuun 2021 rahapolitiikkakokouksen. Ne ovat kuitenkin lähestyneet kahden prosentin inflaatiotavoitetta viime kuukausina. Näiden tekijöiden tuella pohjainflaation odotetaan nopeutuvan ja kokonaisinflaation palautuvan EKP:n tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 arvioiden mukaan vuotuinen inflaatiovauhti oli 2,6 % vuonna 2021. Sen arvioidaan olevan 3,2 % vuonna 2022 sekä 1,8 % vuosina 2022 ja 2023 eli merkittävästi nopeampi kuin syyskuisissa arvioissa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio on arvioiden mukaan keskimäärin 1,4 % vuonna 2021 ja 1,9 % vuonna 2022 sekä 1,7 % vuonna 2023 ja 1,8 % vuonna 2024, eli sekin on nyt arvioitu nopeammaksi.

Riskiarvio

Talousnäkyymiin liittyvät riskit ovat jokseenkin tasapainossa. Taloudellinen toiminta voi vilkastua arvioitua nopeammin, jos kuluttajien luottamus kasvaa ja säästäminen jää odotettua vähäisemmäksi. Pandemiatilanteen hiljattainen paheneminen ja uusien virusmuunnosten leviäminen saattavat toisaalta jarruttaa kasvua pitempäänkin. Talouden elpymisen ja inflaationäkymien kannalta riskejä liittyy energian tulevaan hintakehitykseen ja siihen, kuinka nopeasti toimitushäiriöt taas vähenevät. Inflaatio voi olla arvioitua nopeampaa, jos hintapaineet johtavat ennakoitua suurempiin palkankorotuksiin tai jos talous alkaa toimia täydellä teholla odotettua nopeammin.

Rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden tilanne

Markkinakorot ovat pysyneet EKP:n neuvoston lokakuun kokouksen jälkeen suurin piirtein ennallaan. Tarkastelujaksolla 9.9.–15.12.2021 euroalueen rahoitusmarkkinoiden kehitykseen vaikuttivat pääasiassa inflaationäkymien muutokset ja uudet huolet koronaviruspandemian mahdollisista seurauksista taloudessa. Tieto omikron-muunnoksesta aiheutti tarkastelujaksolla heilahtelua, mutta jakson loppua kohti etenkin voimakkaasti heikentynyt riskipitoisten sijoitusten kehitys elpyi taas jonkin verran.

Rahaa luotiin euroalueella hieman enemmän lokakuun 2021 kuluessa, kun epävarmuus koronaviruspandemiasta ja tukitoimista kasvoi. Tärkein osatekijä olivat eurojärjestelmän omaisuuseräostot. Pankit myönsivät yrityksille ja kotitalouksille lainaa edelleen poikkeuksellisen matalilla koroilla. Kaiken kaikkiaan rahoitusolot ovat taloudessa edelleen suotuisat. Luotonantoa yrityksille lisäävät lyhyen aikavälin rahoitustarpeet johtuvat osittain toimitushäiriöistä, jotka suurentavat varastoihin ja käyttöpääomaan liittyviä kuluja. Yritysten lainakysyntä on kuitenkin

edelleen vaimeaa, sillä niillä on jakamattomia voittoja, runsaasti kassavaroja sekä paljon velkaa jo ennestään. Luotonanto kotitalouksille on pysynyt vankkana, ja etenkin asuntolainojen kysyntä on kasvanut. Euroalueen pankkien taseet ovat vahvistuneet entisestään, sillä pankit ovat aiempaa vakavaraisempia ja niillä on vähemmän järjestämättömiä lainoja. Pankkitoiminta on nyt yhtä kannattavaa kuin ennen pandemiaa. Pankkien rahoitusolot ovat pysyneet kaiken kaikkiaan suotuisina.

EKP:n neuvosto laatii uuden rahapolitiikan strategian mukaisesti kaksi kertaa vuodessa yksityiskohtaisen arvion rahapolitiikan ja rahoitusvakauden keskinäisestä vuorovaikutuksesta. Kasvua tukeva rahapolitiikka vahvistaa yritysten ja rahoituslaitosten taseita ja vähentää lisäksi riskiä, että markkinat hajautuisivat. Kasvua tukevan rahapolitiikan vaikutusta kiinteistö- ja rahoitusmarkkinoihin on kuitenkin seurattava tarkasti, sillä useat keskipitkän aikavälin haavoittuvuustekijät ovat korostuneet. Makrovakauseräpolitiikka on yhä ensisijainen tapa säilyttää rahoitusvakaus ja vähentää keskipitkän aikavälin haavoittuvuustekijöitä.

Rahapoliittiset päätökset

EKP:n neuvosto totesi joulukuun rahapolitiikkakokouksessaan, että omaisuuserien ostoja voitaisiin seuraavina vuosineljänneksinä vähitellen vähentää, kun talous elpyy ja inflaatio lähestyy EKP:n keskipitkän aikavälin tavoitetta. Rahapolitiikan tukea tarvitaan kuitenkin edelleen, jotta inflaatio voi vakaantua kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Epävarmassa tilanteessa EKP:n neuvoston rahapolitiikan on oltava joustavaa, ja siinä on oltava valinnanvaraa. Tässä tilanteessa tehtiin seuraavat päätökset:

Tarkoituksena on, että vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) tehdään odotettavasti netto-ostoja maltillisempaan tahtiin kuin edeltäneellä neljänneksellä. PEPP-ohjelman netto-ostot päättyvät maaliskuun 2022 lopussa.

EKP:n neuvosto päätti myös, että PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2024 loppuun saakka. Erääntyvistä arvopapereista luovutaan vähin erin niin, että rahapolitiikka pysyy asianmukaisesti mitoitettuna.

Pandemian aikana on opittu, että kriisitilanteissa omaisuuseräostojen joustava suunnittelu ja toteutus on tukenut EKP:n rahapolitiikan välittymismekanismien toimintaa, ja EKP:n neuvosto on siten voinut pyrkiä tehokkaammin tavoitteeseensa. Rahapolitiikka tulee jatkossakin joustamaan kriisitilanteissa EKP:n mandaatin rajoissa, jos välittymismekanismia uhkaavat häiriöt vaarantavat hintavakauden saavuttamisen. Jos pandemia aiheuttaa vielä hajautumista markkinoilla, PEPP-ohjelman uudelleensijoituksia voidaan ohjata joustavasti eri aikoina eri arvopaperiluokkiin ja eri maihin tarpeen mukaan. Esimerkiksi Kreikan joukkolainoja voidaan hankkia uudelleensijoitusten yhteydessä enemmänkin, jotta ostot eivät keskeydy ja vaikeuta rahapolitiikan välittymistä Kreikan taloudessa tilanteessa, jossa se toipuu edelleen pandemian vaikutuksista. Netto-ostot PEPP-ohjelmassa voidaan

lisäksi tarvittaessa aloittaa uudestaan pandemian aiheuttamien häiriöiden torjumiseksi.

Omaisuseräostoja vähennetään vähitellen. EKP:n neuvosto päätti, että toisella vuosineljänneksellä omaisuserien osto-ohjelmassa (APP) tehdään ostoja nettomääräisesti 40 miljardilla eurolla kuukaudessa ja kolmannella vuosineljänneksellä 30 miljardilla eurolla kuukaudessa. Näin rahapolitiikan mitoitus tukee inflaation vakaantumista EKP:n tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Lokakuusta 2022 lähtien APP-ohjelmassa tehdään netto-ostoja 20 miljardilla eurolla kuussa, ja niitä jatketaan niin kauan kuin on tarpeen ohjauskorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi. EKP:n neuvosto odottaa netto-ostojen päättyvän hieman ennen kuin ohjauskorkoja aletaan nostaa.

Muut hintavakaustavoitteen saavuttamista edistävät toimet eli EKP:n ohjauskorot ja samoin niiden tulevaa kehitystä koskeva ennakoiva viestintä pidettiin ennallaan. Se on tärkeää, jotta kasvua voidaan tukea rahapolitiikalla sopivasti niin, että inflaatio vakaantuu kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n neuvosto seuraa jatkossakin pankkien rahoitusilannetta varmistaakseen, ettei kolmannessa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjassa (TLTRO III) jaetun likviditeetin erääntyminen häiritse rahapolitiikan sujuvaa välittymistä. Se myös arvioi kohdennettujen rahoitusoperaatioiden vaikutusta rahapolitiikan mitoitukseen säännöllisin väliajoin. TLTRO III -operaatioissa on myönnetty lainaa erityisin ehdoin, joiden on määrä päättyä odotetusti ensi kesäkuussa. Myös pankkien varannoille maksettavien kaksiportaisten korkojen mitoitus tarkistetaan, jotta negatiivinen talletuskorko ei häiritse pankkien roolia rahapolitiikan välittymisessä, kun ylimääräistä likviditeettiä on runsaasti.

EKP:n neuvosto on tarvittaessa valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tilanteen mukaan sen varmistamiseksi, että inflaatio vakaantuu 2 prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä.

1 Ulkoinen ympäristö

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden mukaan maailmantalous on pysynyt elpymisuralla, vaikka tarjontakapeikkoihin, raaka-aineiden kallistumiseen ja koronaviruksen omikronmuunnoksen leviämiseen liittyvät haittavaikutukset varjostavat edelleen lyhyen aikavälin kasvunäkymiä. Kyselytutkimusten perusteella talouskasvu oli viimeisen vuosineljänneksen alussa yhä heikkoa erityisesti tarjontakapeikoista kärsivässä tehdasteollisuudessa, kun taas palvelusektori on saanut tukea suurten talouksien avautumisesta. Edellisiin kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna maailmantalouden kasvuarviota on tarkistettu alaspäin vuodelle 2021, vuoden 2022 arvio on ennallaan ja vuoden 2023 arvio on aiempaa positiivisempi. Globaalin BKT:n kasvun (ilman euroaluetta) arvioidaan kiihtyvän 6,0 prosenttiin vuonna 2021, minkä jälkeen kasvun arvioidaan hidastuvan 4,5 prosenttiin vuonna 2022, sitten 3,9 prosenttiin vuonna 2023 ja edelleen 3,7 prosenttiin vuonna 2024. Euroalueen vientikysynnän arvioidaan kasvavan 8,9 % vuonna 2021, 4,0 % vuonna 2022, 4,3 % vuonna 2023 ja 3,9 % vuonna 2024. Vientikysyntää koskevaa arviota vuosille 2021 ja 2022 on kuitenkin pienennetty edellisestä arviosta. Tämä johtuu tarjontakapeikkojen haitallisista vaikutuksista globaaliin tuontiin. Tarjontakapeikkojen odotetaan helpottavan vuoden 2022 toisella neljänneksellä ja purkautuvan kokonaan vuonna 2023. Euroalueen kilpailijoiden arvioituja vientihintoja on korotettu vuosiksi 2021 ja 2022 raaka-aineiden hintojen nousun, tarjontakapeikkojen ja kysynnän elpymisen myötä. Pandemian tuleva kehitys on perusskenaarion keskeisin maailmantalouden kehitykseen kohdistuva riski. Muiden kasvunäkymiin kohdistuvien riskien arvioidaan painottuvan odotettua heikomman kasvun suuntaan, kun taas inflaatoriskien painotus on epävarmempi.

1.1 Maailmantalouden ja maailmankaupan kehitys

Vuonna 2021 maailmantalouden ja -kaupan elpyminen oli odotettua epävakampaa. Pandemia teki kuluttajien luottamukseen kolhun jopa ilman ankaria rajoitustoimia. Aivan viime aikoina omikronmuunnoksen leviäminen on luonut uhkan pandemian globaalista pahenemisesta ja lisännyt epävarmuutta sen tulevasta kehityksestä. Samaan aikaan muut epävarmuustekijät ovat rasittaneet talouskasvua ja kauppaa ja aiheuttaneet hintojen nousupainetta. Globaalien tuotantoverkostojen jännitteet ovat kiristyneet vuoden 2021 aikana ja vaikuttaneet erityisesti suuriin kehittyneisiin talouksiin ja tehdasteollisuuteen (erityisesti autoteollisuuteen). Samaan aikaan Kiinan asuntomarkkinoiden myllerrys ja eräiden kehittyvien markkinatalouksien rahapolitiikan kiristyminen ovat jarruttaneet elpymistä. Lisäksi raaka-aineiden hintojen nousu on johtanut inflaatiopaineiden maailmanlaajuiseen kasvuun. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioihin verrattuna BKT:n kasvu jäi kolmannella vuosineljänneksellä pettymykseksi monissa maissa, kuten Yhdysvalloissa, Kiinassa ja Isossa-Britanniassa. Globaalia kokonaiskuva sumentaa kuitenkin Intia, jossa koronatartuntojen voimakas kasvu johti toisella vuosineljänneksellä talouskasvun äkkipysähdykseen. Tätä seurasi V:n muotoinen elpyminen kolmannella neljänneksellä, jolloin useissa muissa talouksissa uusien

tartuntojen määrä kääntyi jyrkkään nousuun. Intian talouskasvun muutokset olivat volyymiltaan niin voimakkaita, että sen myötä globaali BKT:n määrä (ilman euroaluetta) kasvoi kolmannella ja neljännellä vuosineljänneksellä, vaikka muiden suurten talouksien kehitys on ollut toisensuuntaista.

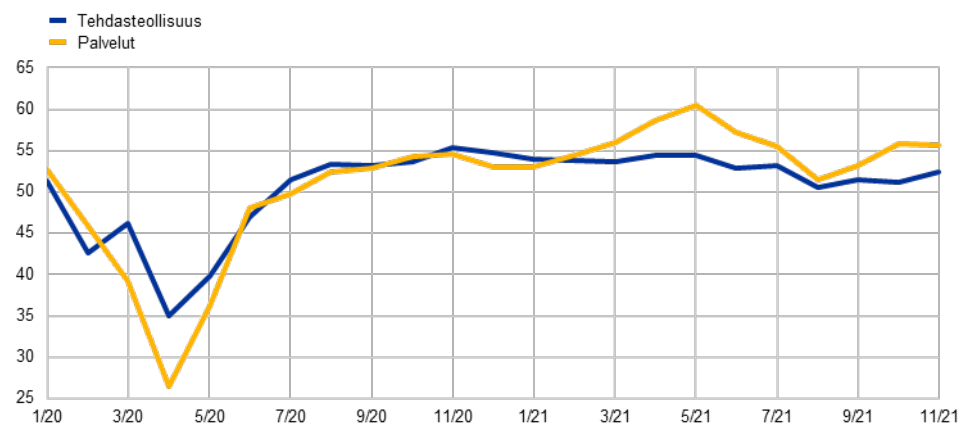
Kyselypohjaiset indikaattorit kertovat heikosta kasvusta vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, kun tarjontapuolen häiriöt jatkuvat.

Globaali teollisuustuotanto hiipui elokuussa pitkittyneen mikrosirupulan takia; notkahdus johtui erityisesti autoteollisuudesta. Marraskuun globaalia kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopäälikkoindeksi kertoi edelleen tehdasteollisuuden heikkoudesta, kun taas palvelualan kehitys oli suhteellisesti tarkastellen vahvempaa suurten talouksien asteittaisen avautumisen myötä. Kaiken kaikkiaan viimeaikaiset ostopäälikkoindeksin tiedot kertovat, että elpyminen eteni näillä sektoreilla eri tahtiin viimeisen vuosineljänneksen alussa (kuvio 1).

Kuvio 1

Globaali kokonaistuotannon ostopäälikkoindeksi (ilman euroaluetta) eri toimialoilla

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2021.

Globaalit rahoitusolot olivat vakaat siihen saakka, kunnes omikronmuunnosta koskevat uutiset johtivat riskipitoisten omaisuuserien myyntialtoon ja volatiliiteetin kasvuun.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 arvioiden taustalla rahoitusolot pysyivät kasvua tukevana ja pääpiirteittäin vastaavina kuin edellisellä arviointikierroksella. Rahoitusolojen vakaus heijasti osakkeiden hintojen tasaista nousua yritysten hyvien tulosten myötä, joskin sen vastapainona rahapolitiikan odotettiin kiristyvän inflaation kiihtymisen vuoksi ja koronataartunnat kääntyivät jälleen kasvuun Euroopassa. Yhdysvaltojen keskuspankin avomarkkinakomitean marraskuussa julkistaman tiedotteen jälkeen rahoitusmarkkinoilla alettiin hinnoitella omaisuuserien ostojen asteittaista vähentämistä sekä ohjauksen aiemmin odotettua nopeampaa ja voimakkaampaa nousua. Kiinalaiseen kiinteistöyhtiöön Evergrandeeseen liittyvä huoli rajoittui pitkälti paikallisiin rahoitusmarkkinoihin. Muissa kehittyvissä markkinatalousmaissa valtion ja yritysten joukkolainojen tuottoerot pysyivät verrattain vakaina. Joulukuun kokonaistaloudellisten arvioiden taustaolettamusten määrittelyn jälkeen uutta omikronmuunnosta koskevat uutiset johtivat riskipitoisten omaisuuserien

myyntiryntäykseen, jonka seurauksena rahoitusolot kiristyivät kaikissa kehittyneissä talouksissa ja kehittyvissä markkinatalouksissa. Sitten globaalit osakemarkkinat ovat osittain elpyneet ja Yhdysvaltojen ohjauskorkokäyrä on jatkanut nousuaan.

Maailmantalouden ja -kaupan lyhyen aikavälin kasvunäkymät riippuvat pitkälti pandemian kehityksestä ja tarjontakapeikkojen purkautumisen nopeudesta.

Pandemia kiihtyi joillakin alueilla, erityisesti Euroopassa, ja helpotti toisilla. Rajoitustoimien kiristäminen saattaisi varjostaa tuntuvasti maailmantalouden lyhyen aikavälin näkymiä ja kärjistää kasvueroja maiden välillä. Globaali tavarakauppa on edelleen tarjontakapeikkojen rajoittamaa, kun taas tavaroiden kysyntä on vahvaa.¹ Tämä näkyy esimerkiksi puolijohteiden tuotanto- ja toimitusmäärissä, jotka ovat selvästi pandemiaa edeltänyttä kasvu-uraansa korkeammalla. Globaalien tuotantoverkoston jännitteitä saattaa korostaa myös väli tuotteiden varovaisuusvarastointi jollakin aloilla, kun yritykset pyrkivät kartuttamaan puskureja mahdollisen komponenttipulan varalle.

Maailmantalouden (ilman euroaluetta) BKT:n arvioidaan kasvaneen 6,0 % vuonna 2021 ja kasvun arvioidaan maltillistuvan asteittain ennustejakson mitta.

Kasvu-arvio on hieman (0,3 prosenttiyksikköä) heikompi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioissa. Kasvun hiipuminen johtuu koronataartuntojen kääntymisestä jälleen nousuun, tarjontakapeikkojen haittavaikutuksesta ja Kiinan kasvun heikkenemisestä. Tarjontakapeikkojen arvioidaan rasittavan kehittyneiden talouksien kasvua vuonna 2022, joskin vähemmän kuin ulkomaankauppaa, sillä kuluttajat voivat korvata puuttuvia ulkomaisia tuotteita kotimaisilla. Lisäksi kulutuskysynnän asteittainen kääntyminen tavaroista takaisin palveluihin oletettavasti keventää vaikutusta, joka tarjontakapeikoilla on tavaroiden kysyntään. Euroalueen ulkopuolisen maailmantalouden arvioidaan kasvavan 4,5 % vuonna 2022 ja hidastuvan sitten 3,9 prosenttiin vuonna 2023 ja 3,7 prosenttiin vuonna 2024. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna vuoden 2022 kasvu-arvio on pidetty ennallaan ja vuoden 2023 arviota on korotettu hieman (0,2 prosenttiyksikköä). Vaikka maailmantalouden (ilman euroaluetta) BKT ylitti loppuvuonna 2020 pandemiaa edeltäneen tasonsa, sen ennakoitaan jäävän arviointijaksolla hieman pandemiaa edeltäneen kasvu-uran alapuolelle. Vaikka näet kehittyneiden talouksien ja Kiinan kasvu on palannut kriisiä edeltäneille urilleen, muiden kehittyvien markkinatalouksien elpyminen on hitaampaa, mikä painaa jatkossa maailmantalouden kasvua.

Yhdysvaltojen talouskasvu elpyy kolmannen vuosineljänneksen tasoltaan, joka oli jäänyt vaimeaksi koronataartuntojen kasvun myötä.

Lokakuun talousluvut ovat yleisesti ottaen elpyneet ja viittaavat vahvoin kasvuunäkymiin lyhyelle aikavälille. Huhtikuusta lähtien kuluttajakysyntä on painottunut palveluihin ja pois kestokulutustavaroista, joihin niin ikään kohdistui tarjontakapeikkoja ja vahvaa kysyntää. Viime viikkoina Kiinan ja Yhdysvaltojen välisen rahti liikenteen viiveet ja kustannukset ovat pienentyneet. Kestokulutustavaroiden varastot ovat kuitenkin edelleen pienempiä kuin ennen pandemiaa, minkä voi odottaa tukevan kasvua, kunhan tarjontakapeikot purkautuvat kokonaan. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio

¹ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 1 "[Toimitusketjun häiriöt ja niiden vaikutus maailmantalouteen](#)".

nopeutui marraskuussa 6,8 prosenttiin. Energian hinta nousi vuositasolla 33 % ja elintarvikkeiden hinnat 6,1 %. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu vuotuinen inflaatio nopeutui 4,9 prosenttiin marraskuussa edelliskuun 4,6 prosentista. Hintapaineet tuntuivat erityisesti tavaroiden hinnoissa, jotka heijastivat sitkeiden tarjontakapeikkojen vaikutusta, kun taas palvelujen hinnoissa ne olivat rajallisempia. Kaiken kaikkiaan inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän lähikuukausina voimakkaina ja vuotuisen kuluttajahintainflaation ennustetaan hidastuvan alkuvuonna 2022 vain hillitysti nykyiseltä korkealta tasoltaan. Samaan aikaan palkkapaineet ovat nousussa: työvoimakustannusindeksi nousi kolmannella vuosineljänneksellä lähes 4 % vuotta aiemmasta. Nousu oli merkittävästi voimakkaampaa ja myös toimialoittain laaja-alaisempaa alkuvuoteen verrattuna.

Kiinan kasvu hidastui jyrkästi energiapulan, asuntosektorin myllerryksen ja uusien koronatartuntaryppäiden takia. Kuluttajien luottamus kyselyt antoivat epäyhtenäisiä signaaleja yksityisestä kulutuksesta, kun taas tarjontakapeikat saattavat rajoittaa tuotantoa ja investointeja. Energian kysyntä on pysynyt koholla, mutta viime aikoina on ilmaantunut merkkejä paineiden helpottumisesta. Tämä on johtunut osittain hiilen tarjontaa edistävästä politiikkatoimista ja kansallisten varastojen käytöstä, jolla pyritään alentamaan öljyn kotimarkkinahintaa ja takaamaan energiahuoltovarmuus. Kiinteistömarkkinoiden myllerrys jatkui, kun eräs luottoluokittaja julisti kiinteistökehittäjä Evergranden rajoitetusti maksukyvyttömäksi. Maksukyvyttömyyttä oli paljolti osattu odottaa toimialan pienempien yritysten ajaututtua niin ikään maksukyvyttömiksi. Evergrande oli jo aiemmin asetettu saneerausprosessiin, jossa maan hallituksen edustaja nimitettiin riskienhallintakomiteaan valvomaan Evergrandeä, johtamaan sen toimintaa ja järjestelemään uudelleen sen velkoja. Viranomaiset ovat tukeneet taloutta siten, että Kiinan keskuspankki alensi joulukuussa pankkien varantovaatimuksia ja keskushallinto on harjoittanut aiempaa suotuisempaa politiikkaa kiinteistöalaa kohtaan. Näiden politiikkatoimien tavoitteena on hallita talouden hiipumista ja välttää äkillisempi taantuma kiinteistöalalla ja taloudessa yleisemmin. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi marraskuussa 2,3 prosenttiin edelliskuun 1,5 prosentista. Tämä johtui suurelta osin vertailuajankohdan vaikutuksista, polttoaineen hinnan noususta sekä elintarvikkeiden hinnan noususta epäsuotuisan sään heikentämän sadon takia.

Japanin talouskasvu hidastui kolmannella vuosineljänneksellä tarjontakapeikkojen ja koronatartuntojen lisääntymisen myötä. Talouskasvun odotetaan elpyvän viimeisellä vuosineljänneksellä, kun se saa tukea rajoitustoimien asteittaisesta helpottumisesta, rokotusten etenemisestä ja kasvumyötäisestä talouspolitiikasta. Näiden tekijöiden voi odottaa tukevan vankempaa elpymistä myös alkuvuonna 2022. Vuotuisen kuluttajahintainflaation ennustetaan nousevan positiiviseksi ja sen jälkeen kiihtyvän arviointijakson mittaan mutta pysyvän keskuspankin tavoitetta hitaampana.

Isossa-Britanniassa tilastotiedot kertovat talouskasvun jatkuneen heikkona vaisun kolmannen vuosineljänneksen jälkeen. Maailmantalouden tilanteesta ja Brexitistä johtunut toimitusketjun häiriöiden ja työvoimapulan yhdistelmä sai talouskasvun hiipumaan kolmannella vuosineljänneksellä 1,3 prosenttiin (edellisen

neljänneksen 5,5 prosentista).² Yksityinen kulutus pysyi talouskasvun keskeisenä taustatekijänä koronarajoitusten keventyessä edelleen, kun taas investoinnit pysyivät hyvin heikkoina. Talouskasvua kesällä rasittaneiden tekijöiden odotetaan jatkuvan myös lähikuukausina. Siten Ison-Britannian BKT:n odotetaan yltävän pandemiaa edeltäneelle tasolle vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä eli jonkin verran aiempia odotuksia myöhemmin. Työllisyys ja työvoiman osallistumisaste ovat nousseet hitaasti viime kuukausina, kun taas avointen työpaikkojen määrä on kasvanut reippaasti, mikä on myötävaikuttanut työmarkkinatilanteen ankaraan kiristymiseen. Kireys johtuu yhtäältä EU-työntekijöiden tarjonnan supistumisesta että toisaalta siitä, että kotimaisen työvoiman osallistumisaste on edelleen alhaisempi kuin ennen pandemiaa. Työvoimavaje on erityisen korostunut senkaltaisilla toimialoilla kuin ravitsemispalvelut, rakennusala ja elintarvikeala. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi lokakuussa 4,2 prosenttiin syyskuun 3,1 prosentista. Inflaation kiihtyminen johtui pääasiassa energian hintakehityksestä, joka puolestaan heijasti kotitalouksien energiahintakaton korotusta. Se on sääntelyväline, joka tarkistetaan aina huhti- ja lokakuussa. Vaikka pohjainflaatiopaineet ovat olleet rajoitetumpia, inflaatiopaineet alkoivat levitä laajemmalle ja niiden arvioidaan jatkuvan lyhyellä aikavälillä pääasiassa toimitusketjun häiriöiden ja energian hinnan nousun takia. Inflaation odotetaan alkavan hidastua huhtikuussa 2022, jolloin energian hintakattoa jälleen tarkistetaan. Tarkistuksen arvioidaan olevan todennäköisesti suuri, koska se tasoittaa vuoden 2021 jälkipuoliskolla tapahtuneen energian hinnan nousun.

Keski- ja itäeurooppalaisten EU:n jäsenvaltioiden talouskasvu pysyi kolmannella vuosineljänneksellä vahvana, mutta sen arvioidaan hidastuvan.

Kasvun hiipuminen johtuu tautitilanteen merkittävästä pahenemisesta ja sitkeistä tarjontakapeikoista. Energian hinnan nousun odotetaan aiheuttavan kuluttajahintainflaation nousupaineita. Inflaation arvioidaan huipentuvan vuoden 2022 aikana ja sen jälkeen hidastuvan asteittain koko arviointijakson loppuajan.

Suurissa raaka-aineiden viejämaissa talouskasvu on riippuvainen maiden kyvystä nujertaa koronatartuntaryppäät sekä niiden käytettävissä olevasta talouspoliittisesta elvytysvarasta.

Venäjällä koronatartuntojen voimakas nousu on johtanut kireämpiin rajoitustoimiin, mutta öljyn ja kaasun globaalin kysynnän kasvun ja siihen liittyvän positiivisen vaihtosuhteivaikutuksen voi odottaa tukevan talouskasvua. Elintarvikkeiden hintojen ja kysyntäpaineiden arvioidaan pitävän inflaation nopeana lyhyellä aikavälillä, mutta keskipitkällä aikavälillä sen kuitenkin arvioidaan palautuvan keskuspankin tavoitteeseen. Brasilian talouskasvua rajoittivat entistä kireämpi rahapolitiikan viritys ja rajallinen finanssipolitiikan liikkumavara. Kuluttajahintainflaatio jatkaa kiihtymistään ja ylitti hiljattain kymmenen prosenttia, mutta sen odotetaan hidastuvan ennustejakson kuluessa.

Turkin talouskasvu on hiipunut kotimaisen kysynnän heikkenemisen myötä.

Ulkoisen ympäristön myönteinen kehitys oli talouskasvun keskeisin tekijä vuonna 2021. Inflaatiovauhti on kaksinumeroinen, ja sen odotetaan pysyvän ennustejaksolla sellaisena, koska liian kasvumyönteinen rahapolitiikka on painanut liiran vaihtokurssin

² Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 2 ”Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian työmarkkinakehitys pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla”.

ennätyskellisen alhaiseksi Yhdysvaltain dollariin nähden keskuspankin interventioista huolimatta.

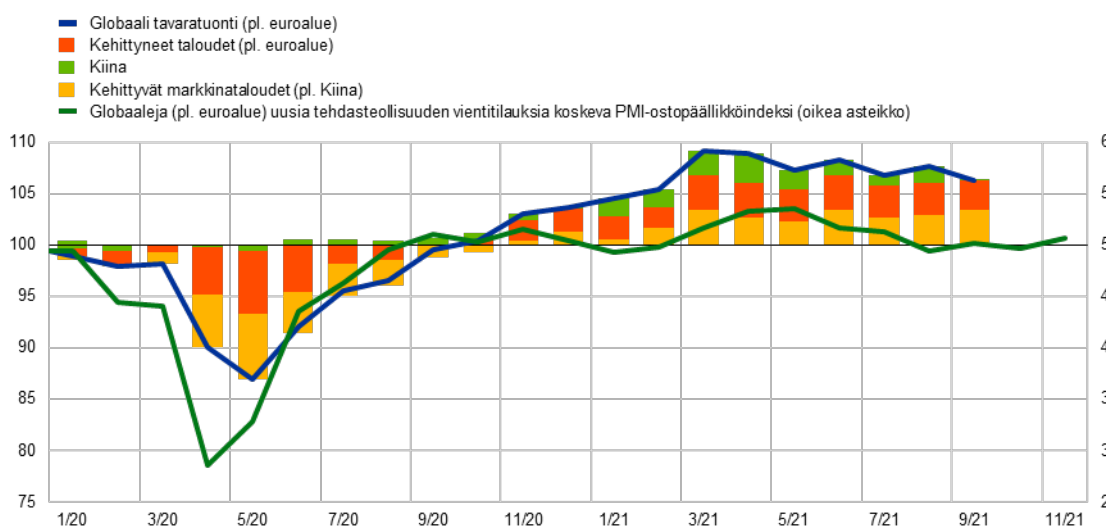
Maailmankaupan (ilman euroaluetta) kasvu hidastui vuonna 2021

tarjontakapeikkojen kiristytessä entisestään. Vuoden 2020 puolivälissä maailmantalouden uudelleenavautumisesta seurannut maailmankaupan voimakas elpyminen alkoi hidastua vuonna 2021. Tavaroiden maailmankauppa oli huipussaan maaliskuussa ja on sen jälkeen asteittain hiipunut mutta pysynyt kuitenkin pandemiaa edeltäneen tasonsa yläpuolella (kuvio 2). Tuoreet tiedot tavaroiden maailmankaupasta (ilman euroaluetta) kolmannella vuosineljänneksellä viittaavat ulkomaankauppaan kohdistuviin odotettua hitaamman kasvun riskeihin. Ne liittyvät lähinnä sitkeisiin tarjontakapeikkoihin, jotka näkyvät toimittajien toimitusaikojen pitkittymisenä. Lisäksi logistiikkasektorin heikkous vaikuttaa kauppaan enemmän kuin teollisuustuotantoon, sillä kysynnän siirtyminen kotimaisiin tuotteisiin ja toimittajiin auttaa pehmentämään teollisuustuotantoon kohdistuvaa vaikutusta. Tavarakaupan supistumisen vaikutusta maailmankauppaan vaimentaa jossain määrin palvelujen maailmankaupan kasvu, joka on saanut vauhtia kansainvälisen matkustuksen rajoitteiden kevenemisestä.

Kuvio 2

Globaali tavaratuonti (pl. euroalue) ja uudet vientitulaukset

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



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

Huom. Tuoreimmat havainnot ostopääliikköselyn tuloksista ovat marraskuulta 2021 ja globaalia tavaratuonnista syyskuulta 2021.

Globaalien tuotantoverkoston jännitteet, joita kutsutaan myös

tarjontakapeikoiksi, ovat monitahoinen ilmiö. Ne heijastavat kysynnän ja tarjonnan epätasapainon yhdistelmää, joka aiheuttaa välituotteiden puutetta erityisesti suurissa kehittyneissä talouksissa ja tehdasteollisuudessa (etenkin autoteollisuudessa).³ Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisissa arvioissa tarjontakapeikkojen odotettiin vaikuttavan useampiin maihin ja toimialoihin kuin edellisellä ennustekierroksella.

³ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 1 "Toimitusketjun häiriöt ja niiden vaikutus maailmantalouteen".

Kyselytutkimusten mukaan nämä tarjontakapeikot ovat kiristyneet entisestään viime kuukausina ja niiden odotetaan helpottuvan asteittain vuoden 2022 toisella neljänneksellä ja purkautuvan kokonaan vuoteen 2023 mennessä.

Edellä mainitut tekijät rasittavat euroalueen vientikysyntää, jonka kasvuarviota vuosille 2021 ja 2022 on tarkistettu nyt syyskuun arviota pienemmäksi.

Tarjontakapeikkojen purkamisen odotetaan johtavan jossain määrin voimakkaampaan euroalueen vientikysyntään arviointijakson loppua kohti. Euroalueen vientikysynnän arvioidaan kasvaneen 8,9 % vuonna 2021 mutta kasvavan vain 4,0 % vuonna 2022 ja 4,3 % vuonna 2023 sekä 3,9 % vuonna 2024. Euroalueen vientikysynnän odotetaan pysyvän aluksi heikompana kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioissa ennakoitiin mutta lähenevän sitten aiempaa ennustetta ja saavuttavan sen arviointijakson loppuun mennessä. Globaalin tuonnin (ilman euroaluetta) arvioitu kasvuprofiili muistuttaa euroalueen vientikysyntää: sen arvioidaan kasvaneen 11,1 % vuonna 2021 mutta kasvavan vain 3,9 % vuonna 2022 ja 4,4 % vuonna 2023 sekä 4,0 % vuonna 2024.

Perusskenaarioihin kohdistuvat riskit liittyvät pääasiassa pandemian

kehitykseen. Maailmantalouden perusskenaarion lisäksi arvioissa on käsitelty kahta vaihtoehtoista pandemiaskenaariota: lievää ja vaikeaa. Näiden skenaarion keskeiset muuttujat ovat pandemian kehitys, rajoitustoimet ja rokotukset. Vaikeassa skenaariossa oletetaan, että kehittyvissä markkinatalouksissa kaksi ensin mainittua muuttujaa ovat voimakkaampia ja rokotusten toteutus hitaampaa kuin kehittyneissä talouksissa.⁴ Maailmantalouteen ja euroalueen vientikysyntään kohdistuvat vaikutukset näissä vaihtoehtoisissa skenaarioissa ovat pääpiirteittäin vastaavat kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioissa esitellyt. Omikronmuunnoksen leviäminen todennäköisesti lisää maailmantalouden kasvun heilahtelua, mutta tässä vaiheessa sen yksityiskohtaiseen vaikutukseen liittyy suurta epävarmuutta.

Maailmantalouden (ilman euroaluetta) kasvunäkymiin liittyvät riskit painottuvat odotettua heikomman kasvun suuntaan.

Rahapolitiikan aikaisempi ja nopeampi kiristyminen suurissa kehittyneissä talouksissa voi heijastua myös kehittyvien markkinatalouksien rahoitusoloihin ja aiheuttaa odotettua hitaamman kasvun riskin. Kiinan kiinteistösektorin odotettua voimakkaampi hiipuminen aiheuttaisi riskin maailmantalouden näkymien heikkenemisestä. Odotettua nopeamman kasvun riskejä liittyy muun muassa mahdollisuuteen, että Yhdysvaltojen finanssipoliittisella tukipaketilla olisi odotettua voimakkaampia kerrannaisvaikutuksia ja että kehittyneissä talouksissa kerrytetyt ylimääräiset säästöt purkautuisivat odotettua nopeammin.

1.2 Maailmanlaajuinen hintakehitys

Energian korkea hinta jarruttaa edelleen maailmantalouden kasvua. Energian hinta on noussut EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioista, kun öljyn hinnan nousu on heijastunut sekä kysynnän elpymiseen että tarjontapuolen kehitykseen.

⁴ Ks. lisätietoja EKP:n verkkosivuilla 16.12.2021 julkaistun artikkelin ”Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2021)” kehikosta 5.

Öljyn kysyntä elpyi useiden maiden avatessa taloutensa ja muun muassa rajansa kansainväliselle matkustukselle, minkä myötä liikkuvuus nousi uudelle tasolle. Öljyn kysyntä on saanut tukea myös kaasun voimakkaasta kallistumisesta, jonka myötä kaasun käyttöä on korvattu muilla energian lähteillä, öljy mukaan lukien. Myös tarjontatekijät ovat myötävaikuttaneet öljyn hinnan nousuun, sillä OPECin ja eräiden muiden öljyntuottajamaiden liittoutuma ei yltänyt tuotantotavoitteeseensa ja hurrikaani Ida aiheutti Yhdysvalloissa pitkäkestoisia tarjontahäiriöitä. Marraskuun lopussa energian hinta maltillistui jonkin verran, kun öljyn hinta putosi nopeasti omikronmuunnoksen leviämisen myötä, joka aiheutti huolta, että koronatartuntojen kääntymisen nousuun voisi hillitä globaalia öljyn kysyntää. Muiden raaka-aineiden kuin energian hinnat laskivat tarkastelujaksolla. Tämä oli seurausta metallien hintojen laskusta, joka johtui rautamalmin hinnan selvästä laskusta osittain Kiinan teräksen kysynnän supistumisen myötä. Sitä vastoin elintarvikehyödykkeiden hinnat nousivat kahvi- ja vehnämarkkinoiden kireyden vaikutuksesta.

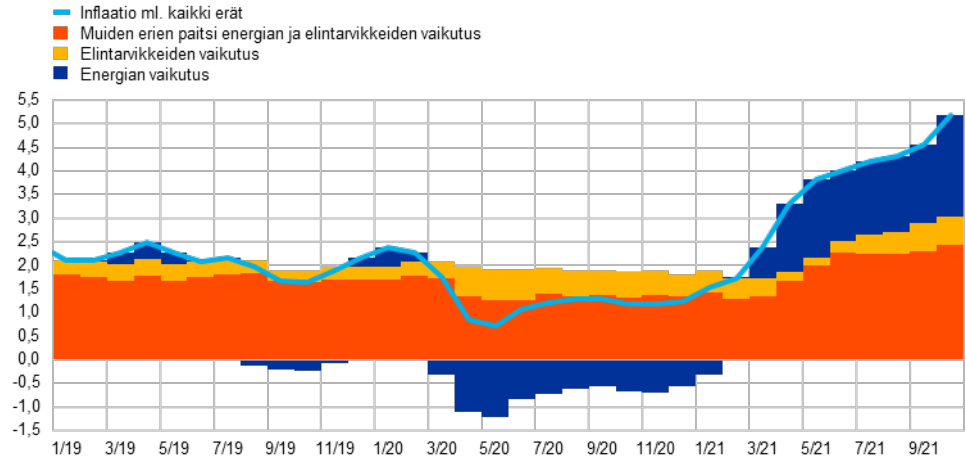
Tuoreimmat taloustiedot kertovat jatkuvista inflaatiopaineista. Globaalien logistiikka- ja tuotantoverkostojen jännitteet sekä kitka keskeisten kehittyneiden talouksien työmarkkinoilla viittaavat tuotantoketjun hintapaineiden jatkumiseen, jonka osoituksena globaalit tuottajahinnat nousevat.⁵ Kehittyneiden talouksien kuluttajahintainflaatio pysyi koholla ja selvästi kahden viime vuosikymmenen keskiarvonsa yläpuolella. Kehittyvien markkinatalouksien kuluttajahintainflaatio niin ikään kiihtyi, mutta niissä hintakehitys on ollut vaihtelevampaa ja keskimäärin maltillisempaa. Vuoden 2020 ankarimpien koronasulkujen aikaiseen alhaiseen hintatasoon perustuvat vertailuajankohdan vaikutukset ovat olleet kehittyneissä talouksissa merkittävät, kuten 12 ja 24 kuukauden inflaatiiovauhtien vertailu osoittaa. Kehittyneissä markkinatalouksissa vastaava vertailu ei osoita yhtä korostuneita vaikutuksia. Vastaisuudessa globaalien kuluttajahintainflaation odotetaan pysyvän koholla aiemmin odotettua pidempään ja hidastuvan vasta asteittain vuoden 2022 kuluessa. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi lokakuussa 5,2 prosenttiin syyskuun 4,6 prosentista (kuvio 3). Voimakas kuluttajahintainflaatio johtui pääasiassa siitä, että energian inflaatio kiihtyi nopeimmilleen yli neljään vuosikymmeneen (24,2 %), mikä johtui osittain vertailuajankohdan vaikutuksista. Myös OECD:n kuluttajahintojen pohjainflaatio (core CPI) kiihtyi lokakuussa 3,5 prosenttiin edelliskuun 3,2 prosentista.

⁵ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 2 ”Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian työmarkkinakehitys pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla”.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaikutukset prosenttiyksiköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2021.

Inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän koholla vuoden 2022 puoliväliin ja helpottuvan sen jälkeen niitä nostavien taustatekijöiden heikkenemisen myötä.

Vaikka inflaatiopaineiden taustatekijät, kuten tarjontakapeikot ja työvoimapula, ovat osoittautumassa pysyvämmiksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioissa ennakoitiin, niiden kuitenkin arvioidaan alkavan hävitä vuoden 2022 puolivälissä. Ennustejaksolla kokonaisinflaation odotettu kiihtyminen näkyy euroalueen kilpailijoiden vientihintojen nousuna. Tämä nousu selittyy suurelta osin raaka-aineiden hintojen nousulla, joka puolestaan johtuu osittain kevään 2020 pandemiasokkiin liittyvistä vertailuajankohdan vaikutuksista.

2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Tarkastelujaksolla (9.9.-15.12.2021) euroalueen rahoitusmarkkinoiden kehitykseen vaikuttivat eniten inflaationäkymien muutokset ja uudelleen herännyt epävarmuus koronaviruspandemiaan liittyvistä talousvaikutuksista. Etenkin tieto koronaviruksen uudesta omikronmuunnoksesta aiheutti huomattavaa volatiliiteettia tarkastelujakson aikana. Aluksi erityisesti suurempiriskisiin sijoituskohteisiin kohdistunut voimakas vaikutus kuitenkin lieveni tarkastelujakson loppua kohden. Euron lyhyen viitekoron (€STR) aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi lyhyiden maturiteettien kohdalla huomattavasti ylöspäin lokakuun loppuun asti ja laskeutui sitten hieman takaisin, mikä viittaa siihen, että markkinaosapuolet ennakoivat ohjauskorkojen nousevan aikaisemmin kuin mitä tarkastelujakson alussa ennakoitiin. Myös riskittömissä pitkissä koroissa (yön yli -indeksiswapkorko, OIS) näkyi sama ylös ja alas sahaava kuvio kuin lyhyissä koroissa, ja kaiken kaikkiaan riskittömät pitkät korot nousivat hieman. Valtioiden joukkolainojen tuottoerot yön yli -indeksiswapkorkoon nähden joissakin maissa hieman suurentivat ja joissakin supistuivat heilahdeltuaan jakson aikana. Osakehinnat nousivat koko maailman mittakaavassa marraskuun lopulle asti yritysten vahvan tuloskehityksen tuomassa nosteessa, minkä jälkeen osakehinnoissa nähtiin rajuin pudotus yli vuoteen sijoittajien riskinottohalukkuuden jyrkän vähenemisen myötä. Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot suurentivat hieman tarkastelujakson aikana, mutta pysyivät yleisesti ottaen ennallaan. Euron kurssi heikkeni useimpiin keskeisiin valuuttoihin nähden.

Eoniakorko pysytteli tarkastelujaksolla keskimäärin -0,57 prosenttiyksikössä.

Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi 26 miljardia euroa ja oli noin 4 430 miljardia euroa. Kasvu johtui pääasiassa pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa ja omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyistä ostoista sekä kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan yhdeksännessä operaatioissa (TLTRO III.9) jaetusta 97,57 miljardin euron suuruisesta rahoituksesta. Samalla ylimääräisen likviditeetin määrän kasvua huomattavasti hillitsivät aiemmissa TLTRO III -operaatioissa jaetun rahoituksen ennenaikaiset takaisinmaksut, joiden määrä oli yhteensä 79,24 miljardia euroa, ja muiden varojen nettovaikutuksen väheneminen, joka oli suuruudeltaan noin 246 miljardia euroa. Muiden varojen nettovaikutuksen väheneminen johtui pääasiassa siitä, että eurojärjestelmän euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle kasvoivat tarkastelujakson aikana keskimäärin 201 miljardia euroa.

€STR-viitekoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi lyhyiden maturiteettien kohdalla huomattavasti ylöspäin syyskuun EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen, mikä viittaa siihen, että markkinaosapuolten odotukset

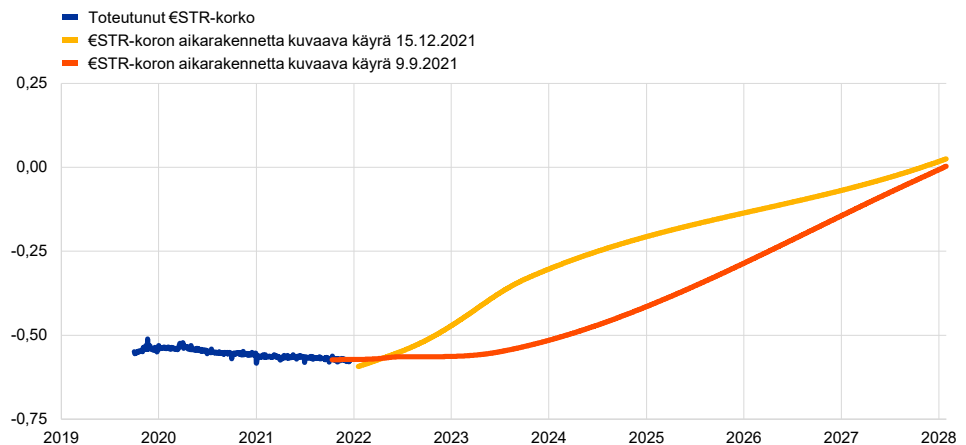
ohjauskorkojen noususta ovat aiempaa vahvemmat (kuvio 4).⁶ €STR-viitekoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi ylöspäin lyhyiden maturiteettien kohdalla tarkastelujakson alkupuoliskolla markkinaperusteisten inflaatiokompensaation mittarien nousun ja rahapolitiikan kiristymistä koskevien odotusten vahvistumisen

⁶ Tästä lähtien yön yli -indeksiswapkoron (OIS) raportointi perustuu €STR-viitekorkoon, ei enää eoniakorkoon. Muutoksen syynä on eoniakoron päätyminen 3.1.2022, sillä se ei enää ole viitekorkoa koskevien säädösten mukainen. Kahteen eri korkoon perustuvat käyrät ovat yhteydessä toisiinsa sikäli, että 2.10.2019 alkaen eoniakoron laskentaperuste on ollut €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä. Ks. Talouskatsauksen 7/2019 kehikko "Goodbye EONIA, welcome €STR!".

myötä. Tarkastelujakson jälkipuoliskolla käyrä siirtyi alaspäin EKP:n neuvoston lokakuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen ja koronavirukseen liittyvien huolten voimistuttua. Kaiken kaikkiaan markkinaperusteinen koron lift-off-päivä (eli päivä, jona €STR-viitekoron aikarakennetta kuvaava käyrä ylittää tason, joka on €STR-viitekoron nykyinen taso plus 10 peruspistettä) on siirtynyt eteenpäin noin vuodella joulukuun 2022 loppupuolelle. Koron ennakoituun kehitykseen ja lift-off-päivän ajoitukseen on liittynyt runsaasti epävarmuustekijöitä, mikä näkyy rahamarkkinoilla entistä suurempana volatilitteettina.

Kuvio 4 €STR-termiinikorot

(prosenttia vuodessa)



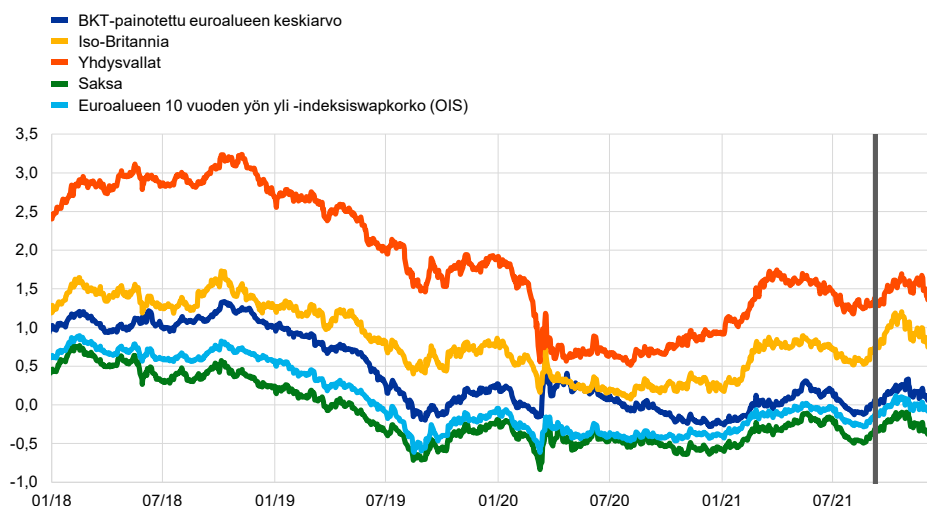
Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuotot noudattelivat edelleen tiiviisti riskittömien korkojen kehitystä, vaihtelivat jakson aikana jonkin verran ja nousivat sen lopussa hieman (kuvio 5). Maailmantalouden keskipitkän aikavälin talousnäkömien kohenemisen myötä euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat syyskuun alun ja lokakuun lopun välisenä aikana. Ne kuitenkin kääntyivät laskuun EKP:n rahapoliittisiin linjauksiin liittyvän viestinnän ja talousnäkömien heikkenemisen aiheuttaman huolen vuoksi. Talousnäkömiä koskevaa huolta herättivät uudet pandemiasta johtuvat rajoitukset ja erityisesti uutiset koronaviruksen uudesta omikronmuunnoksesta. Sekä euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuotto että €STR-viitekorkoon perustuva 10 vuoden riskitön yön yli -indeksiswapkorko nousivat lähes 0,10 prosenttiyksikköä, edellinen 0,06 prosenttiin ja jälkimmäinen -0,07 prosenttiin. Kehitys oli jokseenkin samanlaista Yhdysvalloissa, missä 10 vuoden valtion joukkolainojen tuotto aluksi kasvoi ja sitten hieman tasaantui. Tarkastelujakson lopussa kasvu oli 0,16 prosenttiyksikköä (1,46 %).

Kuvio 5

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

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 9.9.2021. Tuoreimmat tiedot 15.12.2021.

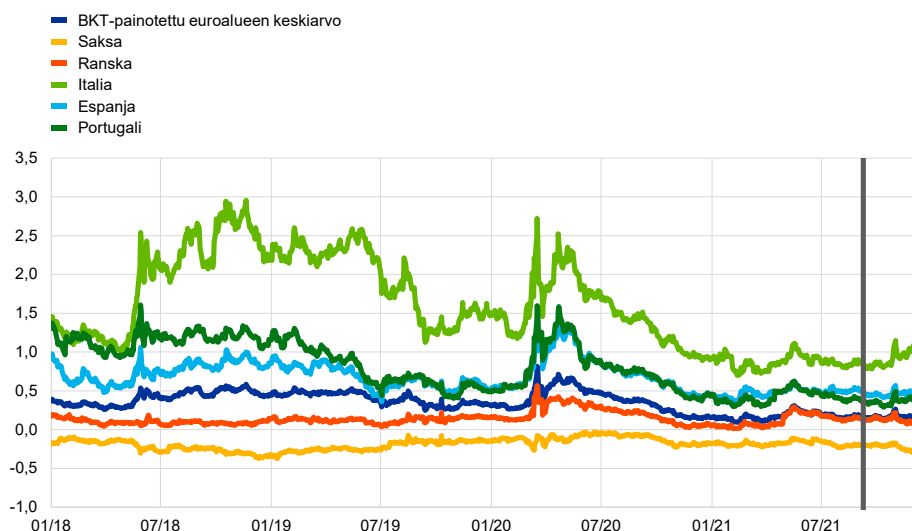
Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin nähden suurentivat joissakin maissa ja joissakin supistuivat hieman epävarmuuden kasvaessa (kuvio 6).

Lokakuun viimeisellä viikolla valtioiden joukkolainojen tuottoerot kasvoivat huomattavasti, mutta kasvu jäi väliaikaiseksi. Esimerkiksi Italian joukkolainoissa tuottoerojen kasvu oli 0,32 prosenttiyksikköä, Portugalin joukkolainoissa 0,18 prosenttiyksikköä ja Espanjan joukkolainoissa 0,14 prosenttiyksikköä. Marraskuulle tultaessa Saksan ja Ranskan pitkien joukkolainojen tuottoerot supistuivat jonkin verran, kaiken kaikkiaan noin 0,10 prosenttiyksikköä. Taustalla oli turvallisten sijoituskohteiden kasvanut kysyntä tilanteessa, jossa valtionlainamarkkinoiden likviditeetti on ohut. Jossain määrin kehitys oli myös vuodenvaihteelle tyypillinen. Tarkastelujakson aikana valtion joukkolainojen tuottoerot pysyivät Portugalissa ja Espanjassa yleisesti jokseenkin ennallaan, kun taas Italiassa ne kasvoivat noin 0,15 prosenttiyksikköä.

Kuvio 6

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

(prosenttiyksikköä)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä €STR-viitekorkoon perustuva 10 vuoden OIS-korko valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 9.9.2021. Tuoreimmat tiedot 15.12.2021.

Yritysten vahvan tuloskehityksen tukemana maailman osakemarkkinat jatkoivat nousuaan tarkastelujakson alkuosalla ja putosivat sitten jyrkästi, kun uutiset juuri löytyneestä koronaviruksen omikronmuunnoksesta tulivat julkisuuteen (kuvio 7). Suurimman osan tarkastelujaksosta euroalueen

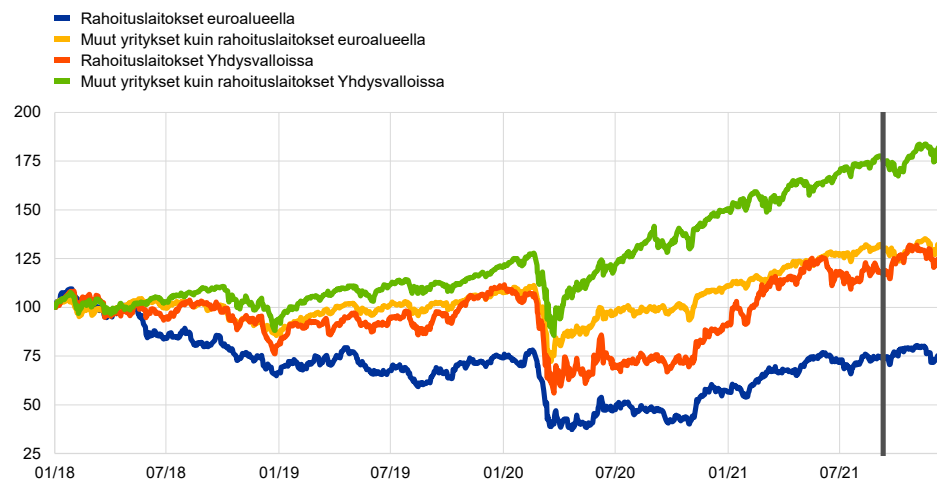
osakehintojen positiivista yleiskehitystä (25.11. mennessä nousua 2 %) tukivat odotukset yritysten vahvoista tulospäätöksistä. Marraskuun loppupuolelta lähtien epävarmuus omikronmuunnoksen nopeasta leviämisestä ja sen vaikutuksesta maailmantalouteen katkaisi vahvana jatkuneen osakehintojen nousun Atlantin molemmin puolin, ja ne laskivat jyrkästi pääasiassa osakeriskipreemion kasvun vuoksi. Tieto uudesta ja mahdollisesti nopeammin leviävästä

koronavirusmuunnoksesta vaikutti markkinoihin voimakkaammin euroalueella kuin Yhdysvalloissa. Euroalueella rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten osakehinnat laskivat 1,1 %, ja Yhdysvalloissa ne puolestaan nousivat 3,0 %. Yhdysvaltain pankkien osakehinnat nousivat 3 %, kun euroalueella nousu jäi 0,2 prosenttiin.

Kuvio 7

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2018 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

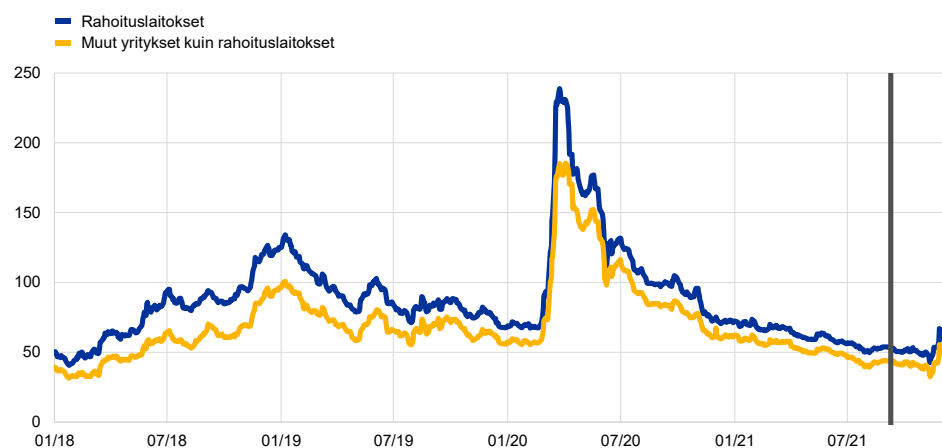
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 9.9.2021. Tuoreimmat tiedot 15.12.2021.

Osakehintojen kehitystä noudatellen euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot suurentivat hieman koronaviruksen omikronmuunnosta koskevien tietojen myötä ja vaihtelivat sen jälkeen jonkin verran (kuvio 8). Koko tarkastelujakson aikana yritysten liikkeeseen laskemien investointiluokan joukkolainojen tuottoero ja rahoitussektorin joukkolainojen tuottoero (suhteessa riskittömään korkoon) pysyivät pääosin muuttumattomina. Pitemmän aikavälin tarkastelussa tuottoerojen supistumiskehitys johtuu suurelta osin joukkolainojen lisäriskipreemioista. Lisäriskipreemio on se yritysten joukkolainojen tuottoeron komponentti, joka ei selity talous-, luotto- ja epävarmuustekijöillä.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



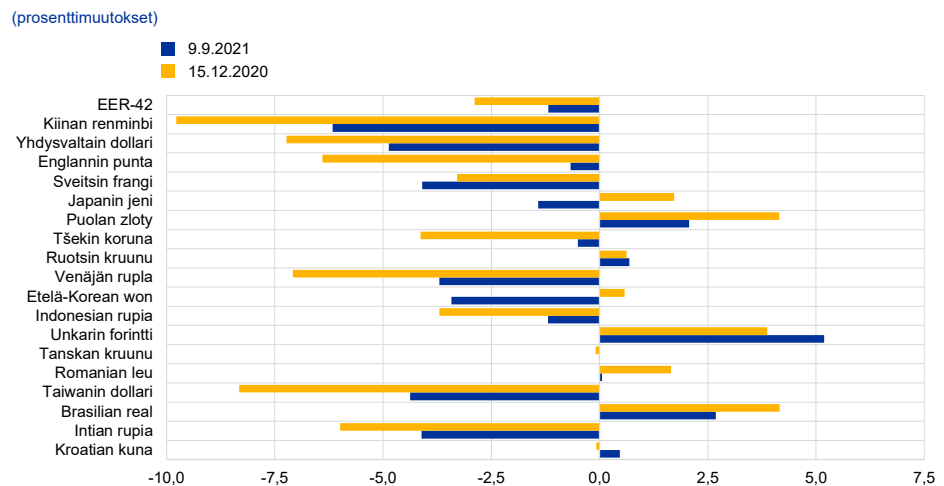
Lähteet: Markit iBoxx -indeksit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on varallisuusvaihtokaupan korkojen ja riskittömän koron välinen ero. Indeksiin sisältyvät joukkolainat kuuluvat investointiluokkaan, ja niillä on eri maturiteetteja (kuitenkin vähintään yksi vuosi juoksu-aikaa jäljellä). Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 9.9.2021. Tuoreimmat tiedot 15.12.2021.

Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen kurssi heikkeni (kuvio 9), mikä johtui laaja-alaisesta heikkenemisestä etenkin Yhdysvaltain dollariin ja useimpiin muihin keskeisiin valuuttoihin nähden. Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 42 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni tarkastelujaksolla 1,2 %. Euron huomattava heikkeneminen Yhdysvaltain dollariin nähden (4,9 %) kuvasti euroalueen ja Yhdysvaltain lyhyisiin korkoihin kohdistuvien odotusten eroavaisuuden kasvamista. Taustalla oli Yhdysvaltain talouden nopeampi elpyminen, nopeampi inflaatio ja rahapolitiikan kehitys. Euron kurssi heikkeni myös muihin tärkeimpiin valuuttoihin nähden. Kiinan renminbiin nähden se heikkeni 6,2 %, Sveitsin frangiin nähden 4,1 %, Japanin jeniin nähden 1,4 % ja Englannin puntaan nähden 0,7 %. Samaan aikaan euron kurssi vahvistui useiden euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenmaiden valuuttoihin nähden, esimerkiksi Unkarin forinttiin (5,2 %) ja Puolan zlotyyn (2,1 %) nähden.

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden



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 15.12.2020 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

3 Talouskehitys euroalueella

Euroalueen talouden elpyminen jatkui vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä, ja tuotanto kasvoi edelleen lähelle pandemiaa edeltänyttä tasoaan. Yksityinen kulutus oli kasvun tärkein taustatekijä kolmannella vuosineljänneksellä, ja nettoviennillä oli lievä positiivinen vaikutus. Myös palvelualan kasvulla oli merkittävä vaikutus erityisesti vapaa-ajan palveluissa ja ravitsemistoiminnassa, jotka saivat tukea koronarajoitusten asteittaisesta purkamisesta kesän mittaan. Samaan aikaan teollisuus ja rakentaminen hidastivat kokonaistuotannon kasvua, kun tarjontakapeikot pahenivat kesäkuukausina.

Tarjontahäiriöt, energian hinnan nousu ja joissakin euroalueen maissa aloitetut uudet koronarajoitukset ovat todennäköisesti rasittaneet talouskasvua viimeisellä vuosineljänneksellä. Koronatartuntojen voimakas kasvu marraskuun lopulta lähtien, monissa euroalueen maissa jälleen aloitetut rajoitustoimenpiteet ja omikronmuunnokseen liittyvien huolien kasvu niin ikään rasittavat todennäköisesti luottamusta ja talouskasvua lähiaikoina.

Lyhyen aikavälin häiriöistä ja epävarmuudesta huolimatta euroalueen elpymisen perusta on pysynyt lujana. Keskipitkän aikavälin näkymissä on edelleen kotimaisen kysynnän vahvistuminen, kun työmarkkinatilanne ja maailmantalouden kasvu voimistuvat sekä raha- että finanssipolitiikan tukemina kohti sisäsyntyistä kasvua. Pitkälti tällainen näkemys välittyy eurojärjestelmän asiantuntijoiden euroalueen talousnäkymiä koskevien joulukuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden perusskenaariosta, jossa BKT:n odotetaan kasvavan 5,1 % vuonna 2021 ja 4,2 % vuonna 2022 sekä 2,9 % vuonna 2023 ja 1,6 % vuonna 2024 ja palautuvan vuoden 2022 ensimmäiseen neljännekseen mennessä pandemiaa edeltäneeseen neljännesvuotuiseen kasvuvauhtiin. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioihin verrattuna talouden kehitysnäkymät vuonna 2022 ovat heikentyneet. Tämä johtuu pitkälti globaalien tarjontakapeikkojen voimistumisesta viime aikoina sekä siitä, että joissakin euromaissa on palattu kireämpiin koronarajoituksiin. Keskipitkällä aikavälillä kuitenkin näiden hidasteiden purkautumisen odotetaan johtavan nopeampaan kasvuun vuonna 2023 ja entistä sisäsyntyisempään kasvuun siitä eteenpäin.

Kaiken kaikkiaan euroalueen BKT:n kasvunäkymiin kohdistuvien riskien arvioidaan olevan jokseenkin tasapainossa. Toisaalta kasvu voi jäädä odotetusta, jos pandemiatilanteen viimeaikainen paheneminen ja uusien muunnosten leviäminen jäävät painamaan sitä pidemmäksi aikaa. Yhtäältä tätäkin nopeampi elpyminen on mahdollista, jos pandemian myötä kotitalouksien kerryttämät säästöt purkautuvat tai tarjontakapeikot helpottuvat nyt odotettua nopeammin.

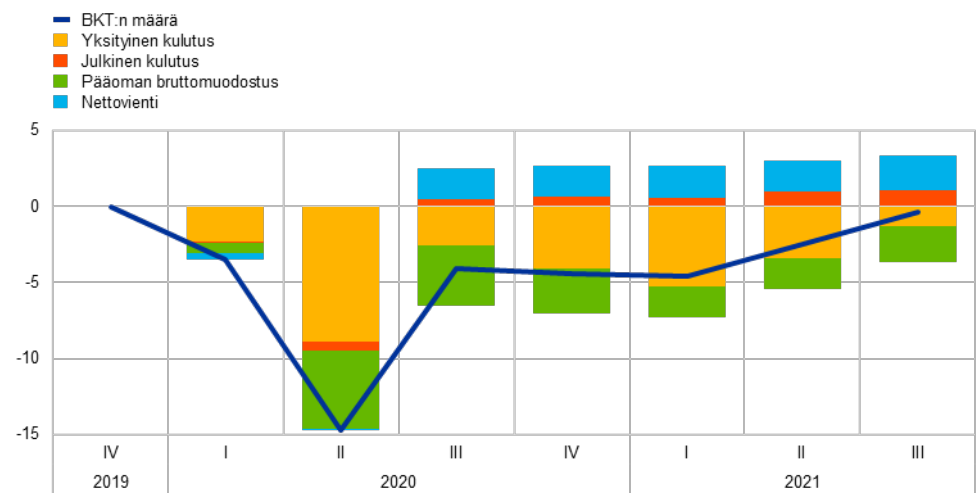
Euroalueen talous kasvoi vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä jälleen 2,2 % vahvistaen, että talous elpyi vuoden puolivälissä voimistuvista toimitusketjun häiriöistä huolimatta. Vuoden 2021 alun teknisen taantumun jälkeen BKT:n määrä kasvoi sekä toisella että kolmannella neljänneksellä voimakasta 2,2 prosentin vauhtia, kun pandemiarajoituksia asteittain höllennettiin. Tämä tulos on jokseenkin sopusoinnussa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden kanssa, ja neljännesvuotuinen talouskasvuvauhti jäi vain 0,3 prosenttiyksikköä taantumaa edeltäneestä loppuvuoden 2019 vauhdista

(kuvio 10). Kolmannen neljänneksen kasvu perustui edelleen pitkälti yksityisen kulutuksen elpymiseen, mutta myös nettoviennillä oli pieni positiivinen vaikutus. Toisella neljänneksellä reippaasti vahvistuneet investoinnit supistuivat kolmannella neljänneksellä – erityisesti kone- ja laitteollisuudessa. Myös varastojen kehitys vaimensi hieman kokonaistuotannon kasvua.

Kuvio 10

Euroalueen BKT:n määrä ja erät

(Prosenttimuutos vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä; kasvuvaihtelu prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Toimitusketjun kapeikot rajoittivat edelleen tehdasteollisuustuotantoa viimeisellä vuosineljänneksellä (kuvio 11).

Puute materiaaleista, laitteista ja toimitiloista on noussut ennätystasolle toisen neljänneksen jälkeen, kun yhä laajemmalla on kantautunut raportteja pullonkaloista puolijohteiden, metallien ja muovien tarjonnassa sekä häiriöistä kuljetuksissa. Puutteet ovat iskeneet erityisen voimakkaasti teollisuuteen: ilman rakentamista lasketun teollisuuden neljännesvuosikasvu jäi kolmannella vuosineljänneksellä 0,1 prosenttiin ja rakennusalan tuotanto supistui 0,6 %.⁷ Sitä vastoin henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvat palvelut kasvoivat voimakkaasti, kun ne saivat tukea rajoitustoimien jatkuvasta höllentämisestä ja vahvasta kuluttajien luottamuksesta.⁸

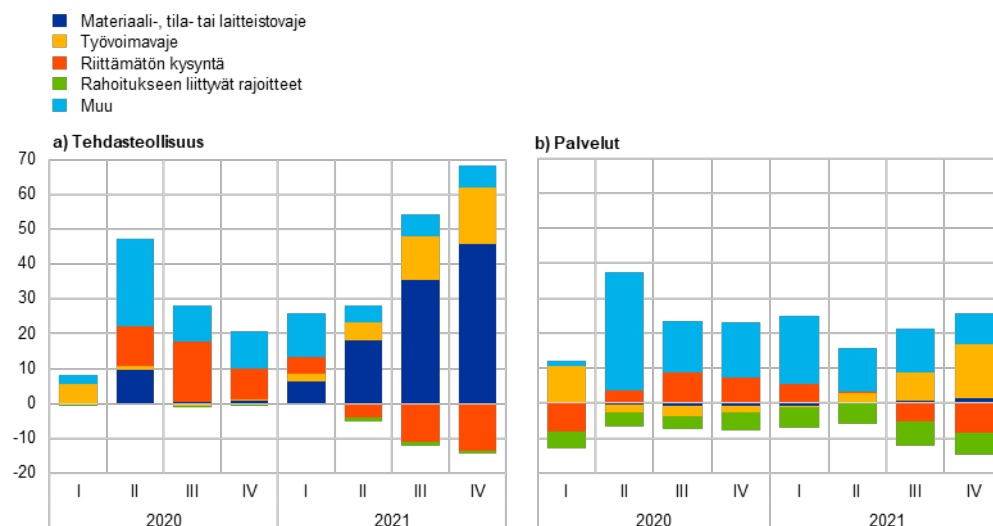
⁷ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Toimitusketjujen häiriöiden syyt ja niiden vaikutukset euroalueen tehdasteollisuuteen".

⁸ Kauppa, kuljetus ja ravitsemusala kasvoivat kolmannella vuosineljänneksellä lähes 7 % edellisestä neljänneksestä, ja taide ja viihde puolestaan kasvoivat 12 %. Molemmat sektorit olivat kuitenkin vielä pandemiaa edeltänyttä tasoaan heikompia.

Kuvio 11

Euroalueen tuotantoa rajoittavat tekijät

(Prosenttia vastaajista; poikkeama pitkän aikavälin keskiarvosta)



Lähde: Euroopan komissio.

Huom. Pitkän aikavälin keskiarvo on laskettu vuosille 2003–2019. Neljännesvuotuiset kyselyt on toteutettu kunkin neljänneksen ensimmäisen kuukauden aikana. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä (lokakuu).

Euroalueen BKT:n kasvun arvioidaan hidastuneen merkittävästi viimeisellä vuosineljänneksellä lyhyen aikavälin korkean epävarmuuden takia. Vaikka kasvuvauhdin odotettiin normalisoituvan kesällä nähdyn voimakkaan kasvun jälkeen, tämänhetkinen vaimeus on todennäköisesti korostunut myös tarjontakapeikkojen kiristymisen, energian hinnan nousun sekä koronatartuntojen lisääntymisen ja omikronmuunnokseen liittyvien huolten yhteisvaikutuksesta.

Kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopäälikkoindeksi oli loka- ja marraskuussa (54,8) alempana kuin kolmannella vuosineljänneksellä keskimäärin (58,4), joskin se edelleen osoitti positiivista kasvua. Indeksien lasku oli laaja-alaista mutta hieman voimakkaampaa tehdasteollisuudessa kuin palvelualalla. Talouden ilmapiiriä kuvaava Euroopan komission indikaattori ESI heikkeni hieman marraskuussa, mutta viimeisen vuosineljänneksen kahden ensimmäisen kuukauden keskiarvo oli sopusoinnussa kolmannen neljänneksen keskiarvon kanssa. On kuitenkin syytä huomata, että tuoreimmat PMI- ja ESI-luvut perustuvat kyselyihin, jotka on tehty ennen viimeistä korona-aaltoa, joissakin euroalueen maissa käyttöön palautettuja koronarajoituksia sekä Euroopan ensimmäisiä tunnistettuja omikrontapauksia. Kuluttajien luottamus oli jo heikentynyt korkealta tasoltaan viimeisen neljänneksen kahtena ensimmäisenä kuukautena pandemian kiihtymisen sekä energian hinnan voimakkaan nousun takia, joka on rajoittanut kotitalouksien ostovoimaa. Euroopan komission viimeistä vuosineljänneksen koskevat yrityskyselyt viittaavat raaka-ainepulan ja enenevässä määrin työvoimavajeen pahenemiseen verrattuna kolmannen neljänneksen (kuvio 11). Näiden vajeiden odotetaan rajoittavan talouskasvua lyhyellä aikavälillä ulkomaankaupan ja investointien kautta voimakkaammin kuin aiemmin arvioitiin. Vaikka lyhyellä aikavälillä näiden haasteiden ankaruuteen ja kestoon liittyy merkittävää epävarmuutta, on odotettavissa, että rokotushjelmien eteneminen, aiemmista pandemia-aalloista kerätty kokemus,

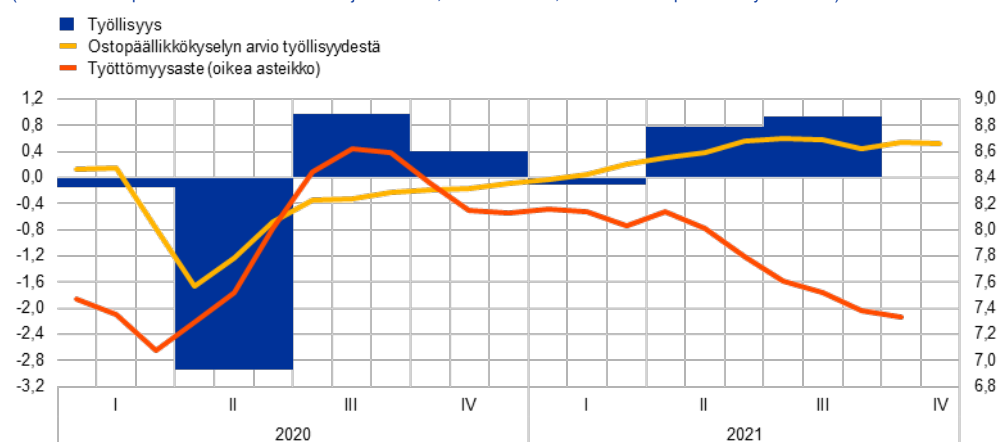
yritysten suotuisina pysyvä kysyntä ja luotonsaantiedellytykset⁹ sekä kotitalouksille energian hinnan viimeaikaisen nousun kompensoimiseksi annettavat suorat tuet pitävät talouskasvuun kohdistuvat haittavaikutukset rajallisina.

Euroalueen työmarkkinatilanne parani edelleen vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä. Työvoiman kysyntä kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä edelleen vapaiden työpaikkojen määrällä mitattuna. Työllisyys kasvoi edellisestä neljänneksestä 0,9 % vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä (kuvio 12). Vaikka neljännesvuosikasvu oli voimakkainta sitten vuoden 1999, työllisyys pysyi 0,2 % pandemiaa edeltänyttä tasoa heikompana. Työttömyysaste laski edelleen ja oli marraskuussa 7,3 %, joskin tämä oli osittain työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen ansiota. Näiden järjestelyjen arvioitiin kattavan 2,0 % työvoimasta vuoden 2021 kolmannen neljänneksen lopussa, ja osuus laski 1,8 prosenttiin lokakuussa. Pandemian rajoitustoimenpiteiden hellittämisen myötä työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen merkittävyys väheni tuntuvasti vuoden viidestä ensimmäisestä kuukaudesta, jolloin niiden osuus oli keskimäärin 6,3 %. Lisäksi työvoiman kasvu jatkui, ja se oli vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä enää 0,5 % pienempi kuin ennen pandemian alkua.

Kuvio 12

Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääällikkökyselyn arvio työllisyydestä ja työttömyysaste

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



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat

Huom. PMI-ostopääällikkökyselyyn perustuva arvio työllisyydestä sekä työttömyys on kuvattu kuukausittain ja työttömyys neljännesvuosittain. PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä, PMI-indeksistä marraskuulta 2021 ja työttömyysasteesta lokakuulta 2021.

Lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat työmarkkinatilanteen vahvistumisen jatkumiseen. PMI-ostopääällikkökyselyyn perustuva kuukausittainen työllisyysindikaattori, joka käsittää sekä teollisuuden että palvelualueen, laski marraskuussa 55,3:een lokakuun 55,5:stä mutta pysyi kuitenkin selvästi 50 pisteen yläpuolella, joka on positiivista työllisyyden kasvua osoittava raja-arvo. PMI-työllisyysindikaattori on elpynyt kokonaan huhtikuun 2020 kaikkien aikojen

⁹ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Rahoitusolot euroalueen yritysten näkökulmasta".

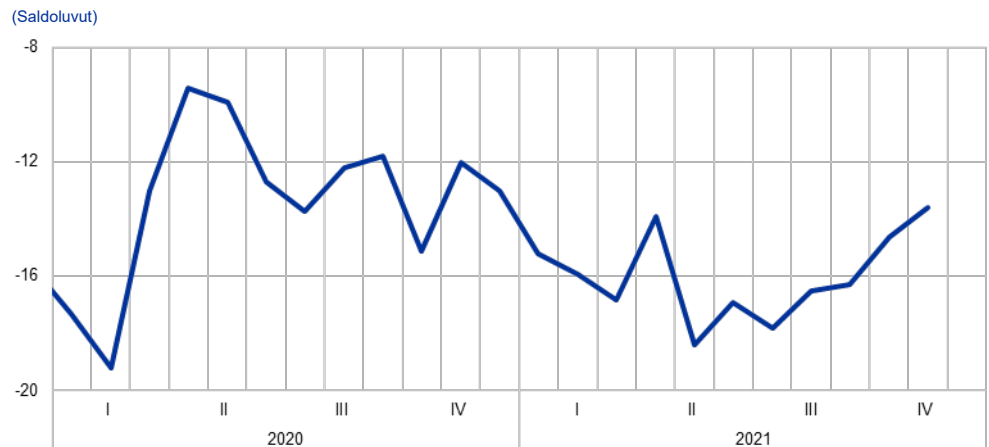
heikoimmalta tasoltaan ja on edelleen lähellä heinäkuun 2021 tasoaan, joka on korkein sitten maaliskuun 2000.

Yksityisen kulutuksen elpyminen jatkui kolmannella neljänneksellä erityisesti palvelujen kulutuksen tuella. Yksityinen kulutus kasvoi vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä edellisestä neljänneksestä 4,1 %. Vähittäiskauppa kuitenkin kasvoi samaan aikaan vain 0,8 %. Vahva kokonaiskulutus ja vaimea tavaroiden kulutus viittaavat siihen, että elpyminen muodostui pääasiassa henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvista palveluista, mitä tukee se, että turismi elpyi voimakkaasti kesäkaudella. Sitä vastoin tavaroiden kulutuksen kasvu pysyi vaimeampana viimeisen vuosineljänneksen alussa: lokakuussa vähittäiskaupan kasvu oli 0,2 % ja autojen rekisteröinnit -3,1 % edelliskuusta.

Uudet pandemiaan liittyvät riskit huolestuttavat jälleen kotitalouksia. Kuluttajien luottamusindikaattori laski marraskuussa -6,8:aan eli alimmilleen sitten huhtikuun 2021, mikä johtui nähtävästi pandemian viimeaikaisen kehitykseen liittyvistä huolista. Kesän jälkeen Euroopan komission kuukausittaisen kuluttajien luottamuskyselyn vastaajat ovat tulleet entistä epävarmemmiksi taloudellisen tilanteensa tulevasta kehityksestä (kuvio 13). Koska pandemiauutiset huononivat edelleen marras- ja joulukuussa, kuukausittaiset kuluttajien luottamulusut saattavat vielä aliarvioida tilanteen vakavuutta. Pandemian epäsuotuisan talvikuukausien aikaisen kehityksen odotetaan rasittavan henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen kulutusta seuraavilla vuosineljänneksillä.

Kuvio 13

Euroalueen kotitalouksien epävarmuus tulevasta taloudellisesta tilanteestaan



Lähde: Euroopan komissio.

Huom. Kevästä 2019 alkaen Euroopan komission kuukausittaisiin kuluttajaluottamuskyselyihin on sisällytetty ylimääräinen kysymys, jossa tiedustellaan suoraan, miten helppona kotitaloudet pitävät tulevan taloustilanteensa ennustamista. Tuorein havainto on marraskuulta 2021.

Yritysten (pl. rakennusala) investoinnit supistuivat vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä pääomahyödykkeiden voimakkaasta kysynnästä huolimatta.

Muut kuin rakentamisinvestoinnit euroalueella (pl. Irlanti¹⁰) heikkenivät vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä 0,6 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat

¹⁰ Irlanti on jätetty pois arviosta investointitilastojensa voimakkaan volatiliiteetin takia, sillä se saattaisi hämärtää kokonaiskuvaa euroalueen kehityksestä.

puolestaan kasvaneet samaa luokkaa. Siten investoinnit olivat hieman pienemmät kuin ennen pandemiaa vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä. Euroalueen suurimmista maista muut kuin rakentamisinvestoinnit kasvoivat Italiassa ja Espanjassa, kasvoivat Saksassa ja Alankomaissa ja pysyivät jokseenkin ennallaan Ranskassa. Muista kuin rakentamisinvestoinneista investoinnit kuljetuskalustoon supistuivat voimakkaasti euroalueella kolmatta vuosineljännestä peräkkäin. Tämä liittyi pääasiassa tarjontakapeikoista johtuneisiin tuotantopanosten saatavuusongelmiin.¹¹ Sitä vastoin investoinnit muihin laitteisiin ja aineettomaan omaisuuteen kasvoivat edelleen. Samaan aikaan kun laitteista ja työvoimasta kerrottiin olevan pulaa, mikä katsottiin keskeiseksi euroalueen tuotantoa rajoittavaksi tekijäksi, lyhyen aikavälin indikaattorit vuoden 2021 viimeiselle neljännekselle viittasivat edelleen pääomahyödykkeiden vahvaan kysyntään. Pääomahyödykkeiden uudet tilaukset kasvoivat edelleen, ja lokakuun PMI-indeksi kertoi selvästi kasvusta. Myös euroalueen pankkien luotonantokyselyn¹² tulokset olivat sopusoinnussa yritysten investointeja koskevien vahvojen odotusten kanssa, sillä pankit odottivat pitkäaikaisten (tyypillisesti investointien rahoitukseen käytettyjen) lainojen kysynnän kasvavan vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä.¹³

Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat kolmannella vuosineljänneksellä ja todennäköisesti pysyvät vaimena jatkuvien tarjontakapeikkojen ja pandemiaan liittyvän epävarmuuden takia. Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat kolmannella neljänneksellä 1,2 % edellisestä neljänneksestä. Euroopan komission rakennustuotannon viimeaikaista kehitystä kuvaava indikaattori heikkeni selvästi neljännen vuosineljänneksen kahden ensimmäisen kuukauden aikana mutta pysyi kuitenkin selvästi pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolella. Asuinrakentamista koskeva ostopääällikköindeksi nousi hieman siirtyen entistä korkeammalle positiivisen kasvun alueelle. Kotitalouksien kysyntä on Euroopan komission kyselytutkimusten mukaan viikasta ja kuluttajien lyhyen aikavälin asunnonosto- tai -rakentamisaikheet ovat korkeimmillaan sitten alkuvuoden 2002. Remontointiaikheet puolestaan olivat vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä kaikkien aikojen korkeimmalla tasollaan. Suotuisa kysyntätilanne näkyy myös yrityksistä koskevissa tilastoissa, ja yritysten luottamus on kohentunut jälleen tilauskantoja koskevien arvioiden nousun myötä. Samalla kuitenkin myös tarjontahuolet ovat kasvaneet ja yritykset kertovat materiaali- ja työvoimapulasta, joka oli jo kolmannella neljänneksellä ankarampaa kuin koskaan. Nämä tarjontakapeikat näkyvät myös tuoreimmissa ostopääällikkökyselyissä, jotka kertovat hyvin pitkistä materiaalitoimitusajoista, mikä on luultavasti osaltaan vaikuttanut rakennusyritysten 12 seuraavan kuukauden liiketoimintanäkymien optimistisuuden vähenemiseen.

Vaikka nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli kolmannella vuosineljänneksellä positiivinen, tavaravienti kärsi jatkuvista

¹¹ Ks. arvio toimitusketjun häiriöiden keskeisistä taustatekijöistä ja niiden vaikutuksesta euroalueen teollisuustuotantoon tämän Talouskatsauksen kehikosta "Toimitusketjujen häiriöt ja niiden vaikutus maailmantalouteen".

¹² Ks. [euroalueen pankkien vuoden 2021 kolmannen neljänneksen luotonantokysely \(The euro area bank lending survey – Third quarter of 2021\)](#).

¹³ Ks. euroalueen pienten ja keski suurten yritysten rahoituksensaantia koskevaan kyselyyn (SAFE) perustuva analyysi koetuista rahoitusoloista tämän Talouskatsauksen kehikosta "Rahoitusolot euroalueen yritysten näkökulmasta".

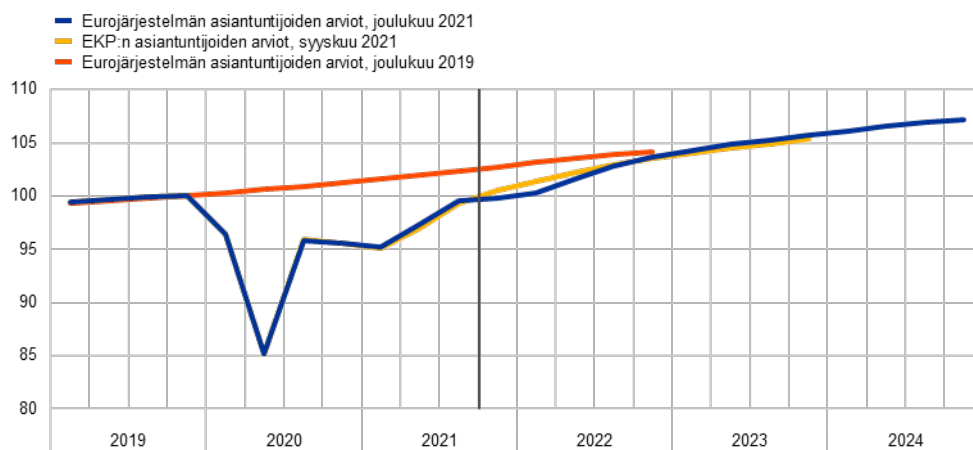
tarjontakapeikoista. Vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä euroalueen vienti kasvoi 1,2 % edellisestä neljänneksestä ja tuonti 0,7 %, jolloin nettovaikutus BKT:n kasvuun oli 0,3 %. Tavaroiden ja palvelujen ulkomaankaupan kehitys oli erisuuntaista. Tavaroiden vienti supistui 1,0 % ja tuonti 0,9 % edellisestä neljänneksestä, kun globaali kysyntä vaimeni ja toimitushäiriöt jatkuivat. Sitä vastoin euroalueen palvelujen vienti ja tuonti kasvoivat reippaasti (ensin mainittu 7,3 % ja jälkimmäinen 5,9 %); kesäajan turistikohdemaiden viennin kasvuvauhti oli kaksinumeroista. Tavaroiden vientitilauksiin perustuvat indikaattorit kertovat nyt kysynnän maltillistumisesta. Lisäksi pandemian kiihtyminen uhkaa palveluviennin elpymistä erityisesti matkustamiseen liittyvissä palveluissa. Matkustajamääriä ja lentoja koskevat tilastot osoittavat elpymisen hidastuneen syyskuussa 2021, ja niin tilauksiin kuin odotuksiinkin perustuvat ennakoivat indikaattorit viittaavat vaimenemiseen myös tulevina kuukausina.

Lyhyen aikavälin epävarmuudesta huolimatta euroalueen kasvun odotetaan ylittävän kriisiä edeltäneen tasonsa vuoden 2022 aikana. Keskipitkän aikavälin näkymissä arvioidaan kotimaisen kysynnän vahvistuvan jatkossakin, kun työmarkkinatilanne ja maailmantalouden kasvu voimistuvat ja lyhyen aikavälin epävarmuus väistyy, ja sekä raha- että finanssipolitiikan odotetaan saattavan taloutta edelleen kohti sisäsyntyistä kasvua. Myös Next Generation EU (NGEU) -ohjelman täytäntöönpanon odotetaan osaltaan tukevan elpymistä. Tällainen näkemys välittyi euroalueen talousnäkyymiä koskevista euroalueen asiantuntijoiden joulukuun 2021 arvioista, joissa euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 5,1 % vuonna 2021 ja 4,2 % vuonna 2022 sekä 2,9 % vuonna 2023 ja 1,6 % vuonna 2024 (kuvio 14). EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioihin verrattuna kasvunäkymiä on tarkistettu alaspäin vuodelle 2022 mutta ylöspäin vuodelle 2023. Lyhyen aikavälin näkymien heikentyminen heijastaa globaalien tarjontakapeikkojen viimeaikaista kiristymistä ja pandemiarajoitusten kovenemistä sitä mukaa, kun koronatartuntojen määrät ovat joissakin euroalueen maissa nousseet voimakkaasti; kapeikkojen ja rajoitusten odotetaan nyt jatkuvan myös vuoteen 2022. Näin ollen euroalueen talouskasvun odotetaan nyt palautuvan pandemiaa edeltäneelle tasolleen vasta vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä eli vuosineljänneksen myöhemmin kuin syyskuun 2021 arvioissa ennakoitiin. Kasvun kuitenkin odotetaan elpymään voimakkaasti vuoden 2022 loppua kohti, kun nämä jarruttavat tekijät asteittain häviävät. Euroalueen BKT:n odotetaan nyt ylittävän syyskuun 2021 arvioissa ennakoitun tason vuoden 2022 loppuun mennessä, mistä seuraa vuodelle 2023 voimakas kasvuperintö ja koko vuoden kasvuennusteen nousu.¹⁴

¹⁴ Ks. EKP:n verkkosivuilla 16.12.2021 julkaistu artikkeli ”Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuun 2021)”.

Kuvio 14 Euroalueen BKT

(Indeksi; IV/2019 = 100, kausivaihtelusta puhdistetut ja työpäiväkorjatut neljännesvuotuiset tiedot)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 16.12.2021 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkömiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(joulukuu 2021\)](#)".

Huom. Pystyviiva merkitsee joulukuun 2021 arviointijakson alkua euroalueen BKT:n tuoreimman havainnon jälkeen, joka on vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä.

Euroalueen vuotuinen inflaatio kiihtyi marraskuussa 2021 Eurostatin pika-arvion mukaan ennätyskalliseen 4,9 prosenttiin. Inflaation kiihtyminen johtui etupäässä energian hinnan voimakkaasta noususta. Marraskuussa energian hinnan nousu muodosti yli puolet kokonaisinflaatiosta. Lisäksi kysyntä kasvoi edelleen tarjontaa nopeammin tietyillä sektoreilla. Tämän seuraukset näkyvät erityisen selvästi kestokulutustavaroiden ja vastikään uudelleen avattujen palvelujen hinnoissa. Saksan arvonlisäveroalennuksen päättymiseen liittyvät vertailuajankohdan vaikutukset vaikuttivat vielä inflaatiota kiihdyttävästi vuoden 2021 loppuun saakka. Inflaation odotetaan pysyvän lyhyellä aikavälillä koholla mutta hidastuvan vuoden 2022 mittaan. Ajan myötä talouden asteittainen palautuminen kapasiteetin täyskäyttöön sekä työmarkkinatilanteen koheneminen oletettavasti kiihdyttävät palkkojen kasvua, kun inflaatio-odotukset nousevat kohti tavoitetasoa. Näiden tekijöiden voi odottaa voimistavan pohjainflaatiota ja kiihdyttävän kokonaisinflaation keskipitkällä aikavälillä tavoitteeseen. Tällainen kehitys näkyy eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisissa arvioissa, joiden mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 2,6 % vuonna 2021 ja 3,2 % vuonna 2022 sekä 1,8 % vuosina 2023 ja 2024 – eli ripeämpi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioissa ennakoitiin. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio on arvion mukaan 1,4 % vuonna 2021 ja 1,9 % vuonna 2022 sekä 1,7 % vuonna 2023 ja 1,8 % vuonna 2024, eli sekin on nyt arvioitu nopeammaksi kuin syyskuun 2021 arvioissa.

YKHI-inflaatio nousi ennätyskorkealle marraskuussa 2021 (kuvio 15). Eurostatin marraskuun pika-arvion mukaan YKHI-inflaatio kiihtyi jälleen voimakkaasti nousten syyskuun 3,4 prosentista 4,1 prosenttiin lokakuussa ja 4,9 prosenttiin marraskuussa. Tämä on nopein YKHI-inflaatiovauhti koko talous- ja rahaliiton aikana vuodesta 1999. YKHI-inflaation kiihtyminen johtui pääasiassa energian hinnasta, jonka nousu aiheutti yli puolet marraskuun kokonaisinflaatiosta. Energian hinnan nousuvauhti oli marraskuussa 27,4 % ja syyskuussa 17,6 %. Kuitenkin myös ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio kiihtyi tuntuvasti: se oli syyskuussa 1,9 %, lokakuussa 2,0 ja marraskuussa 2,6 %, joka oli niin ikään korkein luku vuoden 1999 jälkeen. Kiihtyminen johtui sekä palvelujen hintojen nousuvauhdin (syyskuussa 1,7 % ja marraskuussa 2,7 %) että muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen nousuvauhdin kiihtymisestä (syyskuussa 2,1 % ja marraskuussa 2,4 %).¹⁵ Lisäksi euroalueen inflaatiovauhti heijasteli edelleen sekä Saksan vuoden 2020 ALV-muutoksen vaikutusta, joka vaikutti inflaatioon vuoden 2021 loppuun saakka, että YKHIn painotusten muutoksia¹⁶. Saksan arvonlisäverokantaan tammikuussa 2021 tehdyn tilapäisen alennuksen vuotuisesta inflaatiovauhtiä korottavan vaikutuksen eliminointi alentaisi kokonaisinflaatiota 0,35 prosenttiyksikköä heinäkuusta alkavalla jaksolla. Lisäksi YKHIn painotusten muutokset vaimensivat inflaatiota lokakuussa, mutta niillä ei ollut lainkaan vaikutusta marraskuussa. Ilman ALV-alennuksen ja

¹⁵ YKHIn painotusten muutokset pois lukien palvelujen hintojen nousuvauhti oli jossain määrin kohtuullisempaa eli 2,2 % syyskuussa ja 2,5 % marraskuussa.

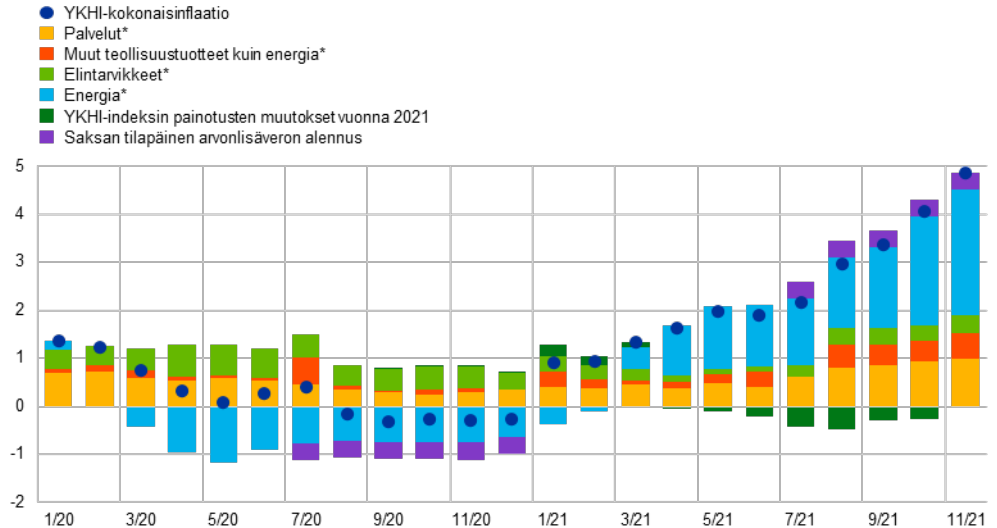
¹⁶ Ks. yksityiskohtainen kuvaus YKHIn painotusten muutoksista inflaation mittaamiseen vuonna 2021 Talouskatsauksen 2/2021 kehikosta "Vuoden 2021 yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin painot ja niiden vaikutus inflaation mittaamiseen".

YKHI:n painotusten muutoksia sekä inflaationopeus että sen kiihtymisvauhti lokakuusta marraskuuhun olisivat olleet jossain määrin maltillisempia.

Kuvio 15

Kokonaisinflaatio ja sen erät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, EKP:n asiantuntijoiden laskelmat ja Narrow Inflation Projection Exercise.

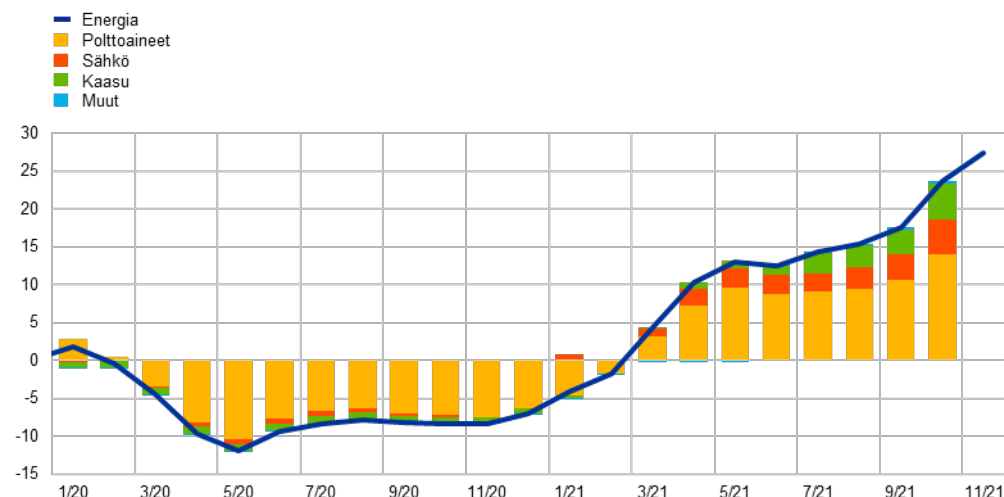
Huom. Asteriskilla (*) merkityistä eristä on eliminoitu sekä YKHI:n painotusten muutokset vuodelta 2021 että Saksan arvonlisäveron tilapäinen muutos vuodelta 2020. YKHI:n painotusten muutokset ovat EKP:n estimoimat, ja niiden vaikutus marraskuussa saattaa muuttua Eurostatin kattavien tietojen julkistuksen myötä. Tuoreimmat havainnot marraskuulta 2021 (alustavat arviot).

Energian hinnan historiallisen korkea nousuvauhti johtui pitkälti globaalien hyödykehintojen voimakkaasta noususta. Öljyn hintakehityksen myötä polttoaineerällä oli voimakas kontribuutio YKHI-inflaatioon. Kaasun ja sähkön kuluttajahintojen viimeaikainen nousu kuitenkin aiheutti marraskuussa vielä suuremmat kontribuutiot: niiden vaikutus kokonaisinflaatioon oli tuolloin yli 0,8 prosenttiyksikköä (kuvio 16) ensimmäistä kertaa vuoden 1999 jälkeen. Kaasuerän kasvuvaihtelu perustui globaalin ja Euroopan kaasun tukkuhinnan nousuun, joka puolestaan nosti sähkön tukkuhintoja EU:ssa, koska sähkön hinta perustuu sähkövoimaloiden lyhyen aikavälin rajakustannuksiin. Myös EU:n päästökauppajärjestelmän päästöoikeuksien hintojen nousulla oli kiihdyttävä, joskin pienempi, vaikutus. Ks. arvio energian hintakehityksen ja edellä mainittujen tekijöiden suhteesta Euroalueen talousnäkyviä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioiden (joulukuu 2021) kehikosta ["Energia- ja energiainfrastruktuurin hintakehitys ja sen vaikutus YKHI:n energiaerää koskeviin arvioihin"](#).

Kuvio 16

Energian hintakehityksen hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. "Polttoaine" viittaa YKHI-inflaation erään "nestemäiset polttoaineet sekä yksityisajoneuvojen poltto- ja voiteluaineet". "Muut" sisältää COICOP-luokituksen 5-numeron tarkkuudella yhdistellyt aluerät "kiinteät polttoaineet" ja "lämpöenergia". Lyhenne COICOP muodostuu sanoista "classification of individual consumption according to purpose" eli yksilöllisen kulutuksen luokitus käyttötarkoituksen mukaan. Tuoreimmat havainnot COICOP-alaeristä ovat lokakuulta 2021 ja energian hintakehityksestä marraskuulta 2021.

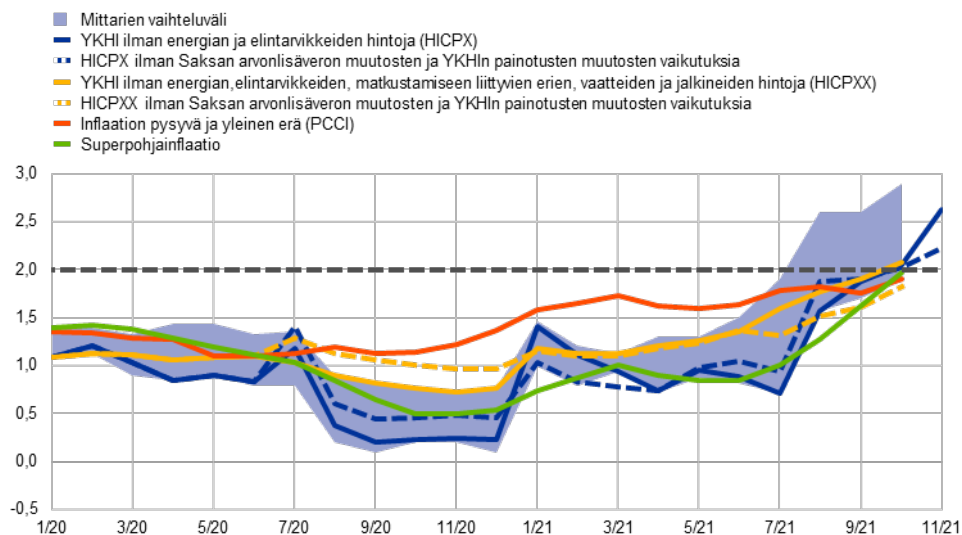
Pohjaininflaation indikaattorit nousivat edelleen (kuvio 17). Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio kiihtyi marraskuussa 2,6 prosenttiin (arviolta 2,5 % pois lukien YKHIn painotusmuutokset ja 2,2 % pois lukien Saksan ALV-alennus vuonna 2020). Muita pohjainflaatioindikaattoreita koskevat tiedot ulottuvat vain lokakuuhun. Ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien sekä vaatteiden ja jalkineiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio (HICPXX) kiihtyi syyskuun 1,9 prosentista 2,1 prosenttiin lokakuussa ja mallipohjainen inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) nousi 1,8 prosentista 1,9 prosenttiin. Superpohjainflaatio, joka koostuu suhdanneherkistä eristä, nousi neljännettä kuukautta peräkkäin lokakuussa 2,0 prosenttiin syyskuun 1,6 prosentista. YKHIn erien inflaatiovauhtien hajonta on tällä hetkellä voimakasta, ja 46 % HICPX-eristä kallistui yli 2 prosentin vauhtia. Tämä viittaa siihen, että YKHI-koriin kuuluvien yksittäisen tuoteryhmien poissulkemiseen perustuvat pohjainflaatioindikaattorit, erityisesti niin sanotut keskitetyt keskiarvot, sisälsivät edelleen useita inflaatiovauhdiltaan verrattain korkeita ja volatiileja eriä, jotka ovat viime kuukausien aikana työntäneet vastaavat pohjainflaatioindikaattorit vaihteluvälinsä ylälaitaan.¹⁷

¹⁷ Keskitetyt keskiarvot (joissa poistetaan noin 5 % tai 15 % vuotuisten hintamuutosten jakauman kummastakin ääripäästä), ovat selvästi 2 prosentin tavoitteen yläpuolella, koska niihin sisältyy tiettyjä energiaeriä, joiden inflaatiovauhti on tällä hetkellä hyvin nopea. Ks. lisätietoja näistä ja muista pohjainflaatioindikaattoreista Talouskatsauksen 4/2018 artikkelin "Measures of underlying inflation for the euro area" kehikoista 2 ja 3.

Kuvio 17

Pohjainlaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjainlaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX); YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja (HICPXX); YKHI:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKHI:n keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHI:n painotettu mediaani. Tuoreimmat tiedot HICPX:stä ovat marraskuulta 2021 ja kaikista muista indikaattoreista lokakuulta 2021.

Muiden teollisuustuotteiden kuin energian tuotantoketjun hintapaineet kiristyivät edelleen lokakuussa (kuvio 18). Tuotantoketjun alkupäässä

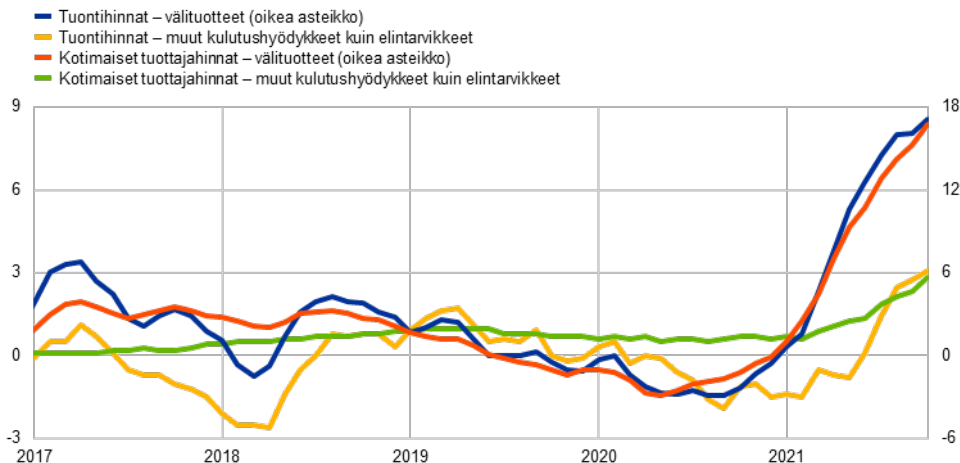
kotimarkkinoilla myytyjen välituotteiden vuotuinen tuottajahintainflaatio kiihtyi jyrkästi eli elokuun 14,3 prosentista 15,2 prosenttiin syyskuussa ja 16,8 prosenttiin lokakuussa, kun taas välituotteiden tuontihintojen muutosvauhti nopeutui elokuun 16,0 prosentista 16,2 prosenttiin syyskuussa ja 17,2 prosenttiin lokakuussa. Hintapaineet ovat ulottuneet myös tuotantoketjun loppupäähän: kotimarkkinoilla myytyjen muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuottajahintainflaatio kiihtyi edelleen eli elokuun 2,2 prosentista 2,3 prosenttiin syyskuussa ja 2,8 prosenttiin lokakuussa, joka oli historian korkein lukema. Samaan aikaan muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuontihintainflaatio kiihtyi elokuun 2,4 prosentista 2,8 prosenttiin syyskuussa ja 3,1 prosenttiin lokakuussa, mikä johtui osittain myös euron nimellisen efektiivisen valuuttakurssin viimeaikaisesta heikkenemisestä. Hintapaineiden nousu heijastaa globaalia hyödykehintojen nousua (jota euron heikkeneminen korostaa) sekä tarjontakapeikkoja, jotka kasvattavat yritysten tuotantokustannuksia. Se myös herättää kysymyksen siitä, missä määrin nämä paineet lopulta välittyvät kuluttajahintoihin. Corporate Telephone Survey -kyselyn viimeaikaiset tulokset kertovat yritysten ennakoivan, että tuotantokustannusten nousu välittyy jatkossa aiempaa enemmän paitsi muille yrityksille, myös kuluttajille.¹⁸ Nykyisissä pandemiaoloissa kuitenkin on huomattavan epävarmaa, missä määrin hintapaineet lopulta välittyvät kuluttajahintoihin.

¹⁸ Ks. Talouskatsauksen 7/2021 kehikko "Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies".

Kuvio 18

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2021.

Palkkapaineet ovat toistaiseksi pysyneet maltillisina, joskin pandemiaan liittyvät tekijät sumentavat edelleen palkkojen kasvun mittareita.

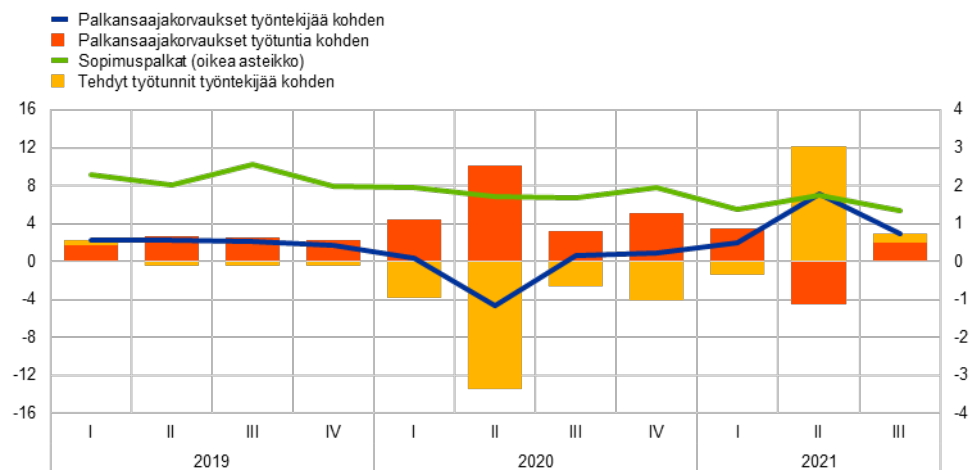
Toisella neljänneksellä voimakkaasti leventynyt työntekijää ja työtuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuero kaventui vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä, jolloin työntekijää kohden laskettu kasvu hidastui 3,0 prosenttiin edellisen neljänneksen 7,2 prosentista ja edellisellä neljänneksellä 4,5 % vähentynyt työtunnin kustannus kasvoi 2,0 prosenttia (kuva 19). Näin voimakkaat muutokset vuotuisissa kasvuvauhteissa johtuivat suurelta osin vertailuajankohdan vaikutuksista, koska vuonna 2020 monet työntekijät pitivät työpaikkansa mutta tekivät vähemmän työtunteja osa-aikatyö- ja työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen avulla. Joitakin politiikkatoimia on edelleen käytössä, ja ne vääristävät jossain määrin palkkojen kasvun mittareita. Sopimuspalkkoissa, joihin tehtyjen työtuntien muutokset ja työpaikkojen säilyttämisjärjestelyissä maksettujen tukien kirjaukset eivät suoraan vaikuta, nousu hidastui vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä 1,3 prosenttiin toisen neljänneksen 1,8 prosentista.¹⁹ Vaikka tämä mittari on todellista palkkojen kasvua vakaampi, siihenkin liittyy jonkin verran volatiliiteettia eräiden pandemiaan liittyneiden kertamaksujen kautta. Vaikka sopimuspalkkojen kehityksen perusteella palkkojen kasvu on ollut varsin maltillista, tilastotiedot luultavasti kattavat vasta neuvottelut, jotka on saatu päätökseen ennen inflaation viimeaikaista kiihtymistä.

¹⁹ Ks. lisätietoja Talouskatsauksen 8/2020 kehikosta ”Palkkakehityksen arviointi koronapandemian aikana: onko sopimuspalkkatiedoista apua?”.

Kuvio 19

Työvoimakustannukset työntekijää kohden eriteltyinä tuntia ja työtuntia kohti

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä.

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit vaihtelivat merkittävästi jakson aikana: jakson alkupuoliskolla ne nousivat voimakkaasti, mutta jälkipuoliskolla nousu kumoutui osittain. Kyselypohjaiset inflaatio-odotusten indikaattorit puolestaan nousivat jakson loppupuoliskolla.

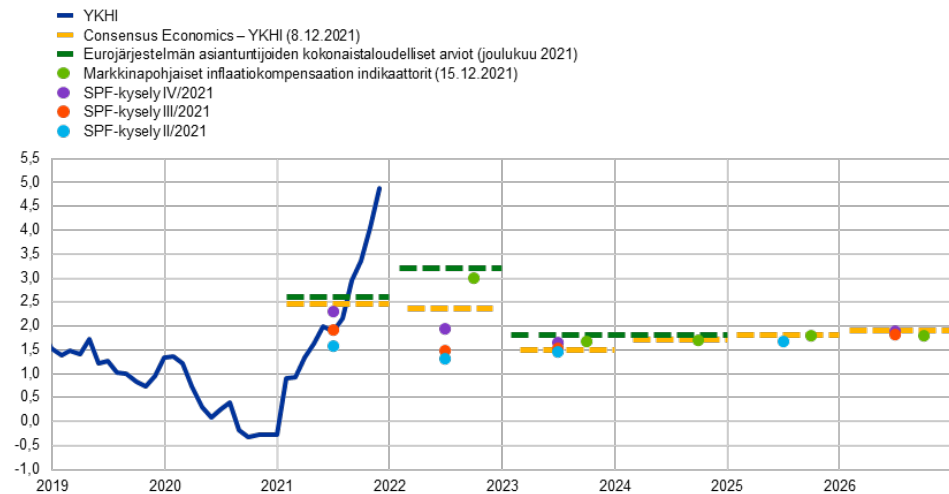
Toimitusketjun jännitteet, energian hinnan nousu ja euroalueen odotettua nopeampi inflaatio aiheuttivat euroalueen inflaatioidonnoitukseen swapkorkoihin kohdistuvaa nousupainetta tarkastelujakson alkupuolella. Nämä korot nousivat korkeimmillaan lokakuun lopussa yli 2 prosenttiin yli viiden vuoden maturiteeteissa. Esimerkiksi viiden vuoden inflaatioidonnoitteen swapkorko viiden vuoden päästä oli tuolloin 2,1 %, mikä on korkein luku kesän 2014 jälkeen. Sittemmin osa tästä noususta on kumoutunut ja markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ovat laskeneet lokakuun lopusta lähtien Atlantin molemmin puolin energian ja erityisesti öljyn hinnan laskun myötä. Kaiken kaikkiaan markkinaodotusten mukaan euroalueen inflaatio kiihtyy lyhyellä aikavälillä, ja kiihtymisestä näyttäisi myös tulevan aiempaa odotettua voimakkaampi ja pitkäaikaisempi. Samaan aikaan markkinaodotusten mukaan inflaation kiihtyminen kuitenkin jäisi väliaikaiseksi, sillä yhden vuoden inflaatioidonnoitteen swapkorko vuoden päästä on noin 1,7 % ja viiden vuoden inflaatioidonnoitteen swapkorko viiden vuoden päästä hieman korkeampi eli 1,8 %. Inflaatio-odotuksista johdettu riski keskimääräisen inflaatiiovauhdin kiihtymisestä selvästi yli 2 prosenttiin seuraavien viiden vuoden aikana on kuitenkin kasvussa, joskin riski inflaation kiihtymisestä yli 3 prosenttiin on pysynyt pienenä. Pidemmän aikavälin tarkastelussa mallipohjaiset arviot osoittavat, että inflaatiokompensaation markkinapohjaisten mittarien nousu vuoden 2020 puolivälistä lähtien johtuu pääasiassa inflaatoriskipreemiosta (ks. lisätietoja tämän Talouskatsauksen kehikosta "Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten mittareiden dekomponointi inflaatio-odotuksiin ja inflaatoriskipreemioon"). Kesän aikana inflaatio-odotuksia kuvaavat kyselyindikaattorit nousivat jonkin verran. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden tavoin myös nämä kyselyindikaattorit viittaavat kumpumaiseen inflaatioprofiiliin. Lokakuun

ensimmäisellä viikolla toteutetun viimeisen vuosineljänneksen 2021 EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen sekä Consensus Economicsin lokakuun ennusteiden mukaan pitkän aikavälin inflaatio-odotukset nousivat 1,9 prosenttiin (kuvio 20).

Kuvio 20

Inflaatio-odotuksia kuvaavat kyselyindikaattorit ja markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, ECB Survey of Professional Forecasters, Euroalueen talousnäkömiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2021) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Inflaatiokompensaatiiosarjan markkinapohjaiset indikaattorit perustuvat vuotuisen taaksepäin katsovaan inflaatiouuhtiiin ja eteenpäin katsovaan inflaatiouuhtiiin vuoden päästä sekä eteenpäin katsovaan vuoden inflaatiouuhtiiin kahden, kolmen ja neljän vuoden päästä. Tuoreimmat havainnot markkinapohjaisista inflaatiokompensaation indikaattoreista on poimittu 15.12.2021. EKP:n vuoden 2021 viimeiseen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kysely suoritettiin 1–11.10. 2021. Consensus Economicsin arviot vuosille 2021 ja 2022 perustuvat 8.12.2021 käytettävissä olleisiin tietoihin, ja vuosia 2023–2026 koskevat arviot 14.10.2021 käytettävissä olleisiin tietoihin. Kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 1.12.2021 käytettävissä olleisiin tietoihin.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisissa arvioissa inflaation ennakoidaan pysyvän korkeampana pidempään mutta hidastuvan vuosina 2023 ja 2024 alle 2 prosentin tavoitteen. YKHI-inflaatio kiihtyi

4,9 prosenttiin marraskuussa 2021, ja sen odotetaan hidastuvan voimakkaasti vuoden 2022 aikana ja vakaantuvan vuonna 2023 inflaatiotavoitteen alapuolelle. Ennusteen perusskenaariossa YKHI-kokonaisinflaatiouuhtiiin arvioidaan olevan 2,6 % vuonna 2021 ja 3,2 % vuonna 2022 sekä 1,8 % vuosina 2023 ja 2024 (kuvio 21). Syyskuussa 2021 julkaistuihin EKP:n asiantuntija-arvioihin verrattuna YKHI-inflaatio on nyt arvioitu nopeammaksi koko ennustejaksolla eli 0,4 prosenttiyksikköä nopeammaksi vuonna 2021 ja 1,5 prosenttiyksikköä nopeammaksi vuonna 2022 sekä 0,3 prosenttiyksikköä nopeammaksi vuonna 2023. Energian korkea hinta (liikennepolttoaineet, sähkö ja kaasu), kysynnän vahvistuminen talouden avautumisen myötä sekä tuottajahintojen nousu globaalien tarjontakapeikkojen ja kuljetuskustannusten nousun seurauksena ovat voimistaneet tuntuvasti inflaatiopaineita ja niiden odotetaan pitävän inflaation koholla myös vuonna 2022. YKHI-inflaation kuitenkin odotetaan hidastuvan vuonna 2022 pitkälti energian hintaan ja muihin inflaatioeriin liittyvien vertailuajankohdan vaikutusten, kuten tammikuussa 2021 päättyneen Saksan arvonlisäveron tilapäisen alennuksen seurauksena. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation

(HICPX) arvioidaan myötäilevän lyhyellä aikavälillä kokonaisinflaation kehitystä ja vahvistuvan sitten ennustejakson loppua kohti. Sen arvioidaan olevan 1,4 % vuonna 2021, 1,9 % vuonna 2022, 1,7 % vuonna 2023 ja 1,8 % vuonna 2024. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatioarvio heijastaa sekin tarjontakapeikkojen vaikutusta. Pohjainflaation kiihtyminen ennustejakson loppua kohti saa voimaa talouden elpymisestä, palkkojen kasvun voimistumisesta ja inflaatio-odotusten noususta.

Kuvio 21 Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2021).
Huom. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä (tiedot) ja vuoden 2024 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 1.12.2021 käytettävissä olleisiin tietoihin.

5 Rahan määrä ja luotonanto

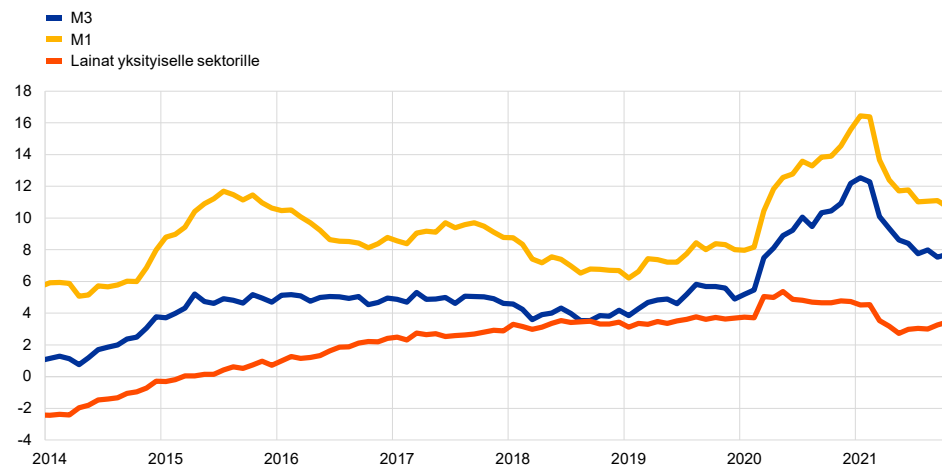
Rahan luominen euroalueella kasvoi hieman lokakuussa 2021 koronaviruspandemiaan liittyvän kasvaneen epävarmuuden ja tukitoimien myötä. Eurojärjestelmän tekemät omaisuuserien ostot pysyivät rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä. Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kasvu nopeutui hieman, kun suotuisat rahoitusolot edelleen vahvistivat sitä, ja yritysten käyttöpääomatarpeet puolestaan tukivat lyhytaikaisten lainojen kysyntää. Kolmannella vuosineljänneksellä yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärän kasvu piristyi velkapaperien liikkeeseenlaskun ja yrityksille myönnettyjen pankkilainojen vauhdittamana. Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaiskustannus kasvoi lievästi heinäkuusta lokakuuhun 2021 osakerahoituksen hankkimiskustannuksen kasvun myötä, mutta pysytteli selvästi pandemian alun aikaisen huipputasonsa alapuolella.

Lokakuussa 2021 lavean rahan kasvu nopeutui lievästi. M3:n vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi lokakuussa 7,7 prosenttiin syyskuisesta 7,5 prosentista (kuviot 22). Kasvun taustalla oli rahan mittava sisäänvirtaus samaan aikaan, kun epävarmuus pandemian neljännen aallon vaikutuksesta Euroopan talouteen lisääntyi. Neljännesvuositasolla rahan kasvuvauhti lähestyi edelleen pitkän aikavälin keskiarvoaan. M3:n eristä eniten sen kasvuun vaikutti suppea raha-aggregaatti M1, joka sisältää M3:n likvideimmät erät. Pandemian aikana rahaa hallussa pitävä sektori on yleisesti ottaen vahvasti suosinut likvidejä varoja varovaisuussyistä. Rajoitustoimien keventyessä keväällä ja kesällä 2021 ja talouskehityksen elpymässä M1:n kasvu tasaantui vuoden 2021 toisella ja kolmannella vuosineljänneksellä, kun se oli ensimmäisen pandemiavuoden aikana ollut hyvin voimakasta. Lokakuussa M1:n vuotuinen kasvutahti hidastui entisestään ja laski 11,1 prosentista 10,7 prosenttiin etenkin yön yli -talletusten kehitystä myötäillen. Liikkeessä olevan rahan vuotuinen kasvuvauhti oli hidastunut vuoden 2021 ensimmäisestä neljänneksestä asti, ja lokakuussa se tasaantui 8,5 prosenttiin. Muiden lyhytaikaisten talletusten vaikutus pysytteli lokakuussa negatiivisena määräaikaistalletusten kysynnän vähentyessä. Lisäksi jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien vaikutus kasvoi hyvin alhaiselta lähtötasolta, mikä heijasti sijoittajien tuottohakuista käyttäytymistä alhaisen korkotason vallitessa.

Kuvio 22

M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

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

Yön yli -talletusten kasvu jatkoi hidastumistaan. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui lokakuussa 11,1 prosenttiin syyskuun 11,5 prosentista. Hidastumiseen vaikuttivat pääasiassa kotitaloudet, jotka ovat suurin kasvuvauhtiin vaikuttava sektori. Pandemian alussa talletusten sisäänvirtaukset olivat merkittäviä, sillä kotitalouksien säästäminen lisääntyi rajoitustoimien vuoksi ja yritykset kerryttivät uusia likvideettipuskureita. Tilanteen pysyessä tavallista epävarmempana nämä sisäänvirtaukset jatkuivat vielä pandemian alkuvaiheiden jälkeen.²⁰ Viime aikoina kotitaloudet ovat alkaneet supistaa säästämisastettaan, kun kuluttajien luottamus on kasvanut ja kulutusmahdollisuudet ovat parantuneet. Rokotuskampanjoiden edetessä ja talouskehityksen elpessä kotitalouksien ja yritysten pankkitalletusten kerryttämistähti on neljännesvuositasolla hidastunut ja palannut pandemiaa edeltäneen ajan keskiarvoonsa. Yritysten ja kotitalouksien hallussa olevien talletusten kasvu on vaihdellut maittain, mihin vaikuttavat erot likvideettitarpeissa ja maiden (finanssipoliittisissa) tukitoimissa.

Rahan luomista vauhdittivat edelleen eniten eurojärjestelmän tekemät omaisuuserien ostot lokakuussa 2021. Kuten edellisillä neljänneksilläkin, suurimpana M3:n kasvun taustatekijänä olivat eurojärjestelmän omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tekemät julkisyhteisöjen velkapapereiden netto-ostot (kuvion 23 palkkien punaiset osat). Edellisten neljännesten tavoin luotot yksityiselle sektorille tukivat merkittävästi rahan luomista (palkkien siniset osat). Myös muut vastaerät tukivat lavean rahan kasvua (palkkien tummanvihreät osat), kun kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden edulliset ehdot kannustivat pankkeja siirtymään pois pitempiaikaisista rahoitusveloista. Rahan luomista oli kuitenkin hillitsemässä kaksi päätekijää: ensinnäkin valtioiden joukkolainojen myynti ja julkisyhteisöjen velkapapereiden liikkeeseenlaskun supistuminen (palkkien vaaleanvihreät osat), jotka johtivat

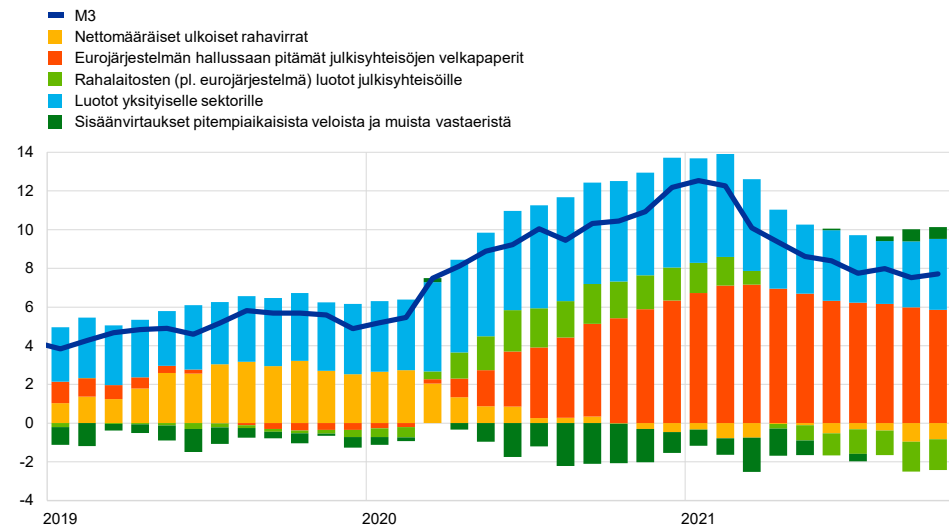
²⁰ Ks. Talouskatsauksen 5/2021 kehikko "COVID-19 and the increase in household savings: an update".

pankkien julkisyhteisöille myöntämien luottojen vähenemiseen, ja toiseksi nettomääräiset ulkoiset rahavirrat (palkkien keltaiset osat), joiden taustalla olivat salkunvaihdon vahvistuminen ja euron efektiivisen valuuttakurssin samanaikainen heikkeneminen.

Kuvio 23

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 ei-rahallisten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektoriin velkapapereiden osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2021.

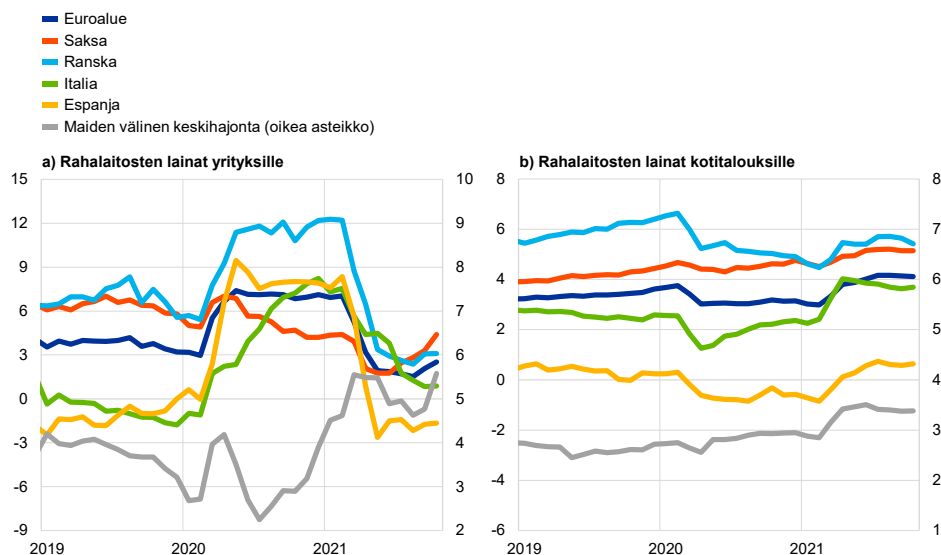
Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kasvu kiihtyi hieman

lokakuussa 2021 (kuvio 22). Yrityksille ja kotitalouksille myönnettyt lainat hyötyivät edelleen suotuisista rahoitusoloista ja talouden kasvunäkymien kohenemisestä. Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kasvu tasaantui vuoden alkupuoliskolla, mutta kiihtyi lokakuussa 3,4 prosenttiin syyskuun 3,2 prosentista yritysloanojen vauhdittamana. Yritysloanojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui lokakuussa 2,5 prosenttiin syyskuun 2,1 prosentista. Taustalla oli lyhytaikaisten lainojen kasvu, joka todennäköisesti liittyi yritysten käyttöpääomatarpeisiin. Lainojen kasvu pysytteli kuitenkin maltillisena, kun suuret kassavarat, sisäisen tulo-rahoituksen vahvistuminen ja muunlaisen muualta kuin pankeista saatavan rahoituksen saatavuus hillitsivät edelleen yritysten pankkilainojen kysyntää. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen kasvuvauhti pysyi muuttumattomana ja oli lokakuussa 4,1 % (kuvio 24). Eniten kotitalouksien lainanottoon vaikuttivat edelleen asuntolainat, kun taas kulutusluottojen kasvu pysyi vaimeana. Lainojen kehityksessä oli euroalueen maiden välillä huomattavia eroja, joissa näkyy muun muassa pandemian vaikutusten ja talouden elpymisen epätasaisuus.

Kuvio 24

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos; keskihajonta)



Lähde: EKP.

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

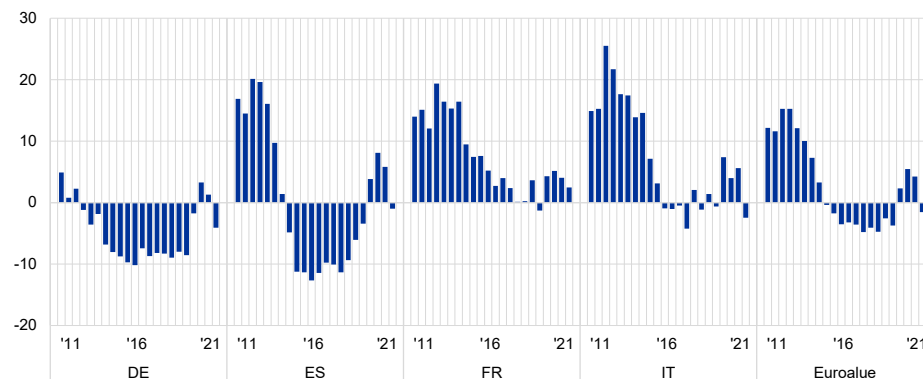
Pienet ja keski- ja suuret yritykset (pk-yritykset) kertoivat äskettäin ulkoisen rahoituksensa saatavuuden kohentuneen viimeisen puolen vuoden aikana suhteessa vuoden 2021 alkuun, ja jatkossa ne odottavat sen paranevan edelleen. Marraskuussa 2021 julkaistussa [Euroalueen yritysten rahoituksensaantia kartoittavassa kyselytutkimuksessa](#) euroalueen pk-yritykset ilmoittivat, että niiden

ulkoisen rahoituksen saatavuuden paraneminen ylitti rahoitustarpeiden kasvun, joten ulkoinen rahoitusvaje kääntyi lievästi negatiiviseksi ja oli -2 %, kun se oli edellisellä jaksolla ollut 4 % (kuviot 25). Lisäksi kyselytutkimuksen vastauksista ilmeni, että pk-yritykset – ja vielä suuremmissa määrin suuryritykset – odottivat useimpien ulkoisten rahoituslähteiden saatavuuden paranevan. Etenkin yritysten kohentuneet kokonaisnäkökymykset rahoitusoloista olivat yhä keskeisempi taustatekijä niiden odotuksissa pankkilainojen saatavuudesta tulevaisuudessa (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 3). Meneillään olevan talouden elpymisen myötä euroalueen pk-yritykset kertoivat liikevaihtonsa kasvaneen, ja niiden voitot taas supistuivat paljon vähemmän kuin edellisellä tutkimusjaksolla. Voittojen vähenemisen taustalla oli yleisesti hyödykkeiden hintojen ja työvoimakustannusten nousu.

Kuvio 25

Muutokset euroalueen pk-yritysten ilmoittamassa ulkoisessa rahoitusvajeesa maittain

(painotetut nettomäärät)



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

Huom. Rahoitusvajeen indikaattoriin on yhdistetty rahoitustarpeet ja pankkilainojen, luottolimiittien ja kauppaluottojen saatavuus sekä osakkeiden ja velkapapereiden liikkeeseenlasku yritystasolla. Kunkin viiden rahoitusinstrumentin kohdalla rahoitusvajeesa havaitun muutoksen indikaattori saa arvon 1, jos instrumentin tarve kasvaa ja sen saatavuus vähenee, tai arvon -1, jos instrumentin tarve vähenee ja saatavuus kasvaa. Jos yritykset näkevät rahoitusvajeen muuttuneen yksipuolisesti vain joko instrumentin tarpeen tai sen saatavuuden osalta, muuttuja saa arvon 0,5, jos vaje on kasvanut, tai -0,5, jos vaje on supistunut. Tämä yhdistelmäindikaattori on näiden viiden instrumentin rahoitusvajeen painotettu keskiarvo. Indikaattorin positiivinen arvo osoittaa rahoitusvajeen kasvaneen. Arvot kerrotaan sadalla, jotta saadaan painotetut nettomäärät prosentteina. Luvut ovat kyselyn jaksolta 3–25 (maaliskuusta 2010 huhti–syyskuuhun 2021).

Euroalueen pankkien velkarahoituskustannukset pysyttelevät edelleen poikkeuksellisen alhaisella tasolla EKP:n rahapoliittisten toimien tukemina.

Velkarahoituksen yhdistelmäkulutus on edelleen pandemiaa edeltäneen tason alapuolella huolimatta syyskuussa 2021 alkaneesta riskittömien korkojen noususta ja pankkien joukkolainojen tuottojen kasvusta (kuvio 26). Nousupaineet eivät toistaiseksi ole vaikuttaneet pankkien rahoituskustannuksiin, mihin on kolme syytä. Ensinnäkin talletusten uudelleenhinnoittelu on jatkunut, ja euroalueen pankit ovat perineet negatiivista korkoa yhä suuremmasta osasta yritystalletuksia, kun taas kotitalouksien koroltaan negatiivisten talletusten osuus on sekin kasvanut (joskin suhteellisen alhaiselta lähtötasolta) ja on nyt 6,5 %.²¹ Toiseksi pankkien osuus velkarahoituksesta on supistunut huomattavasti, kun pankit ovat käyttäneet hyväkseen kolmatta kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjaa ja pandemiaan liittyviä pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita hyvin suotuisilla ehdoilla. Kolmanneksi EKP:n omaisuuserien osto-ohjelma ja pandemiaan liittyvä osto-ohjelma ovat auttaneet hillitsemään pankkien joukkolainojen tuottoihin kohdistuvia nousupaineita ja kaventamaan rahoitusolojen eroja eri maiden, riskiluokkien ja maturiteettien välillä suhteessa pandemiaa edeltäneisiin tasoihin. Myös pankkien liikkeeseen laskemien katettujen joukkolainojen hinnat ovat saaneet tukea EKP:n kolmannelta katettujen joukkolainojen osto-ohjelmasta. EKP:n politiikkatoimien ohella myös Next Generation EU -ohjelmalla tuetaan tuottojen pysymistä maltillisina edistämällä vahvempaa ja yhtenäisempää elpymistä koko euroalueella.

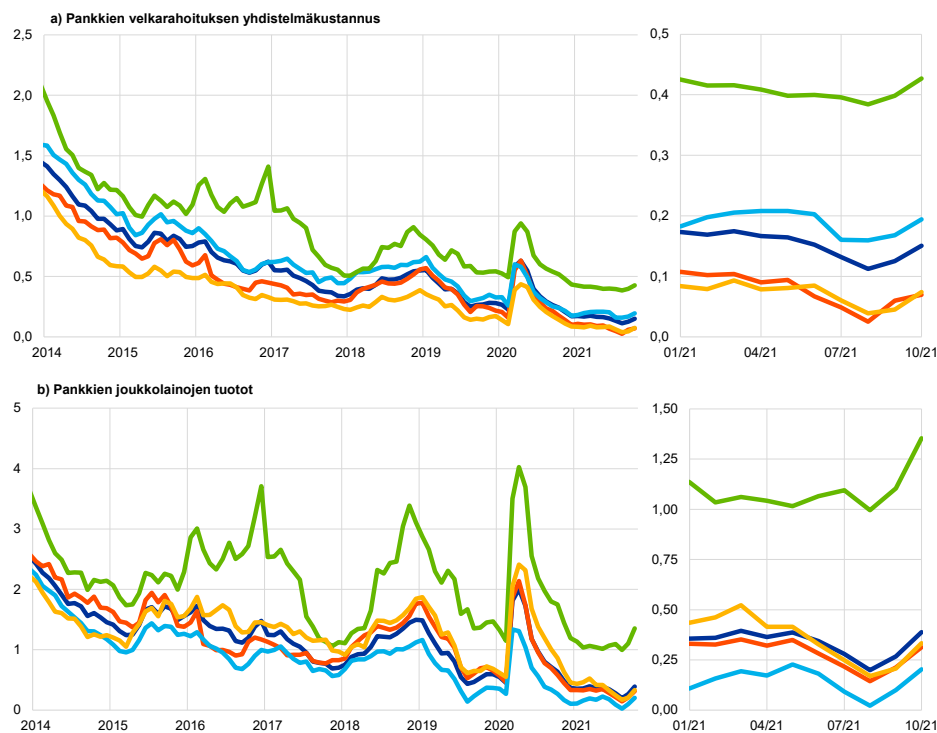
²¹ Ks. [Financial Stability Review, marraskuu 2021](#).

Kuvio 26

Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosentteina)

— Euroalue
— Saksa
— Ranska
— Italia
— Espanja



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

Huom. Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen painotettu kustannus. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna vastaavilla kannan määrillä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2021.

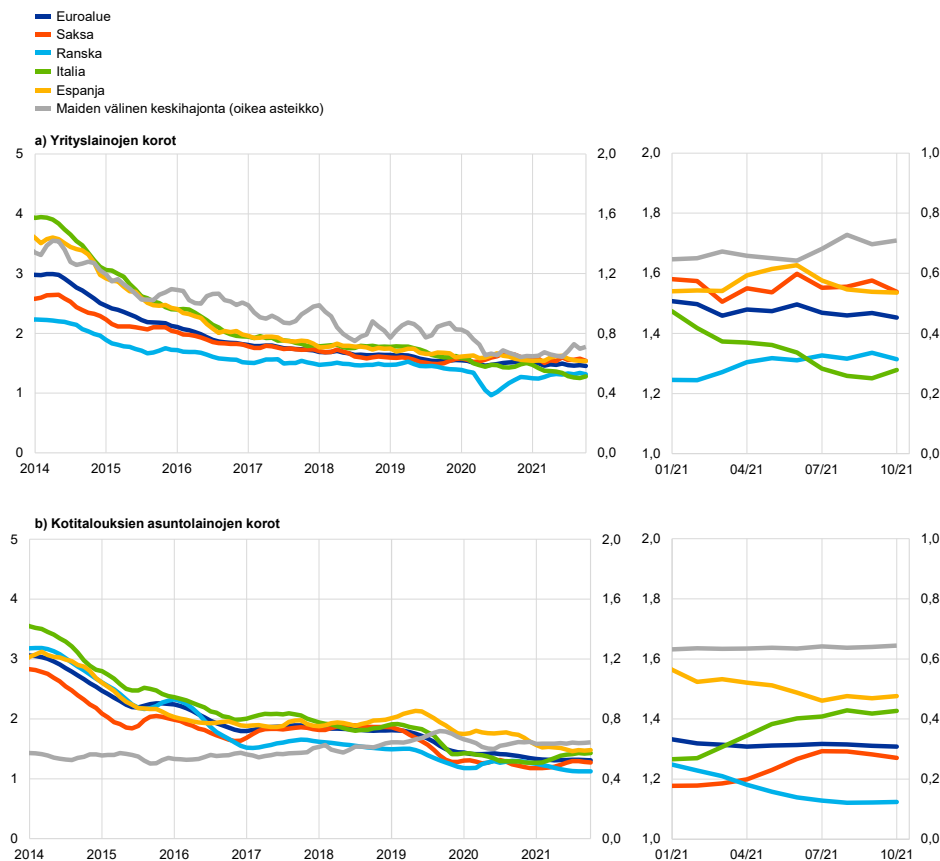
Pankkien antolainauskorot pysyttelivät lokakuussa 2021 lähellä alhaisinta

tasoaan. Pankkien yrityslainojen yhdistelmäkorot laskivat 1,43 prosenttiin, kun taas kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkorot pysyttelivät pitkälti ennallaan 1,31 prosentissa (kuvio 27). Yrityslainojen korkojen lasku johtui pääosin euroalueen suurimpien maiden korkokehityksestä. Lisäksi pankkien hyvin pienten lainojen ja suurten lainojen välinen korkoero kasvoi pysyen kuitenkin pandemiaa edeltäneen tasonsa alapuolella, mikä johtui lähinnä hyvin pienten lainojen korkojen noususta. Epävarmuus pandemian taloudellisista seurauksista on kasvanut uusien virusmuunnosten levitessä maailmanlaajuisesti ja neljännen korona-aallon voimistuessa. EKP:n politiikkatoimilla on kuitenkin toistaiseksi estetty rahoitusolojen laaja-alainen kiristyminen, joka olisi vahvistanut uusien virusmuunnosten negatiivista vaikutusta euroalueen talouteen.

Kuvio 27

Pankkien myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja; keskihajonta)



Lähde: EKP.

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

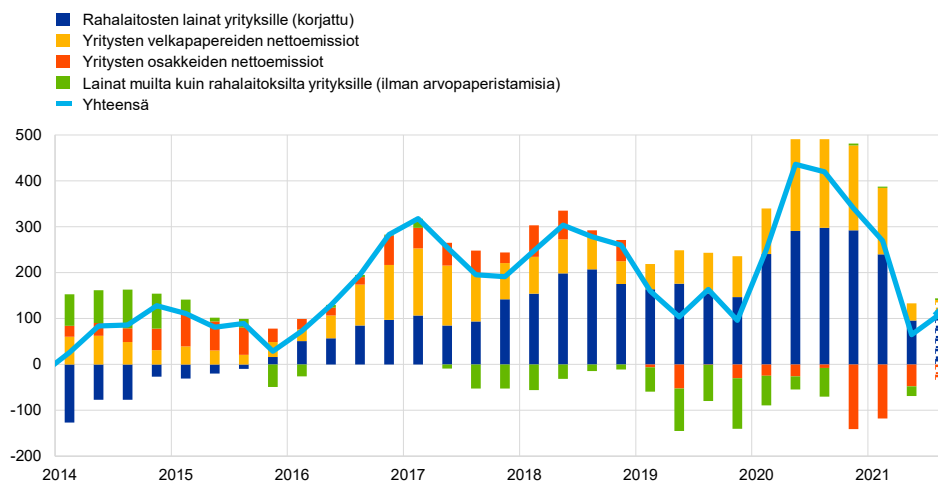
Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärän kasvu nopeutui vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä.

Ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi lievästi kesäkuun 2,1 prosentista syyskuun 2,2 prosenttiin velkarahoituksen alhaisten kustannusten tukemana. Vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä ulkoisten rahoitusvirtojen kasvu perustui enimmäkseen pankkien myöntämien yrityslainojen ja velkapapereiden liikkeeseenlaskun kasvuun, kun taas muiden rahoituslaitosten kuin pankkien myöntämien lainojen positiivinen vaikutus oli pienempi (kuvio 28). Yritysten luotonkysyntää vauhdittivat niiden voimistuneet investoinnit, kun taas sitä hillitsivät voittojen ja tulorahoituksen kasvu, mittavat likviditeettipuskurit ja yritysten suuri bruttovelka. Tarjontakapeikoista erityisesti kärsineissä maissa ja toimialoilla lyhytaikaisten lainojen kysyntä on kasvanut käyttöpääoman tarpeen kasvun myötä, joka puolestaan johtuu tuotantoviiveistä ja varastojen kerryttämisestä. Kaiken kaikkiaan yritykset ovat kuitenkin edelleen suosineet pitemmän maturiteetin rahoitusinstrumentteja, mikä viittaa siihen, että ulkoista rahoitusta käytetään yleensä investointeihin eikä niinkään likviditeettipuskurien kerryttämiseen.

Kuvio 28

Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(vuositasolla, mrd. euroa)



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

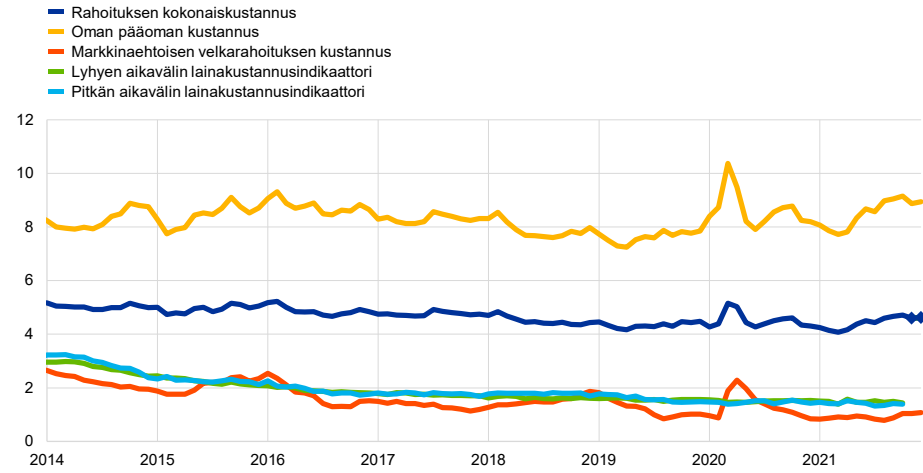
Huom. Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan lainat rahalaitoksilta, velkapapereiden nettoemissiot, osakkeiden nettoemissiot ja lainat muilta kuin rahalaitoksilta. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Muilta kuin rahalaitoksilta saadut lainat sisältävät muilta rahoituslaitoksilta, vakuutusyhtiöiltä ja eläkerahastoilta saadut lainat ilman arvopaperistettuja lainoja. Pystysuora raidallinen palkki ja vaaleansininen vinoneliö kuvaavat pikaennustetta vuoden 2021 kolmannelle neljännekselle. Tuoreimmat havainnot ovat euroalueen tilinpitotietojen osalta vuoden 2021 toiselta neljännekseltä, ja vuoden 2021 kolmannen neljänneksen arviot perustuvat tietoihin EKP:n tase-eristä (BSI) ja arvopapereista (SEC) sekä Dealogicin tietoihin.

Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, kasvoi heinäkuusta lokakuuhun 2021 osakerahoituksen kustannuksen vauhdittamana. Lokakuussa 2021 ulkoisen rahoituksen kustannus nousi 4,7 prosenttiin (kuvio 29), mikä oli noin 0,4 prosenttiyksikköä alle maaliskuun 2020 huipputasoon mutta 0,6 prosenttiyksikköä yli maaliskuun 2021 pohjatasoon. Lokakuun kasvu johtui pääosin osakerahoituksen kustannuksen noususta, jonka taustalla oli sekä riskittömien korkojen että – paljon vähemmässä määrin – osakeriskipreemion nousu. Vaikka yritysten joukkolainojen tuottoerot pysyttelivät kutakuinkin ennallaan, riskittömien korkojen nousu veti myös markkinaehtoisen velan kustannuksen nousuun tasolle, jolla se oli viimeksi ollut lokakuussa 2020. Rahoituksen kokonaiskustannusten arvioidaan supistuneen marginaalisesti lokakuun lopusta joulukuun puoleenväliin, kun osakerahoituksen kustannuksen lasku ylitti markkinaehtoisen velan kustannuksen lievän lisänsun. Osakerahoituksen kustannuksen lasku tällä aikavälillä johtui riskittömien korkojen laskusta, joka ylitti osakeriskipreemion lievän nousun. Riskittömien korkojen lasku ei kuitenkaan riittänyt alentamaan markkinaehtoisen velan kustannusta, koska yritysten joukkolainojen tuottoerot kasvoivat etenkin high yield -segmentissä.

Kuvio 29

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(vuotuisina prosentteina)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella. Tummansiniset vinoneliöt kuvaavat rahoituksen kokonaiskustannuksen marras-joulukuun 2021 pikaennusteita, jotka perustuvat oletukseen, että pankkien antolainauskorot pysyvät lokakuun 2021 tasoilla. Tuoreimmat havainnot on päivätty 15.12.2021 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 10.12.2021 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä lokakuussa 2021 antolainauksen kustannusten osalta (kuukausittaiset tiedot).

Vaikka koronaviruskriisi edelleen rasitti voimakkaasti julkista taloutta vuonna 2021, euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 arviot osoittavat, että julkisen talouden rahoitusasema on jo kehityksessä parempaan päin. Alijäämäsuhte oli suurimmillaan 7,2 % BKT:stä vuonna 2020, mutta sen arvioidaan supistuneen 5,9 prosenttiin vuonna 2021 ja jatkavan supistumistaan 3,2 prosenttiin vuonna 2022, minkä jälkeen se vakautuu juuri 2 prosentin alapuolelle arviointijakson loppuun eli vuoteen 2024 mennessä. Nämä parannukset johtuvat suhdannekorjattujen perusjäämien kasvusta yhdessä suhdannekierron osuuden kanssa, joka vahvistuu merkittävästi etenkin vuodesta 2022 alkaen. Euroalueen finanssipolitiikan mitoitus oli vuonna 2020 vahvasti elvyttävä, ja vuonna 2021 se kiristyi vain aavistuksen verran, kun siitä on puhdistettu Next Generation EU (NGEU) -rahaston avustusten vaikutus. Vuonna 2022 merkittävä osa kriisituista päättyy ja finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan siten kiristyvän huomattavasti, joskin paljon vähemmän kuin aiemmin arvioitiin. Kiristymisen ennakoitaan jatkuvan ennusteajanjakson loppuun asti, mutta paljon lievempänä, sillä taloutta tuetaan merkittävässä määrin myös tulevina vuosina. Yleisesti ottaen kasvua tukeva finanssipolitiikka, jossa finanssipoliittisista toimista luovutaan vasta asteittain, auttaisi tukemaan euroalueen talouden elpymistä ja lieventämään pitkäaikaisempia haittavaikutuksia. Tämä tuki auttaisi myös taloutta mukautumaan meneillään oleviin rakennemuutoksiin. Finanssipoliittisten toimien tulisi olla kasvua tukevia ja kohdennettuja, jotta niillä voidaan puuttua haavoittuvuuksiin tehokkaasti. Kansallisia finanssipoliittisia toimia täydentävän NGEU-rahaston ja "Fit for 55" -ilmastopakettin odotetaan edistävän vahvempaa, vihreämpää ja yhtenäisempää elpymistä.

Euroalueen talousnäkyviä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä kohenee tasaisesti vuodesta 2021 alkaen.²² BKT:hen suhteutetun julkisen talouden alijäämän arvioidaan supistuneen euroalueella 5,9 prosenttiin vuonna 2021, kun se vuonna 2020 oli ollut ennennäkemättömän korkealla 7,2 prosentissa. Alijäämän ennustetaan vuonna 2022 supistuvan vielä voimakkaammin 3,2 prosenttiin ja seuraavina kahtena vuotena edelleen ensin 2,1 prosenttiin ja sitten 1,8 prosenttiin (kuvio 30). Pandemiaan liittyvät taloudelliset tukitoimet olivat vuonna 2020 suuruudeltaan noin 4,1 % BKT:stä, ja vuonna 2021 kriisi- ja elpymistukien arvioidaan kasvaneen noin 4,4 prosenttiin BKT:stä. Tämän taustalla on se, että hallitukset ovat jatkaneet hätätoimia, laajentaneet niitä asteittain ja/tai toteuttaneet uusia toimia elpymisen tueksi, mukaan lukien NGEU-rahastosta saaduilla avustuksilla rahoitetut toimet.²³ Suuri negatiivinen suhdannekomponentti lisäsi julkisen talouden alijäämän huomattavaa kasvua vuonna 2020, mutta vuonna 2021 sen osuuden odotetaan alkavan supistua, joskin hitaasti. Rahoitusjäämän vuonna 2022 alkavan merkittävämmän kohenemisen arvioidaan

²² Ks. EKP:n verkkosivuilla 16.12.2021 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(joulukuun 2021\)](#)".

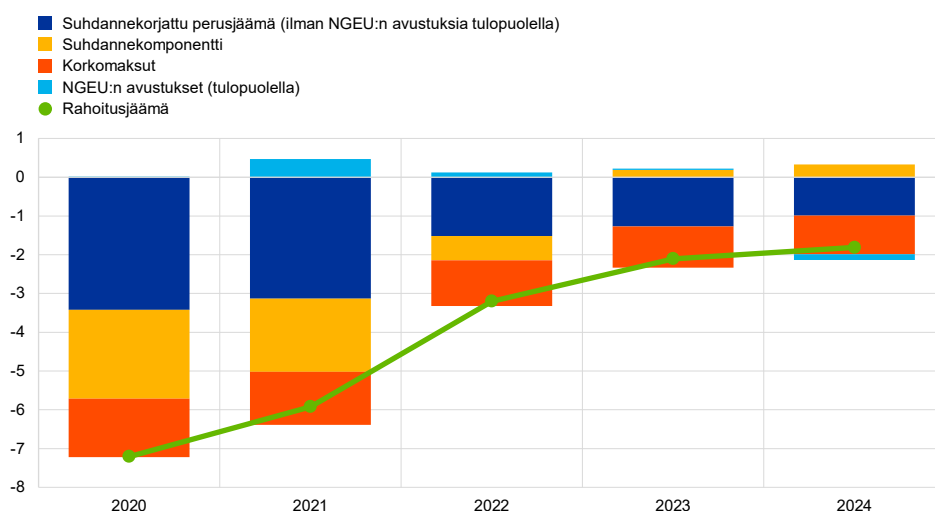
²³ NGEU:n avustukset ovat laajuudeltaan keskimäärin noin 0,5 % BKT:stä arviointijaksolla ja supistuvat vähitellen vuoden 2022 jälkeen. Niillä ja rajallisella lainaosuudella rahoitettavien talousarviomenojen odotetaan nousevan noin 2,5 prosenttiin BKT:stä. Siinä julkisen talouden kehityksessä, johon tässä osassa viitataan, ei ole mukana NGEU-rahastoon liittyvää ylikansallista alijäämää ja velkaa.

johtuvan suhdannekorjatun perusjäämän kasvusta muiden kuin NGEU:n avustuksilla rahoitettavien hätätoimien suurelta osin päättyessä. Lisäksi suhdannekierron negatiivisen vaikutuksen odotetaan supistuvan ripeästi vuodesta 2022 alkaen ja kääntyvän lievästi positiiviseksi vuonna 2023. Koko arviointiajanjaksolla myös korkomaksujen osuuden hidas supistuminen edistää rahoitusjäämän kohenemista, vaikkakin vähäisemmässä määrin.

Kuvio 30

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2021. Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan kokonaisuudessaan kiristyneen hieman vuonna 2021, kun se vuonna 2020 oli ollut hyvin vahvasti elvyttävää.

Nykyiseltä, edelleen vahvasti kasvua tukevalta tasolta finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan vuonna 2022 kiristyvän merkittävämmän, kun finanssipoliittinen tuki vähenee pandemiatoimien ja väliaikaisten tukitoimien päättyessä. Vuosina 2023 ja 2024 finanssipolitiikan arvioidaan edelleen kiristyvän maltillisesti.²⁴ Tästä huolimatta finanssipoliittinen tuki talouden elpymiselle jatkuu koko arviointiajanjaksolla vahvana, ja siten euroalueen julkisen talouden perusjäämä pysyttelee vankasti negatiivisena.

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

Vuonna 2021 näiden pakettien laajuus on yhteensä noin 19 % koko euroalueen BKT:stä. Ajanjaksolla 2020–2021 näiden takausten kumulatiivisen käytön laajuudeksi arvioidaan 9 % BKT:stä. On syytä huomata, että maiden välillä on merkittäviä eroja sekä takauspaketeissa että niiden käyttöasteessa. Lainatakaukset merkitsevät valtioille vastuusitoumuksia, ja mikäli

²⁴ Euroalueen finanssipolitiikan mitoitus oli kokonaisuudessaan -4,2 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2020 ja arvioiden mukaan +0,2 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2021, ja sen ennustetaan olevan +1,1 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2022 ja +0,3 prosenttiyksikköä BKT:stä vuosina 2023 ja 2024 ilman NGEU:n avustuksiin liittyviä tuloja.

takauksien perusteella vaaditaan maksuja, ne lisäävät siis julkisia menoja ja kasvattavat siten valtion velkaa.

Euroalueen talousnäkyviä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2021 arvioihin verrattuna rahoitusjäämän arvioidaan kohentuneen merkittävästi vuonna 2021 mutta heikkenevän hieman vuonna 2022. Erityisesti euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämää suhteessa BKT:hen on korjattu 1,1 prosenttiyksiköllä ylöspäin eli -5,9 prosenttiin vuodelle 2021 ja 0,4 prosenttiyksiköllä alaspäin eli -3,2 prosenttiin vuodelle 2022. Vuoden 2023 rahoitusjäämäarvio pysyy ennallaan -2,1 prosentissa. Tämän kehityksen taustalla ovat pääosin finanssipolitiikan mitoituksen tarkistukset. Mitoituksen arvioidaan kiristyneen vuonna 2021, mikä johtuu enimmäkseen aiempaa arvioitua suuremmasta verokertymästä ja jonkin verran suppeammista harkinnanvaraisista elvytystoimista. Finanssipolitiikan mitoituksen tarkistukset vuonna 2022 heijastavat lähinnä vuoden 2022 talousarvioihin sisältyviä uusia elvytystoimia ja vähemmässä määrin myös muita kuin harkinnanvaraisia tulotekijöitä, joiden vaikutus on keventävä.

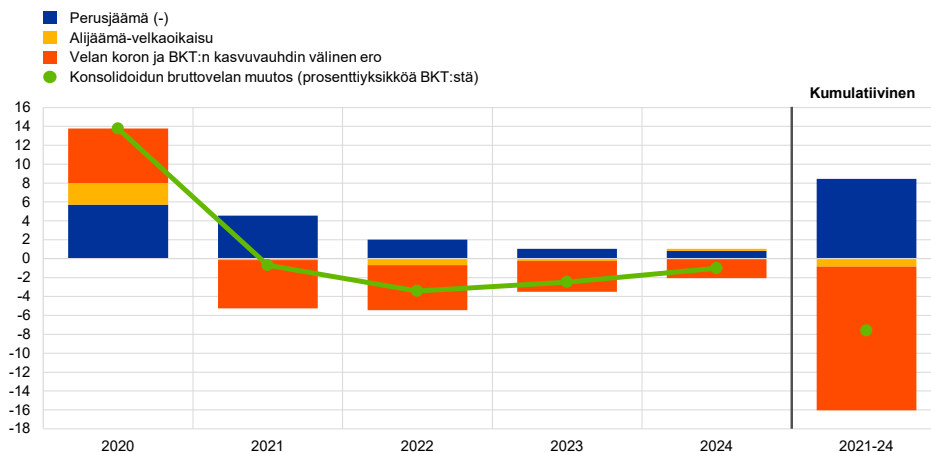
Euroalueen julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen kasvoi jyrkästi vuonna 2020, ja sen arvioidaan supistuvan lievästi eli hiukan alle 97 prosenttiin vuonna 2021 ja sen jälkeen noin 90 prosenttiin vuoteen 2024 mennessä. Velkasuhde kasvoi 14 prosenttiyksiköllä vuonna 2020, mutta vuonna 2021 velan koron ja talouden kasvuvauhdin välisen eron merkittävä velkaa pienentävä vaikutus ylittää yhä suurena pysyttelevän, joskin supistuvan, perusalijäämän vaikutuksen. Vuosina 2022 ja 2023 velkasuhde alkaa supistua nopeammin, kun perusalijäämät pienenevät ja velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron sekä vähemmässä määrin myös negatiivisten alijäämä-velkakoikaisujen suotuisat vaikutukset enemmän kuin kompensoivat ne (kuvio 31). Velkasuhteen odotetaan olevan arviointiajanjakson lopulla vuonna 2024 noin 90 % eli 6 prosenttiyksikköä suurempi kuin ennen kriisiä. On kuitenkin huomattava, että koronaviruskriisin haitallinen vaikutus koko euroalueen velkasuhteiden kehitykseen on jäänyt huomattavasti pienemmäksi kuin kriisin alkuvaiheessa yleisesti odotettiin.²⁵

²⁵ Esimerkiksi eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa velkasuhteen ennustettiin olevan vuoden 2022 lopussa 6,7 prosenttiyksikköä suurempi kuin tuoreimmissa arvioissa.

Kuvio 31

Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteina BKT:stä, ellei toisin mainita)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2021.
Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

Valtioiden on edelleen tarjottava finanssipoliittisin keinoin kohdennettuja ja kasvua edistäviä tukia pandemiasta eniten kärsiville yrityksille ja kotitalouksille. Nämä tuet, joista luovuttaisiin vasta asteittain, auttaisivat pitämään yllä elpymistä ja lievittäisivät pitkäaikaisia haittavaikutuksia. Julkisen talouden epätasapainojen vähittäistä supistumista voi vahvistaa päättäväinen siirtyminen kasvua tukevampaan julkisen talouden painotukseen sekä euroalueen talouksien kasvupotentiaalia lisääviin rakenneuudistuksiin. NGEU-rahaston elpymis- ja palautumistukiväline ja "Fit for 55" -ilmastopaketti voivat antaa tässä tärkeää tukea erityisesti nopeuttamalla vihreää siirtymää ja digitaalista muutosta.

Kehikot

1 Toimitusketjujen häiriöt ja niiden vaikutus maailmantalouteen

Vuoden 2020 loppupuolella syntyneet rajoitteet globaaleissa tuotantoverkostoissa ilmentävät tiettyjen tuotteiden kysynnän ja tarjonnan epätasapainoa ja jarruttavat meneillään olevaa maailmantalouden elpymistä.

Globaaleissa tuotantoverkostoissa esiintyvät rajoitteet, joita usein nimitetään myös tarjonnan kapeikoiksi tai pullonkauloiksi, ovat moniulotteinen ilmiö.

Koronaviruspandemian aikana tapahtunut talouskasvun romahdus ja sitä seurannut elpyminen ovat olleet ennennäkemättömiä, ja niiden yhteydessä on ilmennyt talouksien sulkemisen ja uudelleen avaamisen aiheuttamaa mittavaa kysynnän ja tarjonnan vaihtelua. Samaan aikaan raha- ja finanssipoliittiset tukitoimet ovat olleet suuria ja säästöjen kertyminen huomattavaa erityisesti kehittyneissä talouksissa. Kun vielä pandemiaan liittyvät sulkutoimet rajoittivat voimakkaasti palvelusektorin tarjoamia kulutusmahdollisuuksia (erityisesti koti- ja ulkomaanmatkailun ja vapaa-ajan palveluiden osalta), kysyntä kääntyi entistä enemmän tavaroihin, mikä tehosti tavaratuotannon ennestäänkin vahvaa suhdannekierron mukaista elpymistä.

Voimakkaan kysynnän kasvun vuoksi tavarantoimittajilla kaikkialla maailmassa on ollut vaikeuksia pysyä tilausten tasalla. Myös toimitusketjujen idiosynkraattiset häiriöt (jotka johtuvat esimerkiksi pandemia-aalloista ja sään ääri-ilmiöistä) ovat omalta osaltaan vaikuttaneet talouden ja kaupan kasvun hidastumiseen ja viime kädessä hintojen nousuun. Tässä kehikossa tarkastellaan nykyisten tarjontarajoitteiden keskeisiä piirteitä. Ensiksikin tarkoituksena on selvittää toimitusketjujen häiriöiden ja kysyntäpuolen tekijöiden vaikutuksia. Näkökulmana on, että vaikka kysyntäpuolen tekijät kuvastavat suhdannekierron kulloistakin vaihetta, toimitusketjujen häiriöt kuitenkin saattavat todella jarruttaa elpymistä, ja niitä on siksi syytä seurata tarkoin. Toiseksi tarkoituksena on arvioida empiiristen tietojen pohjalta toimitusketjujen häiriöiden vaikutusta maailman talouskehitykseen ja hintoihin sekä esittää arvioita niiden tulevasta kehityksestä.²⁶

Toimitusketjujen häiriöt jarruttavat talouden ja kaupan kasvua koko maailmassa. Niiden keskeisiä osatekijöitä ovat logistiikka- ja kuljetussektorin vaikeudet, puolijohdepula, pandemiaan liittyvät talouskasvun rajoitteet ja työvoimapula. Maailmanlaajuisissa tavarakuljetuksissa esiintyneiden vakavien häiriöiden syinä ovat rahtihävikki ja ruuhkautuminen, joiden taustalla ovat paitsi maailmantalouden nopea elpyminen, kulutuskysynnän siirtyminen palveluista tavaroihin ja siihen liittyvä suuri vientivolyyymi, myös satamien sulkeminen paikallisten, eri tahdissa alkaneiden koronavirusaaltojen vuoksi.²⁷ Tämän seurauksena merikuljetuskustannukset etenkin Aasian tärkeimmistä satamista Yhdysvaltoihin ja Eurooppaan ovat nousseet räjähdysmäisesti vuoden 2020 lopulta

²⁶ Lisätietoja toimitusketjujen häiriöiden vaikutuksesta euroalueen teollisuustuotantoon on tämän Talouskatsauksen kehikossa "Toimitusketjujen häiriöiden syyt ja niiden vaikutus euroalueen tehdasteollisuuteen".

²⁷ Ks. myös Talouskatsauksen 3/2021 kehikko "What is driving the recent surge in shipping costs?".

lähtien. Puolijohdepula alkoi vuoden 2020 jälkipuoliskolla, ja se on erityisen vakava autoteollisuudessa. Laajimman sulkutilan aikana autonvalmistajat vähensivät puolijohdetilauksiaan, kun taas muissa elektroniikkalaitteissa käytettyjen puolijohdeiden kysyntä kasvoi huomattavasti (pääasiassa etätyösuosituksen vuoksi). Uusien autotilausten kasvupyrähdys vuoden 2020 jälkipuoliskolla yllätti tuottajat, ja kun puolijohdeteollisuudessa ei juuri ollut käyttämätöntä kapasiteettia, tuotanto ei kyennyt pysymään suuren kysynnän tahdissa. Mahdollisena lisäsyynä olivat ali-investoinnit pandemiaa edeltäneinä vuosina.²⁸ Työvoimapula vaikuttaa olevan vähäisempää ja alakohteisesti keskittyneempää joissakin talouksissa, esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Molemmissa maissa työmarkkinatilanteen kiristymisen indikaattorit ovat jo pandemiakriisiä edeltänyttä tasoa korkeammalla, toisin kuin globaalin finanssikriisin jälkeen, jolloin elpyminen oli hidasta. Sekä kohtaantotehokkuuden että työvoiman osallistumisasteen pienenemisen taustatekijöitä ovat työttömyysetuuskasvu, varhaiseläkkeiden lisääntyminen ja pandemian aikana kasvanut tarve hoitaa lapsia ja muita perheenjäseniä sekä haluttomuus työskennellä paljon lähikontakteja sisältävillä aloilla.²⁹ Edellä mainittujen tekijöiden aiheuttamia toimitusketjujen häiriöitä saattaa pahentaa niin sanottu bullwhip-efekti eli piiskavaikutus (vaihteluiden voimistuminen toimitusketjussa ylöspäin liikuttaessa). Tämän tavanomaisen kanavailmiön vuoksi yritykset varautuvat varastoja kerryttämällä tasaiseen kysyntään tilanteessa, jossa on pulaa raaka-aineista, välituotteista tai muista keskeisistä tuotantoprosessin panoksista.

Tavarantoimittajien toimitusaikojen piteneminen kehittyneissä talouksissa vuoden 2020 lopulta lähtien on ilmeisin osoitus globaaleissa tuotantoverkostoissa esiintyvistä laaja-alaisista rajoitteista.

Yksi tällaisten rajoitteiden yleisimmin käytetyistä indikaattoreista on maailmankaupan toimitusaikojen kuvaava PMI-indeksi (Purchasing Managers Index), joka seuraa tuotantopanosten yrityksille toimittamiseen tarvittavan ajan muutosta. Sen avulla tavoitetaan erityyppiset kapasiteetin rajoitteet (esim. välituotepula, kuljetusviiveet tai työvoimapula), joten sillä saadaan kattava kuva globaalien tuotantoverkostojen rajoitteista.³⁰ Toimitusaikojen kuvaavan PMI-indeksin perusteella tavarantoimittajien toimitusajat ovat viime kuukausina pidentyneet huomattavasti (kuvio A, kohta a) ja tilanne on osoittautunut pitkäkestoisemmaksi kuin pandemian alkuvaiheessa. Kuviosta käy myös ilmi, että kehittyneiden talouksien ja nousevien markkinatalousmaiden välillä on suuria eroja. Toimitusaikojen piteneminen koskee huomattavasti enemmän esimerkiksi Yhdysvaltoja, euroaluetta ja Isoa-Britanniaa kuin tärkeimpiä nousevia markkinatalousmaita. Vaikka tämän indikaattorin osoittama toimitusaikojen piteneminen koskee useimpia toimialoja, se on erityisen voimakasta tietyissä tuoteryhmissä, esimerkiksi tietotekniikkateollisuuden laitteissa ja koneissa (kuvio A, kohta b). Niissä välituotteiden pula vaikuttaisi siis olevan suurempi.

²⁸ Ks. myös Talouskatsauksen 4/2021 kehikko ”Puolijohdekomponenttien puutteen vaikutukset euroalueen kauppaan, tuotantoon ja hintoihin”.

²⁹ Ks. myös tämän Talouskatsauksen kehikko ”Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian työmarkkinakehitys pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla”.

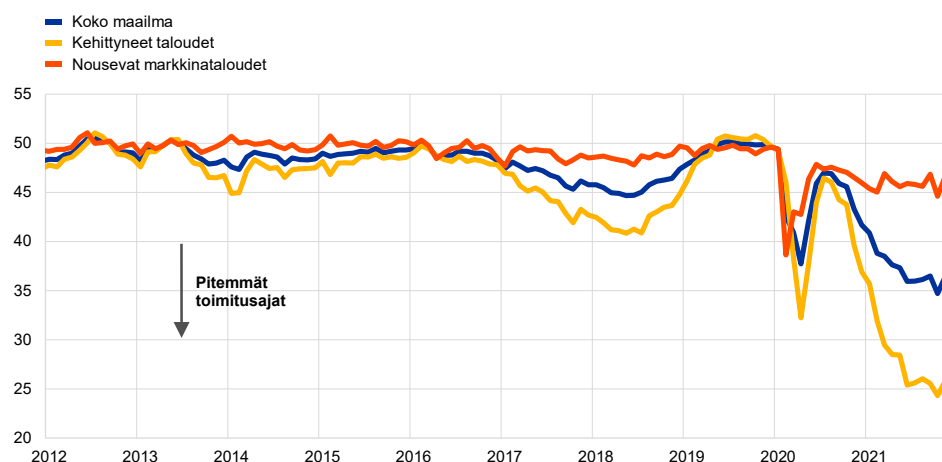
³⁰ Toinen mahdollinen tarjontarajoitteiden indikaattori on merikuljetusten hintataso, mutta koska se kattaa vain logistiikkasektorin, sen avulla ei saada ilmiöstä kokonaiskuvaa. Toimitusaikojen kuvaava PMI-indeksi on laajempi ja noudattelee selvemmin talouskehitystä.

Kuvio A

Tavarantoimittajien toimitusajat

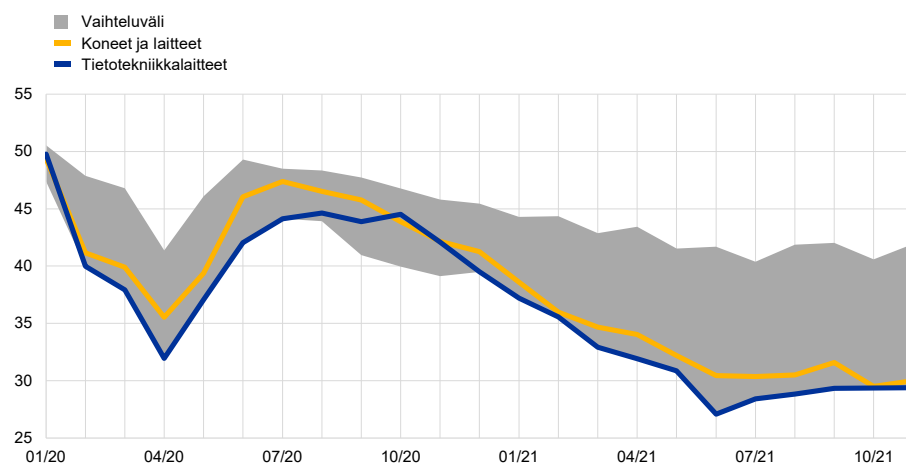
a) Toimitusaikojen kuvaava PMI-indeksi alueittain

(diffuusioindeksejä)



b) Maailmankaupan toimitusaikojen kuvaava PMI-indeksi eri toimialoilla

(diffuusioindeksejä)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Toimitusaikojen kuvaavan PMI-indeksin vähimmäis- ja enimmäistason vaihteluväli on merkitty kohtaan b varjostuksella. Mukana on 15 toimialaa (raaka-aineet, kemikaalit, luonnonvarat, metsäteollisuus ja paperituotteet, metalli- ja kaivostoiminta, kuluttajatuotteet, autot ja varaosat, elintarvike- ja juomateollisuus, kotitaloustuotteet, teollisuustuotteet, rakennusmateriaalit, koneet ja laitteet sekä tietotekniikkalaitteet). Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2021.

Tavarantoimittajien toimitusajat kuvastavat tuotantoverkoston rajoitteita ja voimistavat tuotannon vaihteluita jonkin verran.

Toimitusaikojen kuvaava PMI-indeksi mukailee yleensä tiiviisti suhdannekierron indikaattorina käytettävää maailman teollisuustuotantoa kuvaavaa PMI-indeksiä, mikä kertoo siitä, että tuotannon kasvaessa toimitusajat pyrkivät pitenemään. Suhdannekierron vaihteluihin liittyvän normaalin toimitusaikojen pitenemisen puhdistaminen toimitusaikojen kuvaavan PMI-indeksin vaihteluista on toteutettu kuukausitason monimuuttujamallilla (vektoriautoregressio, VAR) maailman (pois lukien euroalue) teollisuustuotannon PMI-indeksistä ja maailmankaupan toimitusaikojen PMI-indeksistä. Kysynnän elpymisestä ja toimitusketjujen häiriöistä johtuvien sokkien identifiointistrategiana

ovat etumerkkirajoitukset.³¹ Tarkemmin sanoen oletuksena on, että toimitusketjujen häiriöt pidentävät toimitusaikojia ja vähentävät tuotantoa, kun taas talouden elpymisen mukanaan tuoma kysynnän kasvu puolestaan sekä pidentää toimitusaikojia että lisää tuotantoa. Tällä menetelmällä saadaan esiin toimitusaikojia kuvaavan PMI-indeksin vaihtelun taustalla olevat rakenteelliset sokit ja erityisesti tarjontapuolen sokki, jota tässä on käytetty toimitusketjujen häiriöiden mittarina.

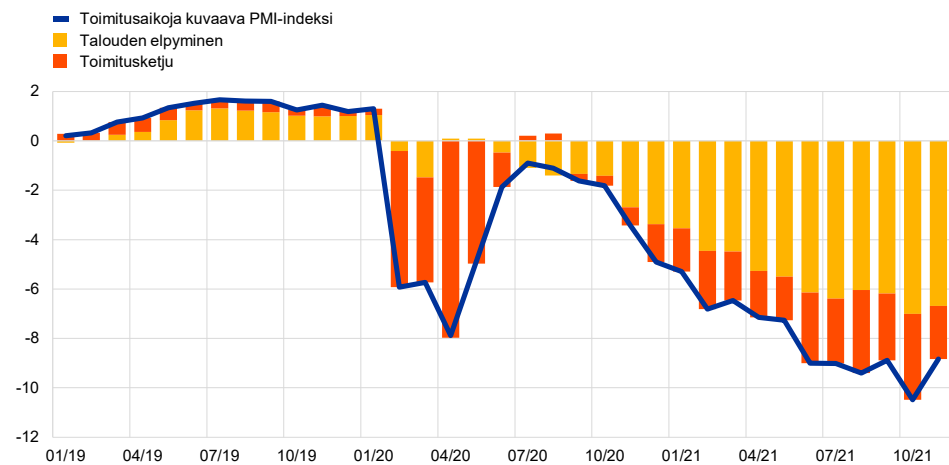
Empiirinen analyysi osoittaa, että toimitusketjusokit selittävät noin kolmasosan globaalien tuotantoverkoston rajoitteista.

Aikasarjan dekomponointi osoittaa, että vaikka toimitusaikojia kuvaavan PMI-indeksin yleiseen nousuun vaikuttivat ensisijaisesti kysyntätekijät, toimitusketjujen häiriöt selittivät kolmasosan toimitusaikojen pitenemisestä viimeisten kuuden kuukauden ajalta, ja niiden vaikutus on kasvamaan päin (kuvio B). Kysyntätekijöiden suurempi vaikutus ei sinänsä ole yllättävää, kun otetaan huomioon toimitusaikojen myötäsyklisyys talouden elpymisjaksoilla ja ensimmäistä koronaviruksen aiheuttamaa sokkia seurannut ennennäkemätön talouden elpyminen.³²

Kuvio B

Tavarantoimittajien toimitusaikojia kuvaavan PMI-indeksin aikasarjan dekomponointi laskentamallin avulla

(poikkeamat keskiarvosta; vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähde: EKP:n laskelmat Markitin tietojen pohjalta.

Huom. Maailmankaupan (pois lukien euroalue) toimitusaikojia kuvaavan PMI-indeksin aikasarjan dekomponointi toteutettiin kaksimuuttujaisella Bayesin VAR-mallilla (tuotantoa kuvaava PMI-indeksi ja toimitusaikojia kuvaava PMI-indeksi).

Identifiointistrategiana olivat etumerkkirajoitukset. Estimointijakso oli toukokuusta 2007 marraskuuhun 2021. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2021.

Toimitusketjujen häiriöt vaikuttavat negatiivisesti maailman

teollisuustuotantoon ja kauppaan ja positiivisesti inflaatioon.

Analyyysin tavoitteena oli määrittää edellä mainitun toimitusketjusokin määrällinen vaikutus talouskehitykseen, kauppaan ja hintoihin sekä sokista johtuvien talouden elpymistä

³¹ Tämän identifiointistrategian ovat esittäneet S. Bhushan ja D. Struyven artikkelissa "Supply Chains, Global Growth, and Inflation", *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, 20.9.2021. Tässä VAR-mallissa käytetyn maailman teollisuustuotannon PMI-indeksin ansiosta toimitusketjusokki voidaan estimoida oikea-aikaisesti, mikä ei toteutunutta talouskehitystä koskevien tietojen perusteella ole mahdollista niiden pitemmän julkaisuviiveen vuoksi.

³² Koronakriisin ollessa huipussaan huhtikuussa 2020 toimitusketjujen häiriöt olivat tärkein syy toimitusaikojen pitenemiseen.

hidastavien tekijöiden vaikutus. Tätä varten estimoitiin rinnakkainen VAR-malli, jossa tarkasteltiin viittä endogeenistä muuttujaa (vientä, tuonti ja teollisuustuotanto sekä kuluttajahintojen ja tuottajahintojen inflaatioindeksit). Estimoitu toimitusketjusokki on liitetty malliin eksogeenisena muuttujana. Talouskehityksen, kaupan ja hintojen kehitystä hidastavien tekijöiden määrä estimoitiin kontrafaktuaalisella skenaariolla, jossa laadittiin ennuste jaksolle marraskuusta 2020 syyskuuhun 2021 sillä oletuksella, että toimitusketjujen häiriöitä ei esiintyisi (eli toimitusketjusokin arvona koko jaksolla on nolla). Tuloksena oli, että mainitulla ajanjaksolla maailmankaupan kumuloituvaa volyymiä olisi ollut noin 2,7 % suurempi, jos toimitusketjusokkeja ei olisi esiintynyt. Maailman teollisuustuotanto puolestaan olisi ollut noin 1,4 % suurempi (kuvio C, kohta a). Kauppaan kohdistuva vaikutus on teollisuustuotantoon kohdistuvaa vaikutusta suurempi, sillä logistiikkasektorin heikkous vaikutti kauppaan suhteellisesti enemmän. Lisäksi siirtymä kotimaisiin toimittajiin ja tuotteisiin on saattanut lievittää teollisuustuotantoon kohdistuvia seurauksia. Analyysistä käy myös ilmi, että toimitusketjujen häiriöillä on merkittävä – ja ajan kuluessa kasvava – vaikutus hintoihin, joka on huomattavasti suurempi tuottajahintaindeksissä kuin kuluttajahintaindeksissä (kuvio C, kohta b).³³ Tämä saattaa selittyä sillä, että tuottajat ovat suuremmin alttiita toimitusketjujen häiriöille kuin kuluttajat. Lisäksi tuottajahintojen nousu välittyy kuluttajahintoihin vain osittain tai viiveellä. On myös syytä huomata, että edellä mainittuihin kokonaistuloksiin saattaa sisältyä huomattavaa maiden välistä vaihtelua, koska tarjontarajoitteet eivät vaikuta kaikkiin maihin samassa määrin. Analyysi osoitti, että vaikutukset olivat suuremmat esimerkiksi Yhdysvalloissa, jossa kaupan volyymi on 4,3 % ja teollisuustuotanto 2,0 % prosenttia pienempi kuin se kontrafaktuaalisen analyysin mukaan olisi ollut ilman toimitusketjujen häiriöitä.

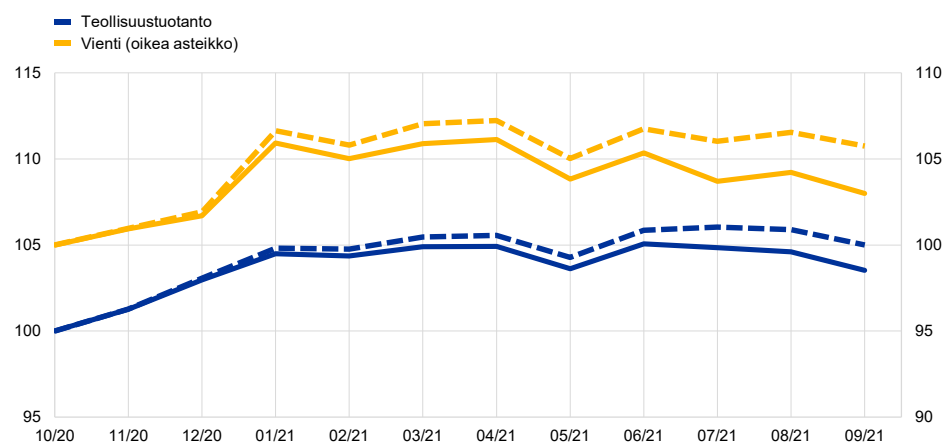
³³ VAR-mallin impulssivastefunktiot viittaavat siihen, että yhden jakson mittaisen sokin jälkeen vaikutukset inflaatioon häviävät kuudesta yhdeksään kuukauden kuluessa, kun taas vaikutukset reaaliomuuttujiin katoavat noin neljässä kuukaudessa.

Kuvio

Vaikutusestimaatit

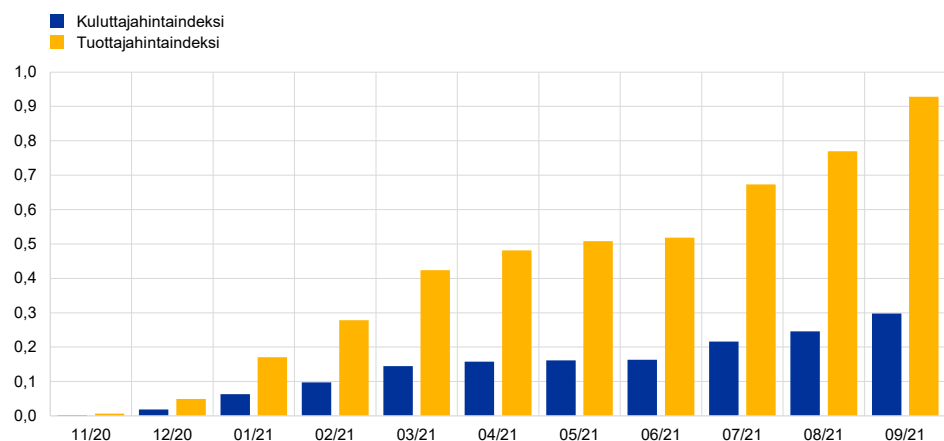
a) Maailman kauppa ja teollisuustuotanto (pois lukien euroalue)

(lokakuu 2020 = 100)



b) Maailman kuluttajahintaindeksi ja tuottajahintaindeksi (pois lukien euroalue)

(poikkeama vuositasolle muunnetusta kuukausittaisesta inflaatiosta prosenttiyksikkönä)



Lähde: EKP:n laskelmat Markitin, CPB:n ja OECD:n tietojen pohjalta.

Huom. Toimitusketjujen häiriöiden vaikutukset määriin ja hintoihin saatiin VAR-mallilla, johon struktuurallinen tarjontasokki liitettiin eksogeenisena muuttujana. Struktuurallinen tarjontasokki määritettiin struktuurallisella VAR-mallilla, jossa käytettiin etumerkkirajoitusta ja jossa muuttujina olivat tuotantoa kuvaava PMI-indeksi ja toimitusaikojen kuvaava PMI-indeksi. Vaikutus määritettiin polkuanalyysillä. Vertailtavina olivat muuttujien arvot toisaalta sokin toteututtua ja toisaalta kontrafaktuaalisessa skenaariossa, jossa marraskuun 2020 ja syyskuun 2021 välillä tapahtuneen sokin arvo on nolla (eli oletuksena on, että toimitusketjuhäiriöitä ei olisi tapahtunut). Osassa a viennin ja teollisuustuotannon estimoitu kehitys ilman tarjontarajoitteita on merkitty kateviivalla. Osassa b tarjontarajoitteiden estimoitu vaikutus kuluttajahintaindeksiin ja tuottajahintaindeksiin on kuvattu palkkeina. Euroalue ei sisälly lukuihin. Tuoreimmat havainnot ovat syyskuulta 2021.

Toimitusketjujen häiriöiden odotetaan vähitellen helpottavan vuoden 2022 jälkipuoliskolla, joskin niiden kehitykseen liittyy edelleen runsaasti epävarmuustekijöitä.

Häiriöiden taustalla on monentyyppisiä syitä, joista jotkin vaativat korjaantukseen enemmän aikaa. Esimerkiksi puolijohdetuotannon merkittävä nopeutuminen edellyttää suuria investointeja tehdaskapasiteetin lisäämiseksi, ja kun otetaan huomioon tähän tarvittava aika, perustavia parannuksia on odotettavissa aikaisintaan vuoden 2022 loppupuolella tai vuonna 2023. Työvoimapulan mahdollinen helpottuminen lähikuukausina riippuu valtioiden tukitoimien kehityksestä, pandemiaan liittyvistä sulkutoimista ja uusien koronavirustartuntojen määrästä. Merikuljetuskustannukset ovat lähiaikoina laskeneet pääasiassa tilapäistekijöiden vuoksi (esim. Etelä-Aasian satamien

avautuminen uudelleen koronavirustartuntojen vähenemisen myötä), mutta ne ovat edelleen lähellä pitkän aikavälin korkeimpia lukemia. Kyselytutkimusten perusteella vaikuttaa siltä, että yritykset odottavat tilanteen pysyvän vaikeana suurimman osan vuotta 2022 tai jopa koko vuoden.³⁴

Tulevaisuutta ajatellen tarjontapuolen häiriöiden jatkumista ei voida sulkea pois etenäkään silloin, jos pandemia kiihtyy.

Koronaviruksen uusi omikronmuunnos herätti uudelleen huolen pandemian kiihtymisestä koko maailman mittakaavassa. Se saattaa johtaa paikallisiin satamien tai yritysten sulkemisiin, mikä puolestaan saattaisi aiheuttaa uusia tuotannon ja merikuljetusten häiriöitä ja sitä kautta hidastaa talouskehitystä ja synnyttää hintojen nousupaineita. Lisäksi uudet sulkutoimet omikronmuunnoksen leviämisen estämiseksi (esim. liikkumisen ja kansainvälisen lentoliikenteen rajoitukset) sekä omaehtoiset rajoitukset saattavat jälleen siirtää kulutuskysynnän painopisteen palveluista tavaroihin ja siten kärjistää tarjontarajoitteita. Yleisen kulutuskysynnän mahdollinen väheneminen voisi kuitenkin tuoda hieman helpotusta maailmanlaajuisiin tarjontarajoitteisiin, jotka edellä esitetyn perusteella näyttävät enimmäkseen johtuvan vahvasta kysynnästä. Odotettua nopeampi puolijohdetuotannon ja merikuljetuskapasiteetin kasvu voisi tuoda mukanaan nopeamman helpotuksen tarjontapuolen häiriöihin.

³⁴ Ks. Talouskatsauksen 7/2021 kehikko "[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)"; Oxford Economics, Research Briefing Global, "Supply chain problems peaking, but risks remain" by Tim Hunter, 18.11.2021; *The Beige Book*, Federal Reserve System, 20.10.2021; *The CFO Survey*, Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond and Federal Reserve Bank of Atlanta, 14.10.2021; *Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms*, Banca d' Italia, 8.11.2021.

2 Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian työmarkkinakehitys pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla

Pandemiaa seuranneella elpymisjaksolla Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian työmarkkinakehityksessä on ollut monia samankaltaisuuksia, joskin ne heijastuvat palkkakehitykseen eri tavoin. Tässä kehikossa tarkastellaan

Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian työmarkkinoiden kehitystä pandemian jälkeen. Siinä osoitetaan, että kummassakin maassa työvoiman kysynnän ja tarjonnan epätasapaino on kiristänyt tilannetta voimakkaasti tavalla, joka on epätyypillinen nykyisen kaltaisessa elpymisen alkuvaiheessa. Tämä saattaa aiheuttaa laaja-alaisia palkkapaineita, jotka puolestaan muodostavat inflaatoriskin. Tällaiset paineet ovat aiempaa selvempiä Yhdysvalloissa, mutta Isossa-Britanniassa ne eivät ole yhtä korostuneita.

Yhdysvalloissa kysyntä on tarjontaa voimakkaampaa. Tuoreimpien käytettävissä olevien tietojen mukaan lokakuussa 2021 työvoiman osallistumisaste oli edelleen merkittävästi pienempi kuin ennen kriisiä (1,7 prosenttiyksikköä alempi kuin helmikuussa 2020). Tällainen taso on tyypillinen työmarkkinakierron elpymisen alkuvaiheessa. Keskuspankki Federal Reserven työllisyyden enimmäistavoite, johon myös osallistumisaste kuuluu, näyttää olevan kaukana (kuvio A). Samaan aikaan yritykset avaavat uusia työpaikkoja nopeaan tahtiin reagoiden Yhdysvaltojen talouden nopeaan elpymiseen. Sen myötä avointen työpaikkojen määrä on noussut hyvin korkealle, jopa ennennäkemättömälle, tasolle, joka yleensä yhdistyy työmarkkinoiden suhdannekierron loppuvaiheeseen. Tämän seurauksena työmarkkinoiden kireys on noussut jo kriisiä edeltänyttä tasoa korkeammalle sen sijaan, että se palautuisi hitaasti, kuten finanssikriisin jälkeen (kuvio A).³⁵ Työvoiman tarjonnan vaimea reagointi (alhainen osallistumisaste) työvoiman kysynnän kasvuun (avointen työpaikkojen suuri määrä) viittaa siihen, että kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen tehokkuus on heikentynyt. Tämä näyttää koskevan erityisesti yrityksiä, jotka perustuvat jatkuvaan kanssakäymiseen asiakkaiden kanssa, kuten baareja ja ravintoloita, joiden on ollut vaikeaa houkuttaa työvoimaa. Lisäksi työttömyysetuuksien tilapäinen korotus (jolla on merkitystä erityisesti pienipalkkaisille työntekijöille), varhaiseläköityminen sekä kasvanut tarve huolehtia lapsista ja muista perheenjäsenistä pandemian aikana ovat vähentäneet erityisesti naisten työvoiman tarjontaa.³⁶ Tämä selittää osittain ilmiöksi nousseet laajat irtisanoutumiset, kun tukiohjelmien ansiosta työntekijät ovat voineet jättää työnsä aiempaa vapaammin tai suhtautua uuden työpaikan etsintään valikoivammin.

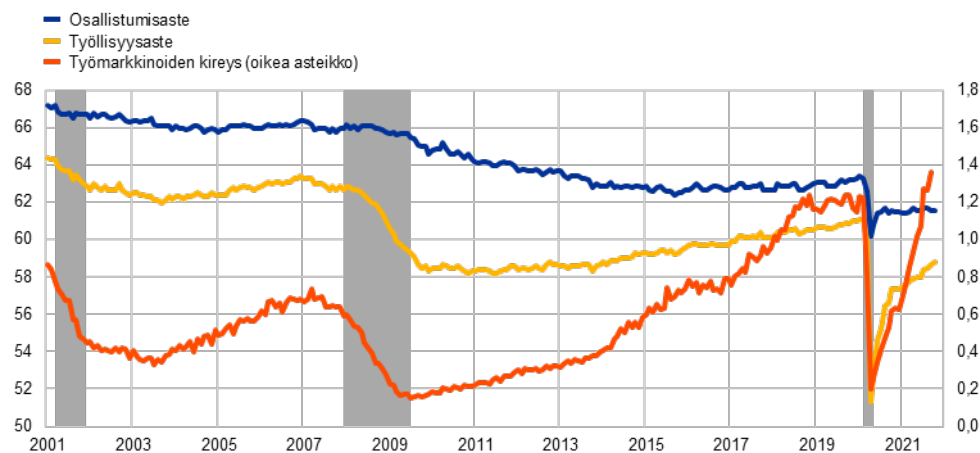
³⁵ Empire State Manufacturing -kyselytutkimus vahvistaa, että yrityksillä on vaikeuksia kasvattaa työvoimaansa.

³⁶ Iäkkäämpien väestöryhmien osallistumisasteen elpymisen hitaus saattaa johtua osittain pandemiaan liittyvistä peloista. Ks. euroalueen tilanteen yksityiskohtainen analyysi Talouskatsauksen 7/2021 kehikosta "[Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#)".

Kuvio A

Yhdysvaltojen työllisyysaste, osallistumisaste ja työmarkkinoiden kireys

(osuus väestöstä; avointen työpaikkojen ja työttömyyden suhde; kuukausittaiset tiedot)



Lähteet: BLS ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Työmarkkinoiden kireyttä mitataan avointen työpaikkojen ja työttömyyden suhteella. Varjostetut alueet osoittavat taantumia. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat syyskuulta 2021 ja osallistumisasteesta lokakuulta 2021.

Työmarkkinatilanteen kiristyminen on johtanut palkkapaineiden leviämiseen yhä laajemmalle.

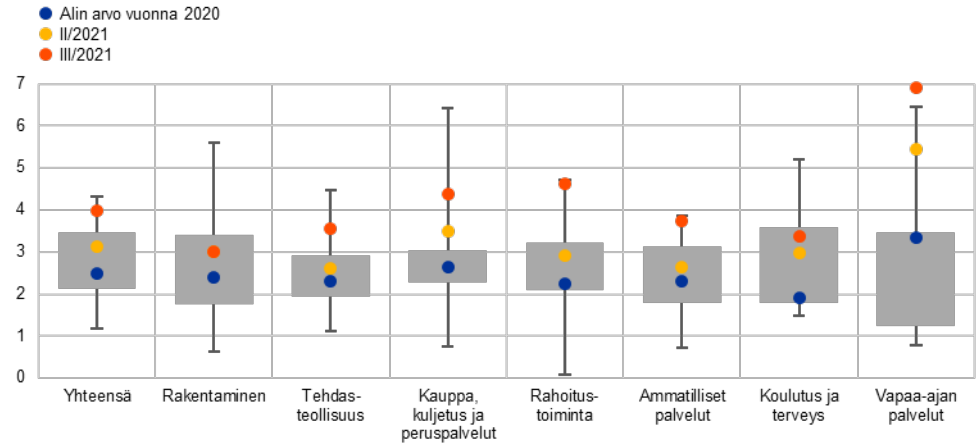
Vaikka avointen työpaikkojen suuri määrä on toimialoittain tarkastellen laaja ilmiö, vuoden toiseen neljännekseen saakka palkkojen kasvu työvoimakustannusindeksillä mitattuna rajoittui vapaa-ajan palveluihin ja ravitsemuspalveluihin, kun yritykset pyrkivät tekemään näistä henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvista ja pääasiassa pienipalkkaisista työpaikoista houkuttelevampia (kuvio B). Vuoden kolmannella neljänneksellä palkkojen kasvu alkoi selvästi kiihtyä useimmilla toimialoilla, kuten kaupan alalla sekä vähäisemmässä määrin tehdasteollisuudessa, rahoitustoiminnassa ja ammatillisissa palveluissa, joskin kolmella viimeksi mainitulla alalla palkkojen kasvu vielä pysyi aiemmassa vaihteluvälissä. Tämä kehitys on herättänyt keskustelua riskistä, että palkkapaineet leviävät yhä laajemmalle ja viime kädessä voisivat aiheuttaa palkkojen ja hintojen nousukierteen. Riskien toteutuminen riippuu useista tekijöistä. Ensinnäkin monien työvoiman tarjontaa Yhdysvalloissa hillinneiden tekijöiden uskotaan olevan tilapäisiä ja kumoutuvan lähikuukausina, mikä vähentäisi markkinoiden kireyttä. Työttömyysetuuksien tilapäiset korotukset ovat jo päättyneet. Toiseksi uusien koronavirustartuntojen määrä on vähentynyt kesän jälkeen, minkä voi odottaa lieventävän töihin paluuseen liittyvää pelkoa henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvilla aloilla, ja koulujen avautumisen voi odottaa helpottavan vanhempien töihin paluuta. Samaan aikaan keskimääräistä nopeampi tuottavuuden kasvu on pitänyt yksikkötyökustannukset lähellä pitkän aikavälin keskiarvoaan. Ne ovat yritysten kannalta nimellispalkkoja keskeisempi tekijä hintojen asetannassa. Kolmanneksi inflaation viimeaikainen kiihtyminen on pitkälti johtunut sellaisten tavaroiden ja palvelujen hintakehityksestä, joita tuottavilla aloilla palkkojen nousu on pysynyt vaimeana (esimerkiksi autojen valmistus) tai on johtunut muista tekijöistä (kuten vuokrasta, jotka puolestaan liittyvät asuntomarkkinakehitykseen). Toisaalta vaikka indeksikorotusehdot eivät ole Yhdysvalloissa normaalin käytännön mukaisia, korkea inflaatio (kokonaisinflaatio on nyt korkeimmillaan sitten vuoden 1990)

yhdistettynä kireään työmarkkinatilanteeseen saattaa kasvattaa riskiä palkankorotusvaatimusten leviämisestä yhä laajemmalle.

Kuvio B

Yhdysvaltojen työvoimakustannusindeksi toimialoittain

(vuotuiset kasvuvauhdit)



Lähteet: BLS ja tekijöiden laskelmat.

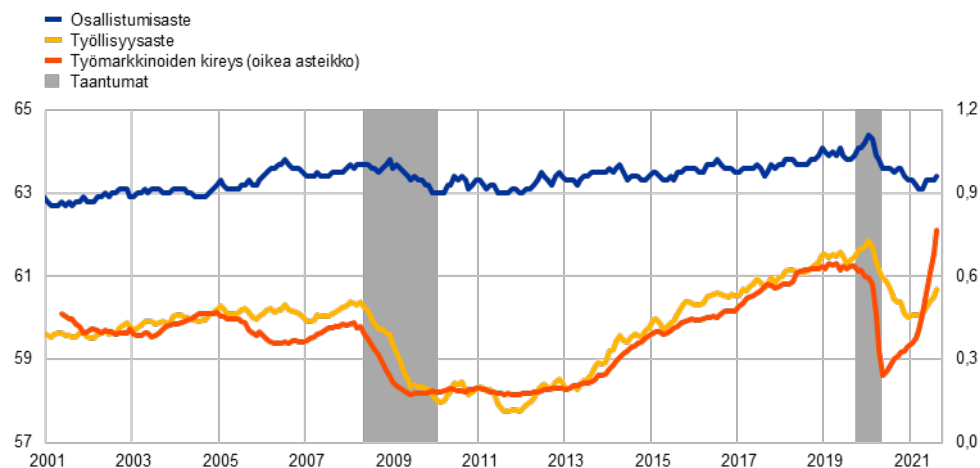
Huom. Laatikkojanat kuvaavat kunkin toimialan pienintä arvoa, ensimmäistä kvartiilia, keskiarvoa, kolmatta kvartiilia ja suurinta arvoa vuoden 1997 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 kolmannelta neljänneksestä.

Myös Ison-Britannian työmarkkinoilla on merkkejä kiristymisestä samalla, kun työllisyyden ja osallistumisasteen elpyminen on hidasta. Kuten Yhdysvalloissa, sekä työllisyysaste että osallistumisaste ovat lähestyneet kriisiä edeltäneitä tasojaan varsin hitaasti. Työllisyysaste on edelleen 1,2 prosenttiyksikköä alempi ja osallistumisaste 0,9 prosenttiyksikköä alempi kuin helmikuussa 2020, ja näin merkittävät kuilut kertovat siitä, että työmarkkinoiden elpyminen on vasta alkuvaiheessa. Sitä vastoin avointen työpaikkojen määrä on kasvanut varsin jyrkästi, kun brittiyritysten tavaroiden ja palvelujen kysyntä on kasvanut (talouden jälleen avauduttua) ja vähemmän koulutetun EU-tövoiman tarjonta on supistunut (brexitin takia). Tämän seurauksena työmarkkinoiden kireys on jo ylittänyt kriisiä edeltäneen tasonsa ja viittaa suhdannekierron loppuvaiheeseen. Siten kehitys poikkeaa finanssikriisin jälkeisestä hitaammasta elpymisestä (kuvio C). Kuten Yhdysvalloissakin, Isossa-Britanniassa työvoiman tarjonnan elpymisen vaikeus suhteessa voimakkaaseen työvoiman kysyntään kertoo heikosta kohtaannon tehokkuudesta. Sen syyt ovat samankaltaiset, mutta lisäksi nuorten osallistumisaste on laskenut, koska useimmat ovat jatkaneet opiskelua. Toinen mahdollinen työmarkkinoiden kireyden selitys ovat lomautusjärjestelyt, koska lomautetuilla oli vähemmän kannustimia osallistua työvoiman tarjontaan ja hakea työpaikkoja. Järjestely kuitenkin päättyi syyskuussa, joten työmarkkinoiden kireys saattaa jo olla vähäisempää kuin virallisista tilastoista näkyy.

Kuvio C

Ison-Britannian työllisyysaste, osallistumisaste ja työmarkkinoiden kireys

(Prosenttiosuus työikäisestä väestöstä sekä avointen työpaikkojen ja työttömyyden suhde; kolmen kuukauden liukuva keskiarvo)



Lähteet: ONS ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Työmarkkinoiden kireyttä mitataan avointen työpaikkojen ja työttömyyden suhteella. Varjostetut alueet osoittavat taantumia. Tuoreimmat havainnot ovat syyskuulta 2021.

Avointen työpaikkojen sektorikohtaista kehitystä myötäillen palkkapaineet ovat toistaiseksi rajoittuneet tietyille sektoreille.

Vaikka viikkopalkkojen kasvuvauhti koko talouden tasolla on nopea (syyskuussa 5,8 %), suurin osa kasvusta johtuu negatiivisista vertailuajankohdan vaikutuksista, jotka liittyvät vuoden takaiseen lomautusjärjestelyn käyttöönottoon.³⁷ Tämä näkyy myös sektoritasolla, koska vertailuajankohdan vaikutusten myötä palkkojen kasvu oli useimmilla toimialoilla historiallisen nopeaa kuluneen vuoden toisella neljänneksellä Tuoreimmat tiedot kolmannelta neljännekseltä viittaavat siihen, että palkkojen kasvu ei enää ole kiihtynyt ja useimmissa tapauksissa se on jopa hidastunut (kuvio D).³⁸ Palkkojen kasvu oli voimakkainta ammatillisissa ja liike-elämän palveluissa sekä aiemmin kouluttamattoman ulkomaisen työvoiman varassa toimineilla sektoreilla (rakentaminen sekä vapaa-ajan palvelut ja ravitsemispalvelut). On syytä huomata, että vaikka tiettyjen ammattien (kuten kuorma-autonkuljettajien) ansiotasoa nousi tuntuvasti, nousu ei ulottunut koko toimialaan (kauppa, kuljetus ja peruspalvelut). Siten elpymisen tässä vaiheessa riski laaja-alaisista palkkapaineista ja palkkojen ja hintojen nousukierteestä näyttää epätodennäköiseltä, kun otetaan huomioon, että koko talouden tasolla palkkojen nousu on pysynyt paljon rajoittuneempana.

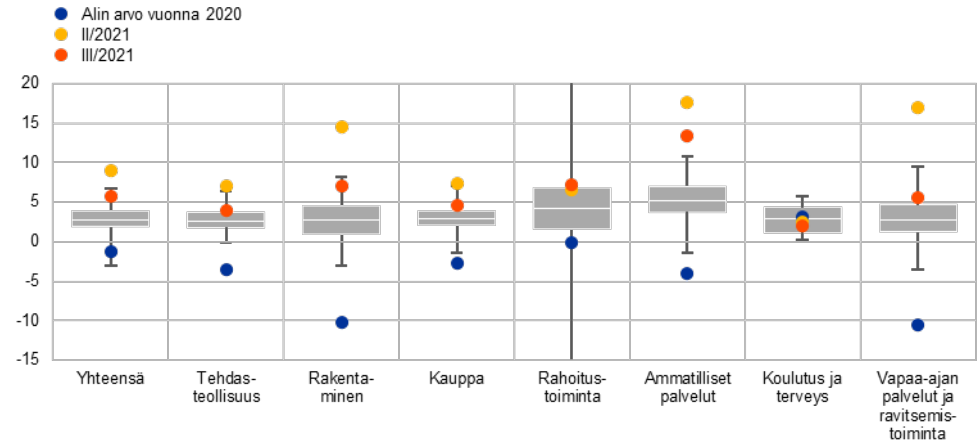
³⁷ Ison-Britannian valtion käyttöön ottama lomautusjärjestely takasi henkilöstölle 80 % heidän normaalista kuukausipalkastaan 2 500 puntaan saakka. Sen myötä keskimääräiset viikkoansiot supistuivat huomattavasti.

³⁸ Kahden viime vuoden vuositasolle laskettuja kasvuvauhteja verrattaessa vertailuajankohdan vaikutukset häviävät ja toisella ja kolmannelta neljänneksellä näkyy vain maltillisia palkkapaineita.

Kuvio D

Keskimääräiset viikkopalkat toimialoittain Isossa-Britanniassa

(vuotuiset kasvuvauhdit, kolmen kuukauden liukuva keskiarvo)



Lähteet: ONS ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Laatikkojanat kuvaavat kunkin toimialan pienintä arvoa, ensimmäistä kvartiilia, keskiarvoa, kolmatta kvartiilia ja suurinta arvoa vuoden 2002 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä.

Kaiken kaikkiaan Yhdysvaltain ja Ison-Britannian palkkakehityksessä on jonkin verran eroja, vaikka molemmat maat kärsivät työvoimavajeesta. Työvoiman tarjonnan rajoitteiden odotetaan vähenevän jonkin verran kummassakin maassa. Isossa-Britanniassa tämä todennäköisesti vähentää työmarkkinoiden kireyttä ja vaimentaa tähän saakka hyvin paikallisina pysyneitä palkkاپaineita. Yhdysvalloissa odotus talouden voimakkaasta kasvusta lyhyellä aikavälillä saattaa pitkittää työmarkkinoiden kireyttä, mikä puolestaan johtaisi laaja-alaiseen palkkojen nousuun.

Tässä kehitössä tarkastellaan euroalueen yritysten rahoitusoloja kuvaavia uusia, yritystason kyselytutkimukseen perustuvia indikaattoreita.

Koronaviruspandemian alusta lähtien ja erityisesti joulukuusta 2020 lähtien EKP:n neuvoston tärkeänä tavoitteena ja rahapolitiikan ohjenuorana on ollut ylläpitää suotuisia rahoitusoloja pandemian aikana.³⁹ EKP:n mittaa rahoitusoloja kokonaisvaltaisesti ja laaja-alaisesti lukuisilla indikaattoreilla, jotka kattavat rahapoliittisten toimien välittymisprosessin kaikki vaiheet. Indikaattorit kattavat sekä prosessin alkuvaiheen, jossa mitataan välittymisprosessin alussa vallitsevaa korkotasoa (riskittömät korot ja valtion joukkolainojen tuotot), että loppuvaiheen, jossa mitataan rahapolitiikan vaikutusta yrityksille ja kotitalouksille myönnettävän ulkoisen rahoituksen kuluihin ja volyyymiin. Tässä kehitössä tarkastellaan muiden kuin rahoitusalan yritysten rahoitusoloja euroalueella uusien välitysprosessin loppuvaihetta kuvaavien indikaattoreiden kautta. Tarkastelu perustuu [yritysten rahoituksensaantia kartoittavaan kyselyyn \(Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE\)](#). SAFE-kyselyn tiedot täydentävät pankkien tietoihin pohjautuvia ja markkinaperusteisia kvantitatiivisia indikaattoreita.

SAFE-kyselyn runsaasta tietoaaineistosta on tässä muodostettu kolme synteettistä indikaattoria, jotka kuvaavat yritysten näkemyksiä euroalueen rahoitusoloista vuodesta 2009 lähtien. SAFE-kyselyn aiheet voidaan jakaa neljään ryhmään. Ensimmäiseen ryhmään kuuluu kysymyksiä rahoituksen hintaehdoista, kuten pankkilainojen koroista ja muista pankkirahoituksen kuluista (toimitusmaksut ja palkkiot). Toisen ryhmän kysymykset käsittelevät muita lainaehdoista kuin hintoja, esimerkiksi vakuuksia sekä takuu- ja tietovaatimuksia, lainamenettelyjä, lainahakemuksen hyväksymisaikoja ja muita lainavelvoitteita.

Kolmannessa ryhmässä kysytään yritysten taloudellisesta asemasta, esimerkiksi voittojen, oman pääoman ja luottokelpoisuuden muutoksista siltä osin kuin yritys katsoo niiden vaikuttavan luotonsaantiin. Näiden muuttujien muutokset kertovat rahoitusta hakevien yritysten taseen vahvuudesta, ja pankit tekevät lainapäätöksensä niiden perusteella. Neljännessä ryhmässä kysytään yritysten näkemyksiä muutoksista pankkien lainanannossa ja ulkoisen rahoituksen saatavuudessa. Tämän ryhmän kysymykset voivat epäsuorasti kuvata, miten rahapoliittiset toimet edistävät pankkien tarjoaman rahoituksen saatavuutta ja siten ylläpitävät lainanantoa taloudelle. Yllä kuvattuihin kysymyksiin on vastannut kaikkiaan noin 35 000 yritystä⁴⁰, ja faktorianalyysin avulla vastausaineistosta voidaan selvittää monia yleisiä rahoitusoloja koskevia seikkoja.⁴¹ Analyysissa löydettiin kolme pääkomponenttia, joiden voidaan tulkita liittyvän yritysten taloudelliseen asemaan, muihin lainaehtoihin kuin hintoihin ja hintaehtoihin. Pääkomponentit on esitetty

³⁹ Ks. P. Lane, "The compass of monetary policy: favourable financing conditions", *speech at Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 25.2.2021.

⁴⁰ Yhteensä 58 000 havaintoa aikavälillä 2009-2021 (syyskuuhun asti).

⁴¹ Teknisesti faktorianalyysi tuottaa useampia pääkomponentteja. Kolmeen komponenttiin päädyttiin Hornin rinnakkaisanalyysillä. Nämä kolme komponenttia selittävät yli 65 prosenttia kokonaisvarianssista kahdeksasta riippumattomasta muuttujasta koostuvassa aineistossa. Muodostettujen komponenttien soveltuvuutta tarkasteltiin Kaiserin testillä (KMO) ja Cronbachin alfakertoimella, ja faktorilatauksilla tehtiin vino rotaatio keskenään korreloivien faktorien löytämiseksi. Näin saadun matriisin perusteella pääkomponenttien tulkinnat muodostettiin kunkin muuttujan korkeimman latauksen perusteella.

kuviossa A tärkeysjärjestyksessä sen mukaan, missä määrin ne selittävät yleisten rahoitusolojen kokonaisvarianssia. Pääkomponentin positiivinen arvo tarkoittaa rahoitusolojen tiukentumista.

Kokonaisuutena nämä kolme indikaattoria viittaavat siihen, että tutkimusjakson aikana yritysten rahoitusoloja koskevissa näkemyksissä on ollut erilaisia kehitysvaiheita, jotka myötäilevät tiiviisti EKP:n kulloinkin toteuttamia rahapoliittisia toimia (kuvio A, kaikki kohdat). Indikaattorien mukaan rahoitusolot ovat yleisesti helpottuneet viimeisten kymmenen vuoden aikana, mikä osuu yksiin EKP:n tänä aikana toteuttaman kasvua tukevan rahapolitiikan kanssa ja myös maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisten, rahapolitiikan välittymismekanismien palauttamiseksi tehtyjen toimien kanssa.⁴² Vaikka rahoitusolot olivat suurimman osan tutkimusjaksosta tiukemmat pk-yrityksille kuin suuryrityksille, ne helpottuivat yleisesti tarkasteltuna. Tämä kehityskulku jatkui, ja poikkeukset siitä olivat tilapäisiä.

⁴² Tarkempi kuvaus eri vaiheista ja EKP:n ennen koronapandemian alkua toteuttamista rahapoliittisista toiminna on Talouskatsauksen 4/2020 artikkelissa ["Access to finance for small and medium-sized enterprises after the financial crisis: evidence from survey data"](#).

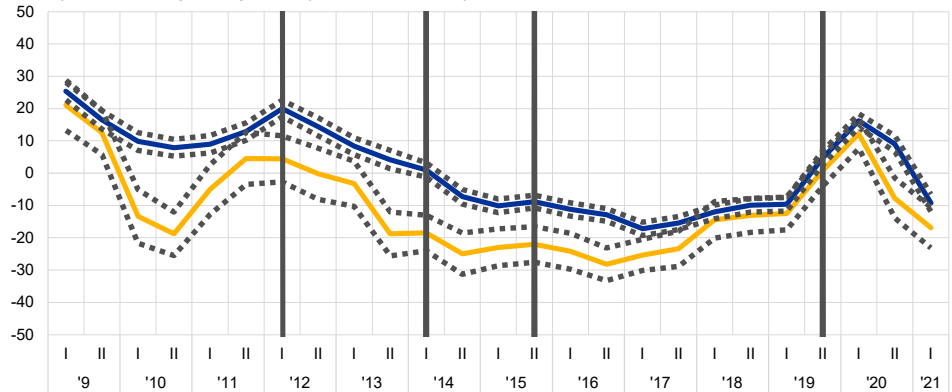
Kuvio A

Rahoitusolojen indikaattorit faktorianalysin perusteella

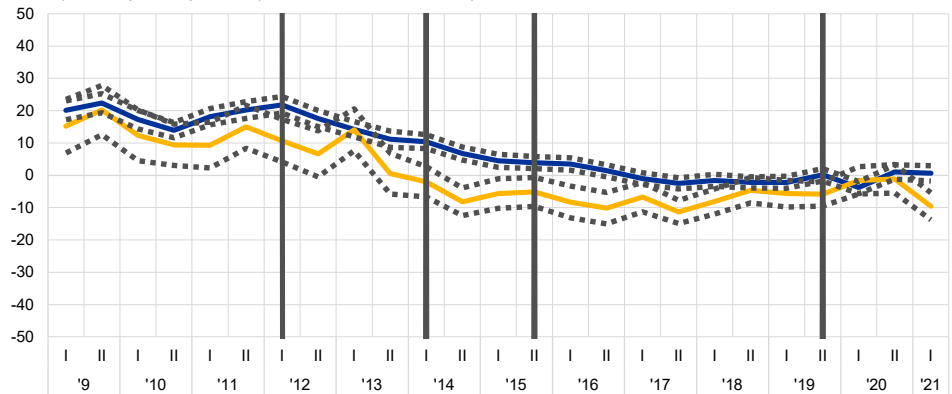
(painotetut pääkomponenttipisteet prosentteina)

— Pk-yritykset
— Suuryritykset
 95 %:n luottamusväli

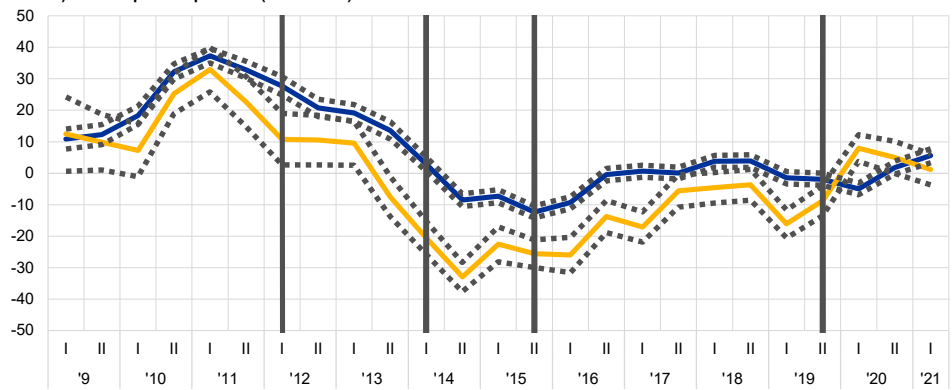
a) Ensimmäinen pääkomponentti (taloudellinen asema)



b) Toinen pääkomponentti (muut ehdot kuin hintaehdot)



c) Kolmas pääkomponentti (hintaehdot)



Lähteet: Euroalueen pankkien luotonantokysely (BLS), EKP:n ja Euroopan komission kysely yritysten rahoituksensaannista (SAFE). Huom. Positiiviset arvot tarkoittavat hintaehdotusten heikkenemistä pääkomponentilla mitattuna ja lainamarginaalien nettomääräistä laajenemista. "Pk-yritykset" ovat pieniä ja keskisuuria yrityksiä eli yrityksiä, joissa on alle 250 työntekijää. Kunkin pääkomponentin pääkomponenttipisteet on painotettu otokseen kuuluvien yritysten koon, toiminnan ja maan mukaisesti, jotta ne kuvastaisivat koko yrityspopulaation taloudellista rakennetta. Yksittäiset pääkomponenttipisteet on vakioitu niin, että niiden vaihteluväli on -1:stä 1:een, ja prosenttiosuudet on saatu kertomalla arvot 100:lla. SAFE-kysely tehdään kahdesti vuodessa ja BLS-kysely neljästi vuodessa. Kutakin SAFE-kyselykierron vastaavien kahden BLS-kyselyn vastaukset on keskiarvoistettu. Ensimmäinen harmaa pystyviiva osoittaa EKP:n ilmoituksen rahapolitiisista suorista kaupoista. Toinen harmaa pystyviiva osoittaa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden ensimmäisen sarjan (TLTRO I) ja negatiivisen korkopolitiikan alun. Kolmas harmaa pystyviiva osoittaa TLTRO II -sarjan operaatioiden ja yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman alun. Viimeinen harmaa pystyviiva osoittaa pandemiaan liittyvän väliaikaisen osto-ohjelman ja TLTRO III -sarjan operaatioiden alun. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2021 ja syyskuulta 2021.

Uusin vaihe SAFE-kyselyn rahoitusoloja koskevissa näkemyksissä ajoittui samaan aikaan, jolloin pandemiaan liittyvä väliaikainen osto-ohjelma alkoi ja kohdennettujen pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) ehdot muutettiin suotuisammiksi. Kyselyn uusimmat tulokset, jotka koskevat huhti-syyskuuta 2021, osoittavat, että talouskasvun äkillisen hidastumisen jälkeen rahoituksensaanti parani siinä määrin, että kyselyyn vastanneet yritykset pitivät ulkoisen rahoituksen saantia kysyntää suurempana. Tämän jakson osalta kolmeen pääkomponenttiin perustuvat estimaatit rahoitusoloista kuitenkin poikkesivat toisistaan, mikä johtunee pandemian aiheuttaman talouskriisin erityispiirteistä.

Ensimmäisessä pääkomponentissa korostuu yritysten taseen laadun merkitys (voitot, oma pääoma ja luottokelpoisuus) rahoituksensaannille (taloudellinen asema: kuvio A, kohta a). Juuri ennen pandemiaa ja sen aikana (eli neljällä viimeisimmällä kyselykierroksella) yritysten taloudellinen tilanne on alkuvaiheen huomattavan heikkenemisen jälkeen parantunut viimeaikaisen talouden elpymisen myötä. Huhtikuusta 2020 maaliskuuhun 2021 SAFE-kyselyyn osallistuneet pk-yritykset kertoivat voittojen vähentyneen selvästi ja vakavaraisuusaseman heikentyneen jonkin verran. Vastaajat katsoivat näiden tekijöiden heikkenemisen vaikeuttavan ulkoisen rahoituksen saantia, sillä kumpikin niistä on pankeille tärkeä kriteeri lainapäätöstä tehtäessä. Viimeisimmän kyselykierroksen (huhti-syyskuu 2021) vastausten perusteella pk-yritysten rahoitusolot olivat palautumassa suotuisammiksi, mikä kuvasti yritysten luottamusta liikevaihdon kasvuun pitkällä aikavälillä, vaikka voittojen kehitys onkin pysynyt vaimeana. Myös suuryritysten voittokehitys heikkeni, mutta vain tilapäisesti.

Toisessa pääkomponentissa päähuomion kohteena ovat vakuusvaatimuksiin ja muihin takuisiin liittyvien tekijöiden muutokset (muut lainaehdot kuin hinnat: kuvio A, kohta b). Tämä indikaattori on pysynyt tutkimusjaksolla vakaampana, ja sen trendi on yleisesti laskeva. Toisen pääkomponentin perusteella rahoitusolot ovat pandemian aikana helpottuneet vain suuryritysten kohdalla ja heikentyneet pk-yritysten kohdalla entistä suurempien vakuusvaatimusten ja muiden lainavelvoitteiden vuoksi.

Kolmas pääkomponentti kuvastaa ennen kaikkea korkojen ja muiden rahoituskustannusten muutoksia (hintaehdot: kuvio A, kohta c). Tämä indikaattori kuvastaa todennäköisesti parhaiten rahapoliittisten toimien välittymistä yritysten rahoitusoloihin neljän edellä kuvatun vaiheen aikana. Pk-yritysten osalta kolmas pääkomponentti osoittaa pankkirahoituksen kustannusten jonkin verran nousseen lokakuusta 2020 lähtien. Suuryritysten osalta se puolestaan viittaa pandemian alkuvaiheessa tapahtuneeseen nousuun, joka on huomattavasti tasoittunut viimeisimmällä jaksolla (huhti-syyskuu 2021).

Yritysten näkemykset rahoituksen hintaehdoista myötäilevät tiiviisti euroalueen pankkien raportoimaa hintaehto-kehitystä. Kuviossa B verrataan hintaehdoja kuvaavan komponentin dynamiikkaa pankkien lainasopimusten kahteen keskeiseen tekijään: keskimääräisten lainojen ja suurempiriskisten lainojen marginaaleihin (määriteltynä tuottoeroksi keskeisiin markkinaviitekorkeisiin nähden). Euroalueen pankit raportoivat näiden tekijöiden muutoksista säännöllisesti

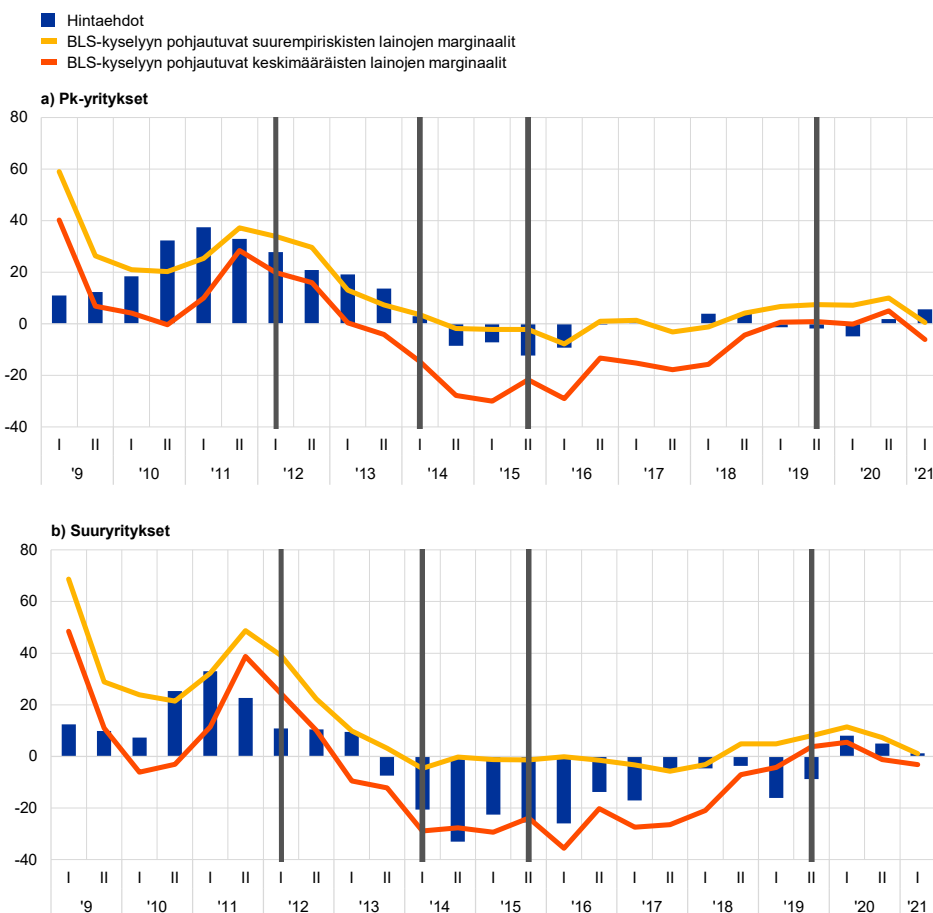
neljännesvuosittaisessa luotonantokyselyssä (Bank Lending Survey, BLS).⁴³ Vuodesta 2009 lähtien pankkien lainamarginaalien leveneminen on kuvastunut SAFE-kyselyn vastauksissa rahoitusolojen heikkenemisenä ja lainamarginaalien kapeneminen vastaavasti rahoitusolojen paranemisena. Juuri ennen pandemian alkua euroalueen pankkien luotonantokysely antoi viitteitä lainaehdojen laajalaisesta tiukentumisesta, vaikka pankkilainojen korkotaso pysyikin pitkällä aikavälillä tarkasteltuna suotuisana. Kyselyyn vastanneet pankit pitivät ehtojen tiukentumisen syynä yritysten luottokelpoisuuteen kohdistuvien riskien voimistumista (joka myös käy ilmi ensimmäisestä pääkomponentista) ja tulevien luottotappioiden todennäköisyyttä. Talouden elpymisen laajetessa lainaehdojen tiukentuminen väheni, ja euroalueen pankkien luotonantokyselyssä lainamarginaalien raportoitiin pysyneen laajalti ennallaan uusimman käytettävissä olevan SAFE-kyselykierroksen aikana. Samalla kuitenkin pk-yritykset katsoivat rahoitusolojen heikentyneen hintaehdojen osalta. Tämä viimeaikaisin kehitys (huhtikuusta syyskuuhun 2021) saattaa johtua pandemiaan liittyvien valtion takaamien lainojen käytön vähenemisestä. Pankit ovat tyypillisesti myöntäneet näitä lainoja hyvin edullisilla ehdoilla ja myös tavallista väljemmillä luotonmyöntämiskriteereillä.

⁴³ SAFE-kysely tehdään kahdesti vuodessa ja BLS-kysely neljästi vuodessa. Kutakin SAFE-kyselykierrosta vastaavien kahden BLS-kyselyn vastaukset on keskiarvoistettu.

Kuvio B

Pankkien lainaehdot ja kolmas pääkomponentti (hintaehdot)

(marginaalit: nettomääräisiä prosentiosuuksia; hintaehdot: painotettuja pääkomponenttipisteitä prosentteina ilmaistuna)



Lähteet: Euroalueen pankkien luotonantokysely (BLS), EKP:n ja Euroopan komission kysely yritysten rahoituksensaannista (SAFE). Huom. Positiiviset arvot tarkoittavat pääkomponentin heikkenemistä ja lainamarginaalien nettomääräistä laajenemista. "Pk-yritykset" ovat pieniä ja keskiuuria yrityksiä eli yrityksiä, joissa on alle 250 työntekijää. Pääkomponentin arvoja on painotettu otokseen kuuluvien yritysten koon, taloudellisen toiminnan ja maan mukaisesti, jotta ne kuvastaisivat koko yrityspopulaation taloudellista rakennetta. Yksittäiset arvot on vakioitu niin, että niiden vaihteluväli on -1:stä 1:een, ja prosentiosuudet on saatu kertomalla arvot 100:lla. SAFE-kysely tehdään kahdesti vuodessa ja BLS-kysely neljästi vuodessa. Kutakin SAFE-kyselykierrosta vastaavien kahden BLS-kyselyn vastaukset on keskiarvoistettu. Ensimmäinen harmaa pystyviiva osoittaa EKP:n ilmoituksen rahapolitiisista suorista kaupoista. Toinen harmaa pystyviiva osoittaa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden ensimmäisen sarjan (TLTRO I) ja negatiivisen korkopolitiikan alun. Kolmas harmaa pystyviiva osoittaa TLTRO II -sarjan operaatioiden ja yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman alun. Viimeinen harmaa pystyviiva osoittaa pandemiaan liittyvän väliaikaisen osto-ohjelman ja TLTRO III -sarjan operaatioiden alun. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2021 ja syyskuulta 2021.

Rahoitusolojen tiukkeneminen, joka näkyy minkä tahansa pääkomponentin kasvuna, lisää todennäköisyyttä sille, että yritykset arvioivat pankkilainojen saatavuuden heikkenevän tulevaisuudessa (kuvio C). SAFE-kyselyssä yrityksiltä kysytään niiden odotuksia ulkoisen rahoituksen saatavuudesta haastatteluvaiheen päättymistä seuraavien kuuden kuukauden aikana.⁴⁴ Tässä analyysissä sovellettiin Ferrandon ja Ganoulisin⁴⁵ menetelmää ja käytettiin logistista regressiota, jonka avulla pankkilainojen saatavuuden ennakoitu heikkeneminen linkitettiin kolmeen pääkomponenttiin, maa- ja aikakohtaista makrotalouden kehitystä kontrolloiviin

⁴⁴ Esimerkiksi viimeisimmällä kyselykierroksella syyskuun puolenvälin ja lokakuun puolenvälin 2021 välisenä aikana yrityksiltä kysyttiin rahoituksensaannin muutoksista huhti-syyskuussa 2021 sekä ennakoituista rahoituksensaannin muutoksista lokakuusta 2021 maaliskuuhun 2022.

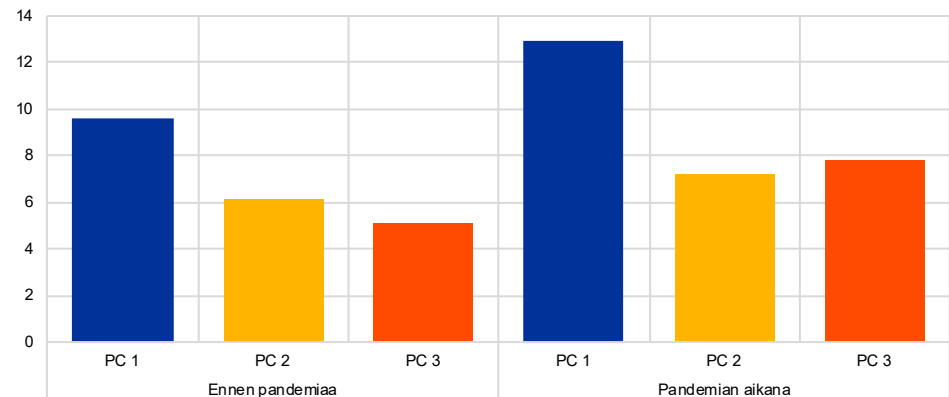
⁴⁵ A. Ferrando ja I. Ganoulis, "Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2446, EKP, 2020.

apumuuttujiin sekä tiettyihin pysyviin ominaisuuksiin (yrityksen toimiala ja koko).⁴⁶ Kuviossa C esitetään, miten todennäköisesti yritys ennakoii pankkilainojen saannin heikkenevän rahoitusolojen muutosten seurauksena (keskimääräiset marginaalivaikutukset). Kolme ensimmäistä pylvästä perustuvat ennen pandemiaa tehtyihin arvioihin ja seuraavat kolme pandemian aikana tehtyihin arvioihin. Kaikki kirjatut marginaalivaikutukset ovat positiivisia ja tilastollisesti merkitseviä.

Kuvio C

Rahoitusoloja kuvaavien indikaattorien kontribuutiot yritysten näkemyksiin pankkilainojen saatavuuden heikkenemisestä tulevaisuudessa

(keskimääräiset marginaalivaikutukset prosentteina)



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

Huom. Keskimääräiset marginaalivaikutukset pankkilainojen saatavuuden ennakoituun heikkenemiseen logistisen regression perusteella, jos pääkomponentti nousee yhden keskihajonnan verran. "PC" on pääkomponentti. PC 1 kuvaa yritysten taloudellista asemaa, PC 2 muita lainaehjoja kuin hintaehjoja ja PC 3 kuvaa hintaehjoja.

Koronaviruspandemian puhjettua yritykset ovat ilmaisseet entistä enemmän huolta siitä, että pankkilainojen saatavuus tulevaisuudessa voi heikentyä, jos rahoituskulut nousevat. Kolmannen pääkomponentin eli lainakorkoja ja muita rahoituskustannuksia koskevan pääkomponentin merkitys pankkilainojen tulevan saatavuuden arvioissa on kasvanut eniten koronaviruspandemian puhjettua. Tämä komponentti on suorassa yhteydessä yritysten arvioihin pankkien toiminnasta, ja sen heikkeneminen yhden keskihajonnan verran lisää nykyisellään 7,8 prosentilla todennäköisyyttä siitä, että pankkilainojen tulevan saatavuuden arvioidaan heikkenevän. Maaliskuuhun 2020 asti kyseinen luku oli 5,1 %. Arvioihin rahoituksen saatavuudesta vaikuttaa kuitenkin edelleen kaikkein eniten yritysten taloudellinen asema (ensimmäinen pääkomponentti), jonka keskimääräinen marginaalivaikutus oli 9,6 % ennen pandemian puhkeamista ja 13 % pandemian puhjettua. Muihin rahoitusehtoihin kuin hintaan liittyvä pääkomponentti (toinen pääkomponentti) on puolestaan noussut pandemian puhjettua 1,1 prosenttiyksikköä (7,2 prosenttiin).

Empiirinen analyysi siis osoittaa, että yrityksille tehdyn SAFE-kyselyn tuloksista, jotka tässä kehikossa on tiivistetty kolmeksi pääkomponentiksi, on pandemian

⁴⁶ Tässä yhteydessä tehtiin toinen määrittäminen, johon sisältyy pankkilainojen saatavuuden muutos. Sitä kuvaava muuttuja vastaa poikkileikkausmallin viivästettyä selitettävää (riippuvaa) muuttujaa, vaikka kyselyyn vastanneet yritykset ilmoittivatkin sen samanaikaisesti tulevaisuutta koskevien odotusten kanssa. Tämä toinen määrittäminen vahvisti ekonometriset tulokset, vaikka kyseisen määrittäksen antamia tuloksia ei olekaan raportoitu tässä kehikossa..

puhkeamisen jälkeen tullut aiempaa merkittävämpi tietolähde kartoitettaessa yritysten arvioita pankkilainojen tulevasta saatavuudesta.

4 Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten mittareiden dekomponointi inflaatio-odotuksiin ja inflaatoriskipreemioon

Tässä kehikossa esitetään laskentamalleihin perustuva menetelmä, jonka avulla voidaan eritellä kaksi inflaatiokompensaation markkinapohjaisissa mittareissa havaitsematta jäävää eli latenttia komponenttia: inflaatio-odotukset ja inflaatoriskipreemio. Menetelmässä analysoidaan ekonometrinen mallien avulla inflaatioidonnaisten swapkorkojen aikarakennetta. Näin saadut estimaatit osoittavat, että vuoden 2020 puolivälin jälkeen havaitusta inflaatioidonnaisten termiiniswapkorkojen noususta suurempi osa selittyy inflaatoriskipreemiolla kuin inflaatio-odotuksilla. Tämän perusteella nousu liittyy siis ensisijaisesti muutokseen hinnoitelluissa inflaatoriskeissä.

Inflaatioidonnaisia swapkorkoja käytetään usein inflaatiokompensaation markkinapohjaisten mittareiden vertailuindikaattorina. Inflaatioidonnaisissa swapsopimuksissa vaihdetaan eräänymispäivänä ennalta sovittu kiinteä swapkorko ja swapsopimuksen juoksuaikana toteutuneen inflaatiouvauhdin keskiarvo. Molemmat luvut lasketaan samalle nimellis pääomalle. Inflaatioidonnaiset swapkorot eivät ole markkinoiden likviditeettiongelmiin yhtä herkästi reagoiva indikaattori kuin tuotot yhtenäistävä inflaatiouvauhti (break-even inflation rate), joka johdetaan tiettyjen euroalueen valtioiden liikkeeseenlaskemista inflaatioidonnaisista joukkolainoista ja nimellistuottoisista valtion joukkolainoista.⁴⁷

Koska inflaatioidonnaiset swapkorot kuvastavat rahoitusmarkkinaosapuolten näkemyksiä tulevasta inflaatiokehityksestä, keskuspankit seuraavat niitä tarkoin (kuvio A). Inflaatioidonnaiset swapkorot pysyivät suhteellisen muuttumattomina hieman yli 2 prosentissa vuosina 2005-2007, mutta laskivat jyrkästi vuoden 2008 jälkipuoliskolla maailmanlaajuisen finanssikriisin myötä. Vaikka ne vuoden 2010 loppuun mennessä olivat palanneet lähelle 2 prosenttia, ne laskivat edelleen tasolle, joka ei vastannut EKP:n silloista inflaatiotavoitetta eli hieman alle 2 prosenttia. Esimerkiksi yhden vuoden inflaatioidonnainen termiiniswapkorko neljän vuoden päästä oli vuoden 2016 puolivälissä hieman alle 1 prosenttia. Vaikka inflaatioidonnaiset swapkorot elpyivät jonkin verran vuoden 2018 puoliväliin mennessä, ne laskivat sittemmin uudelleen alhaiselle tasolle. Pohjalukema saavutettiin maaliskuun 2020 lopussa koronaviruskriisin aiheuttaman jyrkän laskun jälkeen. Sitä seuraavan puoleentoista vuoden aikana inflaatioidonnaiset swapkorot nousivat huomattavasti. Lähiaikoina yhden vuoden inflaatioidonnainen swapkorko on noussut ylimmillään 3 prosenttiin. Yhden vuoden termiinikorko yhden vuoden päästä on kuitenkin pysynyt alle 2 prosentissa, mikä viittaa siihen, että rahoitusmarkkinoiden osapuolet pitävät inflaation viimeaikaista nopeutumista ohimenevänä. Merkittävää EKP:n keskipitkän aikavälin hintavakaustavoitteen

⁴⁷ Ks. Talouskatsauksen 6/2019 artikkeli "[Derivatives transactions data and their use in central bank analysis](#)", Talouskatsauksen 6/2018 artikkeli "[Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#)" ja "[Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#)", Occasional Paper -sarjan julkaisu nro 264, EKP, 2021. Markkinoiden yleisen käytännön mukaan euroalueen inflaatioidonnaisten swapkorkojen viitehintaindeksi on yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI) ilman tupakan hintaa. Indeksoinnista aiheutuva viive on kolme kuukautta.

kannalta on, että viiden vuoden termiinikorko viiden vuoden päästä on palannut 2 prosentin vaiheille.

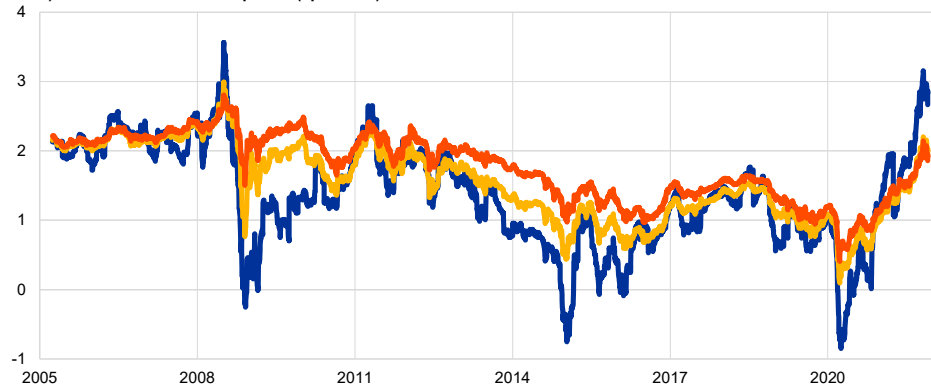
Kuvio A

Euroalueen inflaatioidonaiset swapkorot

(prosentteja vuodessa)

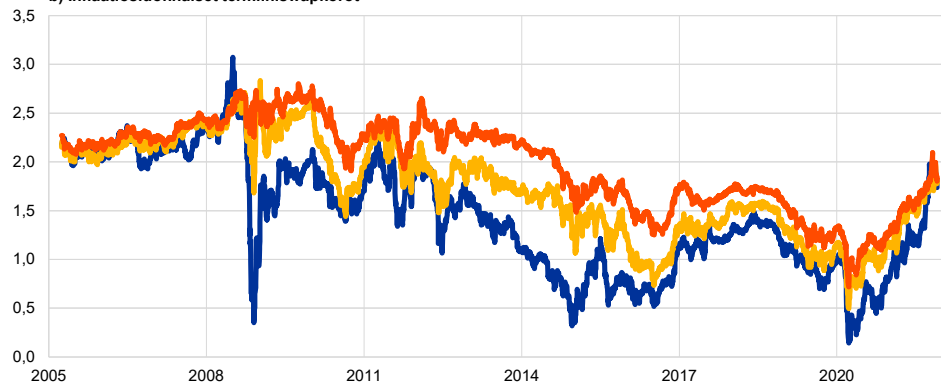
— 1y
— 5y
— 10y

a) Inflaatioidonaiset swapkorot (spotkorot)



— 1y1y
— 1y4y
— 5y5y

b) Inflaatioidonaiset termiiniswapkorot



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. "1y4y" on yhden vuoden inflaatioidonainen termiiniswapkorko neljän vuoden päästä. "1y1y" vastaava viiden vuoden korko yhden vuoden päästä ja "5y5y" vastaava viiden vuoden korko viiden vuoden päästä. Tuoreimmat tiedot 26.11.2021.

Inflaatioidonaiset swapkorot ja muut markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit eivät kuvasta ainoastaan

rahoitusmarkkinoiden osapuolten todellisia inflaatio-odotuksia, vaan myös inflaatoriskipreemiota.

Inflaatoriskipreemion esiintyminen perustuu siihen, että rahoitusmarkkinoiden osapuolet kaihtavat riskejä ja joutuvat toimimaan epävarmuuden vallitessa. Teorian mukaan inflaatoriskipreemio on yleensä positiivinen kausina, jolloin hallitsevina ovat tarjontasokit ja negatiivinen kausina, jolloin hallitsevina ovat kysyntäsokit.⁴⁸ Esimerkiksi tarjontahäiriöt synnyttävät positiivista inflaatoriskipreemiota, koska ne merkitsevät, että inflaatiolla on

⁴⁸ Ks. esim. M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem ja J. Yiangou, "Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank", Oxford University Press, 2021.

taipumusta kiihtyä, kun arvopaperien reaaliset tuotot ovat korkeasti arvostettuja eli silloin kun reaalityaloudellinen aktiviteetti vähenee ja kulutuksen rajahyöty nousee.

Inflaatioidonnaisten swapkorkojen aikarakennetta koskevilla ekonometrisillä malleilla voidaan dekomponoida koroista inflaatio-odotukset ja

inflaatoriskipreemio. Estimoiuihin malleihin sisältyvät tavallisesti lyhyen aikavälin inflaatiovauhdin keskeiset taloudelliset taustatekijät, toisin sanoen hinnoittelutekijät ja niiden kehitystä ohjaava mekanismi. Näiden osatekijöiden pohjalta voidaan laatia ennusteita lyhyen aikavälin inflaatiovauhdista ja määrittää ennusteiden keskiarvo mille tahansa maturiteetille. Näin inflaatio-odotukset voidaan estimoida lyhyen aikavälin inflaatiovauhdin keskiarvona tietyllä ajanjaksolla ja inflaatoriskipreemio puolestaan kuvata inflaatioidonnaisten swapkorkojen ja edellä mainittujen inflaatio-odotusten välisenä erona.⁴⁹

Tässä kehikossa erotellaan inflaatioidonnaisista swapkoroista inflaatio-odotukset ja inflaatoriskipreemio kahden erilaisen ekonometrisen

aikarakennemallin avulla. Malleihin sisältyy kolme hinnoittelutekijää, jotka selittävät valtaosan eripituisten inflaatioidonnaisten swapkorkojen eroista kuukauden lopussa.⁵⁰ Molemmissa malleissa oletuksena on, että lyhyen aikavälin inflaatioidonnainen swapkorko lähestyy määrättyä arvoa pitemmän ajan kuluessa, kuten kaikissa stationaarisissa aikarakennemalleissa. Koska tällaista päätapistettä on vaikea määrittää empiirisesti,⁵¹ sen arvoksi on tässä kalibroitu 1,9 %, mikä vastaa EKP:n Survey of Professional Forecasters –kyselyyn ja Consensus Economicsin ennusteeseen pohjautuvien pitkän aikavälin inflaatioennusteiden mittaushistorian keskiarvoa ja oli yhteensopiva EKP:n inflaatiotavoitteen kanssa suurimman osan tutkitusta jaksosta.⁵² Mallien erona ovat menetelmät, joilla hinnoittelutekijöitä ohjaavaa mekanismia estimoidaan. Toisen mallin estimointimenetelmässä on otettu

⁴⁹ Inflaatoriskipreemio estimoidaan yleensä estimoidun mallin inflaatioidonnaselle swapkorolle tuottaman soviteen ja estimoidun odotuskomponentin erotuksena.

⁵⁰ Viitemalli mukailee seuraavassa merkittävässä artikkelissa esitettyä menetelmää: S. Joslin, K.J. Singleton ja H. Zhu, "A new perspective on Gaussian dynamic term structure models", *The Review of Financial Studies*, vol. 24, nro 3, 2011, s. 926-970. Kuukauden lopun indeksisidonnaiset swapkorot on korjattu indeksoinnista johtuvan kolmen kuukauden viiveen osalta kuten seuraavassa artikkelissa: G. Camba-Mendez ja T. Werner, "The inflation risk premium in the post-Lehman period", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2033, EKP, 2017.

⁵¹ Ks. esim. M. Villani, "Steady-state priors for vector autoregressions", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 24, nro 4, 2009, s. 630-650.

⁵² Tämä 1,9 prosenttiin kalibroitu pitkän aikavälin keskiarvo on sama kuin ennen nykyistä 2 prosentin tavoitetta käytetty, uuteen euroalueen mallin (New Area-Wide Model) perustuva inflaatiotavoite (ks. K. Christoffel, G. Coenen ja A. Warne, "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", Working Paper -sarjan julkaisu nro 944, EKP, 2008; ja G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt ja A. Warne, "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2200, EKP, 2019). Ks. myös F. Mazelis, R. Motto ja A. Ristinieni, "Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area" (ei vielä julkaistu), jossa myös on käytetty keskiarvoa 1,9 %. EKP:n vuosina 2020-2021 toteuttamassa strategian uudelleenarvioinnissa esitetty uusi inflaatiotavoite (2 % keskipitkällä aikavälillä) merkitsee, että tässä esitetty inflaatio-odotusten pitkän aikavälin keskiarvo jouduttuneen päivittämään jossain vaiheessa, ja inflaatoriskipreemiota koskevat arviot olisivat silloin kautta linjan hieman pienempiä.

huomioon persistenttien prosessien yleisesti tunnettu estimointivirhe, kun taas toisessa menetelmässä sitä ei ole huomioitu.⁵³

Dekomponoinnin tulokset on esitetty kahden mallin tulosten keskiarvona.

Ensimmäisellä menetelmällä saatujen inflaatio-odotusten etuna on, että ne ovat suhteellisen lähellä kyselytutkimusten pohjalta laadittuja ennusteita, mikä on mielekäs ristiintarkistus, koska kyselytutkimusten tietoja ei käytetty arviointivaiheessa. Tällä menetelmällä saadut inflaatio-odotukset pitemmille aikaväleille ovat kuitenkin jokseenkin joustamattomia, ja niissä on mahdollisesti aliarvioitu todellinen ja havaitsematta jäävä ajallinen vaihtelu. Toisessa menetelmässä, jossa estimointivirhe on korjattu, pitkän aikavälin odotukset sisältävät enemmän vaihtelua, mutta siinä lyhyen aikavälin inflaatioidonnaisten swapkorkojen ja pitkän aikavälin odotusten välinen yhteys vaikuttaa toisinaan liian vahvalta. Keskiarvoa käyttämällä nämä kaksi menetelmää voidaan tasapainottaa.⁵⁴ Samalla on syytä huomata, että inflaatioidonnaisista swapkoroista laskentamalleilla johdettuihin inflaatio-odotuksiin (ja vastaavasti inflaatoriskipreemioihin) liittyy estimointiepävarmuutta, eikä niiden tasoja voida suoraan validoida havaitulla vastineella.⁵⁵

⁵³ Laajennetulla Dickey-Fuller-testillä ja Philips-Perron-testillä ei voida hylätä inflaatioidonnaisia swapkorkoja koskevaa yksikköjuuren nollahypoteesia. Toisessa mallissa tehty estimointivirheen korjaus (kohti vähäisempää persistenttiyttä) noudattaa seuraavassa artikkelissa esitettyä menetelmää: L. Kilian, "Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses", *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, nro 4, 1999, s. 652–660.

⁵⁴ Yleisen järkeenkäyvyyden tarkistuksena voidaan todeta, että kahden mallin estimaattien keskiarvosta saatu odotuskomponenttien keskihajonta on suhteellisen lähellä Survey of Professional Forecasters and Consensus Economics –kyselyyn perustuvia inflaatioennusteita (eli noin 10 peruspistettä 4-5 vuoden aikavälillä).

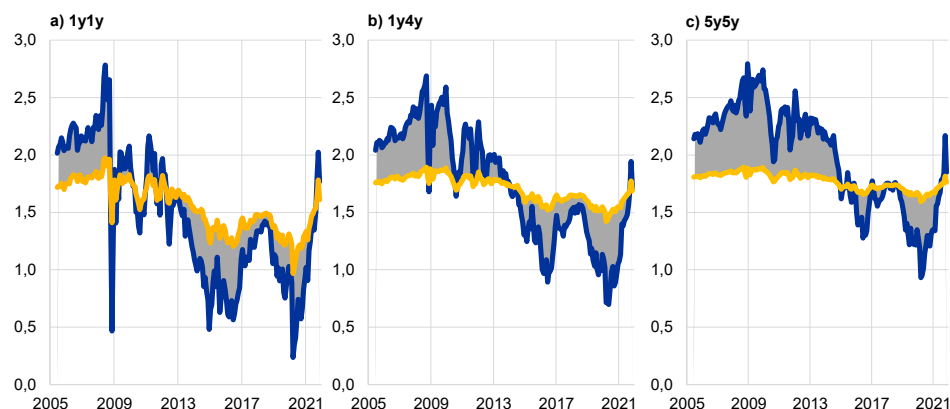
⁵⁵ Kyselyaineistosta laaditut estimaatit voivat poiketa inflaatioidonnaisiin swapkorkoihin sisältyvistä todellisista (havaitsematta jääneistä) odotuksista yksinkertaisesti siksi, että aineisto sisältää eri markkinaosapuolten näkemyksiä.

Kuvio B

Euroalueen inflaatio-odotusten swapkorkeiden dekomponointi laskentamallin perusteella

(prosentteja vuodessa)

- Estimoimallisiin sovitettu inflaatio-odotus
- Odotuskomponentti
- Inflaatoriskipreemio



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Luvut ovat kahteen affiiniin aikarakennemalliin (Joslin, Singleton ja Zhu, 2011) perustuvien arvioiden keskiarvoja sovellettuna indeksoinnista johtuvasta viiveestä puhdistettuihin inflaatio-odotuksiin swapkorkeisiin (Camba-Mendez ja Werner, 2017). Tuorein havainto on marraskuulta 2021 (kuukausittaiset mallit).

Dekomponoinnilla saatujen estimaattien perusteella vaikuttaa siltä, että inflaatio-odotukset ovat yleisesti vakaampia kuin inflaatio-odotusten swapkorot ja että inflaatoriskipreemiot ovat vaihdelleet positiivisen ja negatiivisen välillä eri juoksuajoilla (tenor), myös lähiaikoina (kuvio B). Nämä

arviot osoittavat, että inflaatio-odotukset voivat vaihdella ajan mittaan huomattavasti, joskin ne yleisesti vaihtelevat vähemmän kuin inflaatio-odotusten swapkorot. Tämä pätee erityisesti pitemmälle tulevaisuuteen ulottuviin termiinkorkoihin, mikä tuntuu vastaavan intuitiivista käsitystä siitä, että inflaatio-odotukset periaatteessa pysyvät vakaampina pitkällä aikavälillä. Inflaatoriskipreemioiden estimoidaan kääntyneen positiivisista negatiivisiksi vuosien 2013-2014 vaiheilla. Se viittaa markkinaosapuolten odotusten painottuvan entistä enemmän inflaatiokehityksen hidastumiseen. Viime aikoina, kun koronaviruspandemian vaikutukset ovat vähitellen helpottumassa, estimoitu inflaatoriskipreemio on kasvanut huomattavasti ja jopa muuttunut negatiivisesta mahdollisesti jälleen hieman positiiviseksi. Tämä muutos negatiivisesta positiiviseksi saattaa viitata siihen, että markkinaosapuolet pitävät entistä todennäköisempänä tai ainakin mahdollisena tilannetta, jossa taloutta hallitsevat lähitulevaisuudessa tarjontasokit toimitusrajoitteiden jatkuessa.⁵⁶

⁵⁶ Ks. esim. Talouskatsauksen 6/2021 kehikko ”Tarjontarajoitteiden vaikutus maailmankauppaan”.

5 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 28.7.-2.11.2021

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä euroalueella vuoden 2021 viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 28.7. ja päättyi 2.11.2021.

Ylimääräisen likviditeetin määrä pankkijärjestelmässä kasvoi tarkastelujakson aikana 175,5 miljardia euroa ja oli ennätyselliset 4 367 miljardia euroa. Kasvu johtui pääosin pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) ja omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) toteutetuista ostoista sekä kohdennettujen pitempiäikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan kahdeksannen ja yhdeksannen operaation (TLTRO III.8 ja III.9) selvityksestä. Rahoitusoperaatioiden ylimääräistä likviditeettiä lisäävää vaikutusta tasoitti jonkin verran riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen huomattava kasvu.

5.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – kasvoi 170,8 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 2 290,2 miljardia euroa. Huomattava kasvu edelliseen tarkastelujaksoon nähden johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvusta 167,8 miljardilla eurolla 2 138,4 miljardiin euroon (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Vähimmäisvarantovelvoitteet puolestaan kasvoivat niukasti eli 3 miljardia euroa 151,9 miljardiin euroon.

Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät kasvoivat tarkastelujaksolla 120,3 miljardia euroa ja olivat 3 116,6 miljardia euroa. Taustalla olivat muiden riippumattomien tekijöiden vaikutus sekä liikkeessä olevien setelien määrän ja valtioiden talletusten kasvu. Muut riippumattomat tekijät (ks. taulukko A) kasvoivat tarkastelujaksolla 55,1 miljardia euroa 959,4 miljardiin euroon. Liikkeessä olevien setelien määrä kasvoi keskimäärin 28,7 miljardia euroa 1 503,7 miljardiin euroon. Valtioiden talletukset kasvoivat 36,6 miljardia euroa 653,5 miljardiin euroon. Niiden määrä oli edelleen huomattavan suuri, mutta kuitenkin pienempi kuin vuonna 2020 kirjattu huippulukema, joka oli 729,8 miljardia euroa.

Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät vähenivät 47,5 miljardia euroa ja olivat 978,6 miljardia euroa. Tähän vaikutti kaksi tekijää: euromääräisten nettosaamisten väheneminen 63,1 miljardilla eurolla ja valuuttamääräisten nettosaamisten kasvaminen 15,6 miljardilla eurolla.

Taulukossa A esitetään yhteenveto edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä⁵⁷ ja niiden muutoksista.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 28.7.2021–2.11.2021						Edellinen tarkastelujakso: 28.4.2021–27.7.2021	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 28.7.–14.9.2021		Kuudes pitoajanjakso 15.9.–2.11.2021		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	3 116,6	(+120,3)	3 086,2	(+28,8)	3 147,0	(+60,8)	2 996,3	(+46,9)
Liikkeessä olevat setelit	1 503,7	(+28,7)	1 499,9	(+14,1)	1 507,4	(+7,5)	1 475,0	(+35,0)
Valtioiden talletukset	653,5	(+36,6)	635,7	(-16,5)	671,3	(+35,6)	616,9	(-1,3)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus)¹	959,4	(+55,1)	950,6	(+31,2)	968,3	(+17,7)	904,3	(+13,2)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	3 614,5	(+143,3)	3 575,3	(+72,3)	3 653,7	(+78,4)	3 471,2	(+338,8)
Negatiivisesta talletuskorosta vapautetut vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset	904,2	(+17,1)	899,2	(+4,4)	909,2	(+10,0)	887,1	(+13,1)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset, joita vapautus ei koske	2 709,5	(+123,2)	2 675,3	(+67,2)	2 743,7	(+68,4)	2 586,3	(+317,9)
Vähimmäisvarantovelvoitteet²	151,9	(+3,0)	150,9	(+0,8)	152,8	(+1,9)	148,9	(+1,9)
Vapautettu kiintiö³	911,3	(+18,1)	905,6	(+4,5)	916,9	(+11,3)	893,2	(+11,6)
Talletusmahdollisuus	752,6	(+32,2)	766,6	(+30,1)	738,5	(-28,2)	720,4	(+86,2)
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

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.

3) Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset, jotka on vapautettu negatiivisesta talletuskorosta, ja ne, joita vapautus ei koske, on selvitetty tarkemmin EKP:n verkkosivulla.

⁵⁷ Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin toukokuun 2002 Kuukausikatsauksen artikkelissa "The liquidity management of the ECB".

Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 28.7.2021–2.11.2021						Edellinen tarkastelujakso: 28.4.2021–27.7.2021	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 28.7.–14.9.2021		Kuudes pitoajanjakso 15.9.–2.11.2021		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	978,6	(-47,5)	987,2	(-19,9)	970,0	(-17,2)	1 026,1	(-39,9)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	830,9	(+15,6)	826,7	(+5,0)	835,1	(+8,3)	815,3	(-11,2)
Euromääräiset nettosaamiset	147,7	(-63,1)	160,5	(-24,9)	134,9	(-25,5)	210,8	(-28,6)
Rahapoliittiset välineet	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
Avomarkkinaoperaatiot	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
Huutokauppaoperaatiot	2 211,7	(+63,5)	2 213,3	(+17,2)	2 210,0	(-3,3)	2 148,2	(+234,4)
Perusrahoitusoperaatiot	0,2	(+0,0)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,1	(-0,2)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	0,1	(-0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,4)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-9,7)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	2 195,0	(+74,3)	2 188,9	(+20,4)	2 201,1	(+12,3)	2 120,7	(+244,3)
Pandemiaan liittyvät kohdentamattomat pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	16,4	(-10,8)	24,2	(-3,2)	8,6	(-15,6)	27,2	(+0,5)
Suorat arvopaperisijoitukset	4 445,6	(+282,8)	4 378,9	(+134,4)	4 512,3	(+133,4)	4 162,8	(+279,4)
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	2,4	(-0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(-0,2)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	295,9	(+4,4)	294,7	(+2,1)	297,1	(+2,4)	291,6	(+2,1)
Velkapaperiohjelma	9,5	(-7,7)	12,6	(-4,5)	6,5	(-6,1)	17,2	(-8,4)
Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	27,0	(-1,4)	27,5	(-0,7)	26,6	(-1,0)	28,4	(-0,3)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	2 448,0	(+36,0)	2 439,7	(+18,1)	2 456,3	(+16,6)	2 412,0	(+37,7)
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	294,8	(+15,4)	290,6	(+7,0)	298,9	(+8,3)	279,3	(+15,9)
Pandemiaan liittyvä väliaikainen osto-ohjelma	1 367,5	(+236,1)	1 311,0	(+112,4)	1 424,1	(+113,2)	1 131,4	(+232,6)
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 28.7.2021–2.11.2021						Edellinen tarkastelujakso 28.4.2021–27.7.2021	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 28.7.–14.9.2021		Kuudes pitoajanjakso 15.9.–2.11.2021		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä ¹	2 290,2	(+170,8)	2 250,3	(+49,3)	2 330,2	(+79,8)	2 119,4	(+88,8)
Riippumattomat tekijät ²	2 138,4	(+167,8)	2 099,4	(+48,5)	2 177,3	(+78,0)	1 970,6	(+86,8)
Ylimääräinen likviditeetti ³	4 367,0	(+175,5)	4 341,9	(+102,4)	4 392,2	(+50,3)	4 191,5	(+425,0)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

2) 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: 28.7.2021–2.11.2021						Edellinen tarkastelujakso: 28.4.2021–27.7.2021	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 28.7.–14.9.2021		Kuudes pitoajanjakso 15.9.–2.11.2021		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA1	-0,485	(-0,005)	-0,484	(-0,003)	-0,486	(-0,002)	-0,480	(-0,001)
€STR-korko	-0,569	(-0,004)	-0,569	(-0,003)	-0,570	(-0,002)	-0,565	(-0,001)

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.

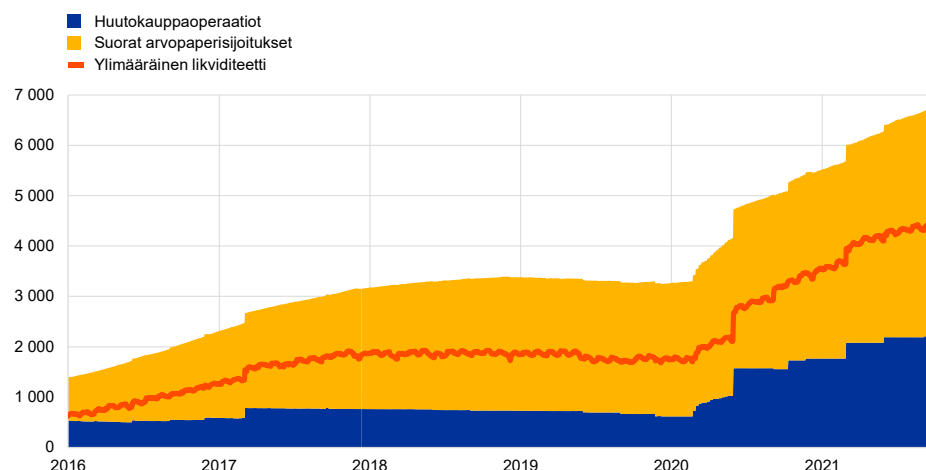
5.2 Likviditeetin tarjonta rahapoliittisissa operaatioissa

Rahapoliittisissa operaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 346,3 miljardia euroa ja oli 6 657,3 miljardia euroa (ks. kuvio A). Noin 82 % likviditeetin lisäyksestä tuli omaisuuserien osto-ohjelmissa ja ennen kaikkea pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyistä netto-ostoista. Loput 18 % tuli luotto-operaatioista, etenkin kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan operaatioista. Likviditeettiä puolestaan vähensivät operaatioiden eräntymiset ja takaisinmaksut.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat tiedot 2.11.2021.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi tarkastelujaksolla 63,5 miljardia euroa. Kasvu johtui sekä kesäkuussa selvitetystä TLTRO III -sarjan kahdeksannesta operaatiosta, jossa jaetun likviditeetin määrä oli 109,8 miljardia euroa (ja jonka täysimääräinen vaikutus jakson keskiarvoihin toteutuu vasta selvitystä seuraavana pitoajanjaksona) että syyskuussa selvitetystä yhdeksännestä operaatiosta, jossa jaetun likviditeetin määrä oli 97,6 miljardia euroa. Yhdeksannen operaation likviditeettiä lisäävää vaikutusta tasoittivat syyskuussa TLTRO III -rahoitusoperaatioissa suoritettavat ensimmäiset vapaaehtoiset takaisinmaksut, joiden määrä oli 79,3 miljardia euroa. Lisäksi syyskuun lopussa erääntyi kolme PELTRO-operaatiota (pandemiaan liittyvä kohdentamattomien pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarja), joissa maksettiin takaisin 22,1 miljardia euroa, kun syyskuun PELTRO-operaatioissa puolestaan jaettiin vain 1,3 miljardia euroa. Kokonaisuutena uusien ja erääntyvien PELTRO-operaatioiden nettovaikutus vähensi likviditeettiä 10,8 miljardilla eurolla edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Perusrahoitusoperaatioiden ja kolmen kuukauden pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden vaikutus oli edelleen vähäinen. Näissä kahdessa säännöllisessä rahoitusoperaatioissa jaettu keskimääräinen likviditeetti pysyi edellisen tarkastelujakson tapaan ennätysellisen alhaisella tasolla.

Samalla eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 282,8 miljardia euroa ja oli 4 445,6 miljardia euroa. Tämä johtui pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa toteutetuista netto-ostoista. Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyt keskimääräiset ostot kasvoivat 236,1 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden ja olivat 1 367,5 miljardia euroa. Kaikista osto-ohjelmista pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen volyyymi kasvoi eniten. Seuraavaksi eniten volyyymi kasvoi julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka volyyymi oli 2 448 miljardia euroa (keskimääräinen kasvu 36 miljardia euroa) sekä yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka

volyymi oli 294,8 miljardia euroa (keskimääräinen kasvu 15,4 miljardia euroa). Arvopaperien erääntyminen muissa kuin aktiivisissa osto-ohjelmissa vähensi suoria arvopaperisijoituksia 7,7 miljardia euroa.

5.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi kasvoi 175,5 miljardia euroa ja nousi uuteen huippulukemaan eli 4 367 miljardiin euroon (ks. kuvio A).

Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön summa miinus maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien likviditeettitarpeen välistä eroa. Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät päivittaiset talletukset sekkileillä kasvoivat 143,3 miljardia euroa keskimäärin 3 614,5 miljardiin euroon, kun taas talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö kasvoi 32,2 miljardia euroa 752,6 miljardiin euroon.

Negatiivisesta talletuskorosta vapautetut varantovelvoitteen ylittävät talletukset⁵⁸ kasvoivat 17,1 miljardia euroa ja olivat 904,2 miljardia euroa. Negatiivisen talletuskoron alaiset varantovelvoitteen ylittävät talletukset puolestaan kasvoivat 155,4 miljardia euroa 3 462,1 miljardiin euroon.

Vapautetun kiintiön yhteenlaskettu käyttöaste (negatiivisesta talletuskorosta vapautettujen vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien talletusten määrän ja vapautetun kiintiön välinen suhde⁵⁹), joka on ollut vuoden 2020 kolmannelta pitoajanjaksosta lähtien yli 98 prosenttia, laski hieman eli 99,3 prosentista 99,2 prosenttiin. Negatiivisesta talletuskorosta vapautettujen vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien talletusten osuus koko ylimääräisestä likviditeetistä oli 20,7 % (edellisellä tarkastelujaksolla 21,2 %).

5.4 Korkokehitys

Keskimääräinen €STR-korko pysyi tarkastelujakson aikana jokseenkin ennallaan ja oli -0,569 prosenttia. Ylimääräisen likviditeetin runsauden vuoksi €STR-korko on edelleen pysynyt suhteellisen muuttumattomana silloinkin, kun likviditeetin määrän vaihtelu on ollut voimakasta. Eoniakoron laskentamenetelmää muutettiin lokakuussa 2019 siten, että eonia on €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä. Niinpä eoniakorko mukaili ja tulee jatkossakin mukaillemaan €STR-korkoa. Eoniakoron käyttö päättyi 3.1.2022. Uuden €STR-viitekoron siirtymäaikana eoniakoron käyttö uusissa keskusvastapuolten välityksellä selvitettävissä johdannaissopimuksissa päättyi 18.10.2021. EKP:n ohjauskorot eli talletusmahdollisuuden, perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusluoton korot pysyivät tarkastelujakson aikana ennallaan.

⁵⁸ Varantovelvoitteen ylittävien talletusten kaksiportaista korkojärjestelmää selvitetään tarkemmin EKP:n verkkosivulla.

⁵⁹ Enintään vähimmäisvarantovelvoitteiden ja vapautetun kiintiön summa, joka on yhtä kuin kuusi kertaa vähimmäisvarantovelvoite.

6 Talousnäkyviä koskeva EKP:n viestintä vertailevassa tarkastelussa

Talousnäkyviä koskeva EKP:n viestintä on muuttunut huomattavasti viimeisten 20 vuoden aikana. Tässä kehikossa tarkastellaan, miten EKP:n viestintä talousnäkyvien taustatekijöistä ja niihin liittyvistä käsitteistä on kehittynyt keskuspankin vuonna 1998 alkaneen toiminnan aikana ja vertaillaan EKP:n viestintää Yhdysvaltain keskuspankin johtokunnan ja Englannin pankin viestintään vuosina 2015-2019. Viimeiseksi tarkasteluvuodeksi on valittu 2019, jotta tuloksiin eivät vaikuta koronaviruspandemiaan liittyvät toimet tai Yhdysvaltain keskuspankin ja EKP:n toteuttamat rahapolitiikan strategian uudelleenarvioinnit. Tässä kehikossa käsitellään vain tiettyä osaa EKP:n viestinnästä. Laajempi tarkastelu on tämän Talouskatsauksen artikkelissa ”ECB communication with the wider public”, jossa myös kuvataan EKP:n äskettäisen strategian uudelleenarvioinnin yhteydessä tehtyjä havaintoja.⁶⁰

Vuonna 2015 EKP:n säännölliseen talousnäkyviä koskevaan viestintään tehtiin kaksi merkittävää muutosta. Ensiksikin EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokousten tiheyttä muutettiin siten, että ne pidetään kuuden viikon välein aiemman neljän viikon sijasta. Toiseksi ryhdyttiin julkaisemaan selontekoja EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokouksista. Nämä muutokset toisaalta vähensivät riskiä siitä, että liian tiheää viestintää pidetään haitallisena hälynä, ja toisaalta paransivat EKP:n päätöksentekomenettelyyn liittyvää avoimuutta ja tilivelvollisuutta. Molemmat muutokset lähensivät EKP:n menettelytapoja Yhdysvaltain keskuspankin rahapoliittisen päätöksenteon käytäntöihin. Vaikka EKP:n virallinen viestintä talousnäkymistä on supistunut vuotuisesta kahdestatoista katsauksesta (aiempi Kuukausikatsaus) kahdeksaan (nykyinen Talouskatsaus), EKP:n pääekonomistin viestintä, joka käsittää talousnäkyviä koskevia puheita ja esityksiä suurelle yleisölle (kuvio A, kohta a), on viimeisten 20 vuoden aikana runsastunut. Lisäksi EKP:n pääekonomisti piti huomattavasti enemmän puheita talousnäkymistä kuin Englannin pankin pääekonomisti tai Yhdysvaltain keskuspankin varapääjohtaja (kuvio A, kohta b) vuosina 2015-2019.⁶¹

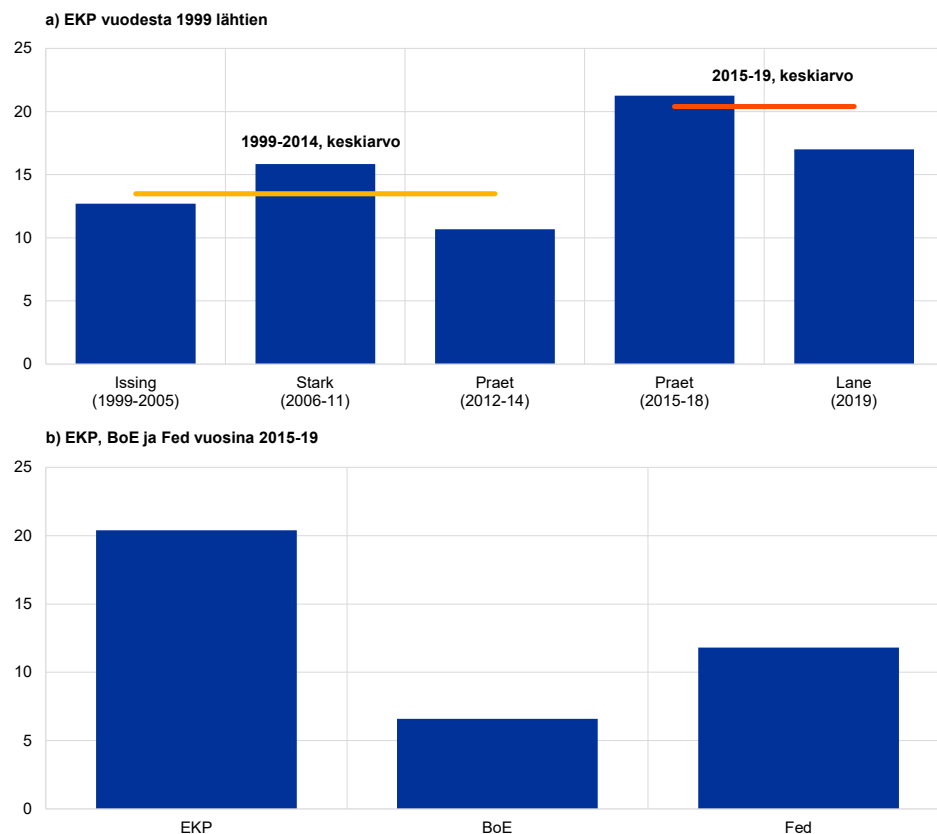
⁶⁰ Ks. tämän Talouskatsauksen artikkeli ”ECB communication with the wider public” ja K. Assenmacher, G. Glöckler, S. Holton ja P. Trautmann, ”Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world”, Workstream on monetary policy communications, Occasional Paper -sarjan julkaisu nro 274, EKP, syyskuu 2021.

⁶¹ Englannin pankin osalta analyysissä keskitytään pääekonomistin puheisiin. Mikäli olisi lisäksi otettu huomioon myös vastuuasemaltaan enemmän EKP:n pääekonomistia vastaavan varapääjohtajan puheet, tulokset eivät muuttuisi olennaisesti.

Kuvio A

EKP:n pääekonomistin talousnäkymistä pitämien puheiden määrä

(vuotuinen keskiarvo)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdassa a), jossa johtokunnan jäsen vaihtui vuoden aikana (eli vuonna 2006 Issing/Stark ja vuonna 2019 Praet/Lane), kaikki puheet on sisällytetty uuden jäsenen vuotuiseseen keskiarvoon. Kohdassa b) Yhdysvaltain keskuspankin varapääjohtaja (Fischer, Clarida) on tulkittu EKP:n pääekonomistia (Praet, Lane) ja Englannin pankin pääekonomistia (Haldane) vastaavaksi. "BoE" on Englannin pankki ja "Fed" Yhdysvaltain keskuspankki.

Talousnäkyviä koskevan EKP:n viestinnän luettavuus on parantunut vuoden 2008 jälkeen.

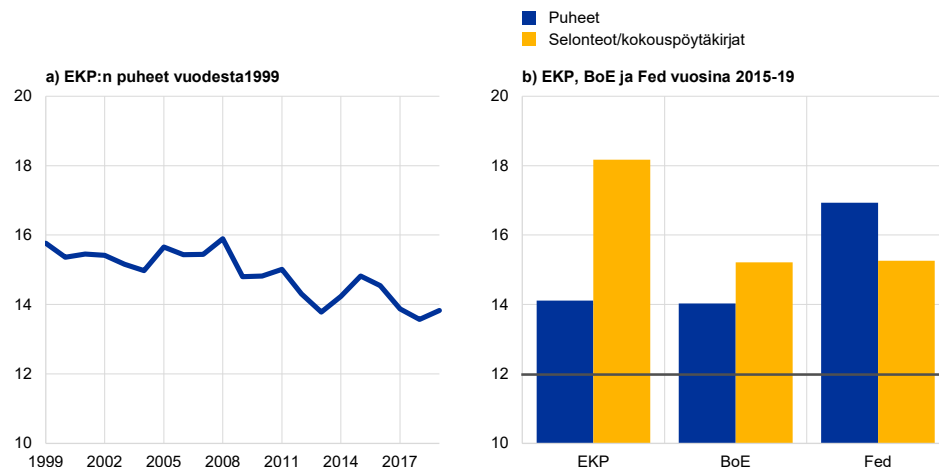
Tätä havainnollistaa kuvion B kohdassa a esitetty koulutusvuosien määrä, joka vaaditaan talousnäkyviä koskevien EKP:n puheiden ymmärtämiseen. Sen perusteella näissä puheissa käytetty kieli on ajan myötä tullut helppolukuisemmaksi. Tämä koskee kaikkia EKP:n puheita, myös muita aiheita kuin talousnäkyviä käsitteleviä.⁶² Talousnäkyviä koskevien EKP:n puheiden luettavuus on vastaava kuin Englannin pankin samaa aihetta käsittelevien puheiden. Yhdysvaltain keskuspankin puheet puolestaan ovat tällä muuttujalla mitattuna jonkin verran vaikeampia ymmärtää kuin EKP:n (kuvio B, kohta b). Toisaalta vuodesta 2015 lähtien julkaistujen EKP:n rahapoliittisten selontekojen luettavuus on Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean tai Englannin pankin rahapoliittisen komitean kokouspöytäkirjoihin verrattuna olennaisesti huonompi. EKP:n selonteot on suunnattu asiantuntijoille, ja tämän tarkastelun perusteella ne todella ovatkin suurelle yleisölle vaikeampia ymmärtää.

⁶² Ks. tämän Talouskatsauksen artikkeli "ECB communication with the wider public".

Kuvio B

Talousnäkyä koskevien puheiden ja selontekojen/kokouspöytäkirjojen luettavuus

(indeksi)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Vuosien 2015-2019 osalta käytetty Flesch-Kincaid Grade Level –mittaria, jonka arvo kuvaa tekstin ymmärtämiseen vaadittavien koulutusvuosien määrää. Mitä korkeampi mittarin arvo on, sitä vaikeammin ymmärrettävä teksti on. Jos mittarin arvo on yli 12, ymmärtämiseen vaaditaan enemmän kuin toisen asteen koulutus. "BoE" on Englannin pankki ja "Fed" Yhdysvaltain keskuspankki.

Talousnäkyä koskevan EKP:n viestinnän muutoksissa kuvastuu myös

uusien teoreettisten käsitteiden käyttöönotto.

Kuvion C kohdassa a esitettyjen termien esiintyvyys ("output gap" eli tuotantokuilu, "Phillips curve" eli Phillipsin käyrä, "unemployment" eli työttömyys ja "slack" eli käyttämätön kapasiteetti) kasvoi selvästi euron käyttöönoton toisella vuosikymmenellä. Vastaavasti viimeisten kymmenen vuoden aikana sanan "money" (raha) esiintyvyys kääntyi selvästi laskuun. Tämä kertoo euroalueella tapahtuneesta muutoksesta kasvun ja inflaation tulkinnessa ja mittaamisessa, jossa entistä tärkeämmäksi on tullut kapasiteetin käyttöasteen sekä palkka- ja hintapaineiden indikaattorien välinen suhde.⁶³ EKP:n puheissa havaittu "money"-sanan väheneminen sekä "unemployment"- ja "slack"-sanojen runsastuminen käy ilmi myös EKP:n johtokunnan jäsenten pitämistä puheista (kuvio C, kohta a).

Kaksi keskeistä eroavaisuutta, jotka havaittiin EKP:n ja muiden keskuspankkien viestinnässä, liittyvät rahapolitiikan strategioiden erilaisuuteen.

Ensiksikin kuvion C kohdasta b käy ilmi, että "unemployment"- tai "slack"-sanoja esiintyy vähemmän EKP:n johtokunnan jäsenten puheissa kuin Englannin pankin tai Yhdysvaltain keskuspankin edustajien puheissa. Sinänsä ne ovat puheissa yleisimmin esiintyvät aiheet. Yhdysvaltain keskuspankin kohdalla tämä kuvastaa täystyöllisyyden merkitystä sen kahtalaisen tavoitteen osana. "Output gap"- tai "Phillips curve" –termien käyttö on samanlaista kaikissa kolmessa keskuspankissa. Tämän perusteella voidaan todeta, että vaikka EKP käytti näitä käsitteitä harvemmin aikaisemmassa viestinnässään, niitä käytetään nykyään yhtä usein kuin Englannin pankin ja Yhdysvaltain keskuspankin viestinnässä. Toiseksi EKP:n puheissa esiintyy "money"-sana useammin kuin Yhdysvaltain keskuspankin

⁶³ Ks. myös P. Hartmann ja F. Smets, "The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2219, EKP, joulukuu 2018.

tai Englannin pankin puheissa, mikä saattaa kuvastaa rahatalouden analyysin keskeistä merkitystä EKP:n rahapolitiikan strategiassa.

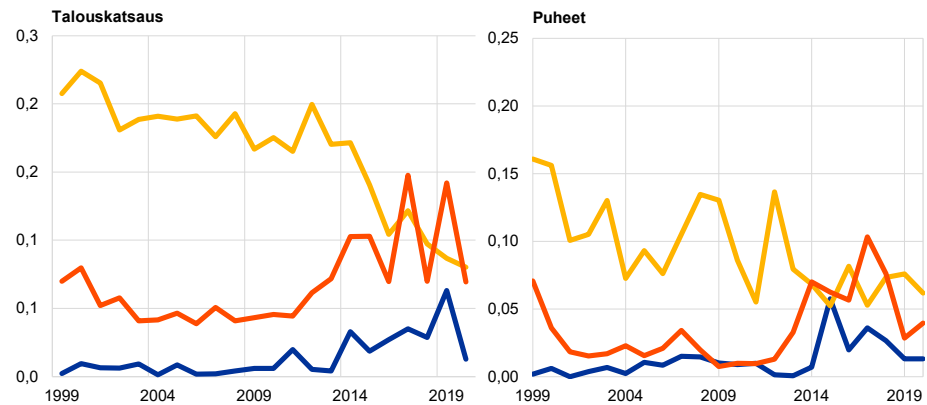
Kuvio C

Eri aiheisiin liittyvien sanojen frekvenssit keskuspankkien viestinnässä

a) Frekvenssit EKP:n viestinnässä

(prosenttiosuuksia sanojen kokonaismäärästä)

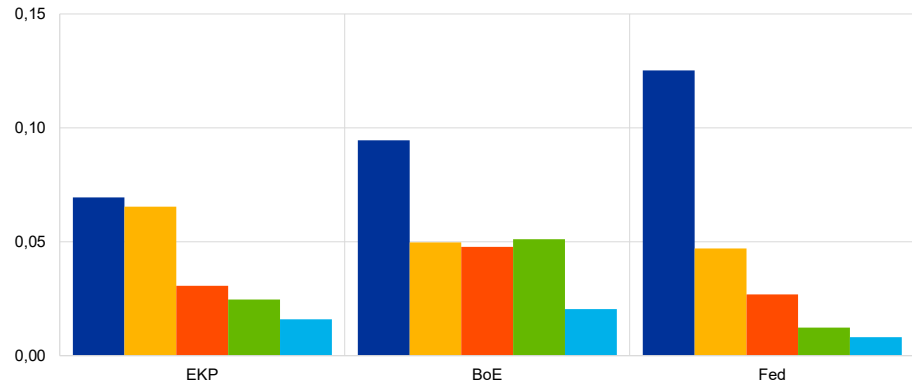
- "Output gap" ja "Phillips curve"
- "Money"
- "Unemployment" ja "slack"



b) Frekvenssit kaikkien keskuspankkien puheissa

(prosenttiosuuksia sanojen kokonaismäärästä)

- "Unemployment" ja "slack"
- "Money"
- "Output gap" ja "Phillips curve"
- "Climate"
- "Inequality"



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Kunkin sanan tai termin frekvenssi on sen esiintymismäärä jaettuna kyseisenä vuonna julkaistujen sanojen kokonaismäärällä. "BoE" on Englannin pankki ja "Fed" Yhdysvaltain keskuspankki.

Viittaukset eriarvoisuuteen ("inequality") ovat samankaltaisia kaikkien kolmen keskuspankin viestinnässä. Myös ilmastonmuutos on usein esiintyvä aihe.

Vaikka eriarvoisuus käsitteenä on noussut ajan kuluessa enemmän esiin useimmissa keskuspankeissa, EKP vaikuttaa antavan aiheelle samassa määrin huomiota kuin Yhdysvaltain keskuspankki ja Englannin pankki. Keskustelua ilmastonmuutoksesta vaikuttaa esiintyvän useammin Englannin pankin puheissa kuin EKP:n tai Yhdysvaltain keskuspankin puheissa.

Tekstianalyysissa korostetaan niin sanottujen narratiivien merkitystä talousennusteita koskevassa viestinnässä.

Sharpe ym. tutkivat artikkelissaan Yhdysvaltain keskuspankin talousennusteista analysoituja narratiiveja ja toteavat, että niissä ilmaistut sentimentit korreloivat vahvasti tulevan talouskehityksen kanssa – positiivisesti BKT:hen nähden ja negatiivisesti työttömyyteen ja inflaatioon nähden. Lisäksi sentimenttien todettiin välittävän lisätietoa: ne ennustavat virheitä sekä Yhdysvaltain keskuspankin että yksityisen sektorin tekemissä ennusteissa BKT:stä ja työttömyydestä jopa neljän vuosineljänneksen päähän.⁶⁴ Artikkelissa todetaan sentimenttien ennustekyvyn selittyvän signaalivaikutuksella eli sillä, että ne toimivat signaalina talouskehityksen heikkenemisriskistä. Myös rahapolitiikan osalta talousennusteiden sentimenttien ennustekyky vaikuttaa olevan merkittävä. Yhdysvaltain keskuspankin Tealbook-tekstissä optimistisempi sävy ennakoii odotettua korkeampaa ohjauskorkoa jopa neljän vuosineljänneksen päähän.⁶⁵ Samaan tapaan Jones ym. toteavat Englannin pankin neljännesvuosittaisesta inflaatioreportista, että siihen sisältyvä tuotannon kasvuennusteita kvalitatiivisesti käsittelevä osio sisältää tietoa, joka parantaa pankin kvantitatiivisia pikaennusteita ja seuraavaa vuosineljännestä koskevia ennusteita.⁶⁶

Yllä esitetty havainnollistaa sitä, miten ennusteisiin liittyvä kvalitatiivinen käsittely (eli ”narratiivi”) sisältää kvantitatiivista analyysia täydentävää lisätietoa taloudesta.

Tämä korostaa talousnäkyviä koskevan viestinnän selkeyden ja informatiivisuuden merkitystä, mikä on myös EKP:n viimeaikaisessa strategian uudelleentarkastelussa jälleen vahvistettu prioriteetti.⁶⁷ Uuden tiedon jatkuva virta tarkoittaa, että myös EKP:n talouden näkyviä koskevaa narratiivia on jatkuvasti päivitettävä, ja siihen tarvitaan laaja valikoima taloudellisia malleja, työkaluja ja kyselytutkimuksia.

⁶⁴ Ks. S. Sharpe, N. Sinha ja C. Hollrah, "The Power of Narratives in Economic Forecasts", *Finance and Economics Discussion Series*, nro 2020-001, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020.

⁶⁵ Yhdysvaltain keskuspankin Tealbook-julkaisun nimi on "Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy". "Tealbook"-nimitystä alettiin käyttää sen jälkeen, kun "Bluebook" ja "Greenbook" yhdistettiin kesäkuussa 2010.

⁶⁶ Ks. J. Jones, T. Sinclair ja H. Stekler, "A textual analysis of Bank of England growth forecasts", *International Journal of Forecasting*, vol. 36(4), 2020, s. 1478-1487. Vastaavia tietoja Espanjan keskuspankista on artikkelissa N. Sobrino, C. Ghirelli, S. Hurtado, J. Pérez ja A. Urtasun, "The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports", *Applied Economics*, marraskuu 2021.

⁶⁷ Ks. Talouskatsauksen 5/2021 artikkeli "[An overview of the ECB's monetary policy strategy](#)".

Toimitusketjujen häiriöiden syyt ja niiden vaikutukset euroalueen tehdasteollisuuteen

Euroalueen elpyminen on vuoden 2021 aikana kärsinyt kasvavassa määrin maailmanlaajuisista toimitusketjujen häiriöistä. BKT:n kasvu sai vuonna 2021 tukea etupäässä liike-elämän palvelujen elpymisestä, kun taas teollisuudessa ja rakennusalaalla kasvu jäi vaisummaksi välituotteiden ja laitteiden tuontivajeen vuoksi. Maailmanlaajuiset toimitusketjuhäiriöt ovat johtuneet useista toisiinsa vaikuttavista tekijöistä, jotka voidaan jakaa viiteen pääryhmään: 1) teollisuustuotteiden globaalin kysynnän voimakas ja odotettua nopeampi elpyminen, 2) tiettyjen puolijohdekomponenttien tarjontavaje, 3) kuljetusalan logistiikkahäiriöt, jotka liittyvät pääosin konttialusliikenteeseen, 4) tiukat sulkutoimet eräissä keskeisissä välituotteiden tuottajamaissa Aasiassa sekä 5) puolijohdetuotannon ja alusten toimituskapasiteetin lisäämiseen tarvittava aika.

Globaalin kysynnän voimakkaan elpymisen ja toimitusvajeiden välinen epätasapaino on ollut vakavampi ja pitkäkestoisempi kuin alkujaan odotettiin.

Kun etätöihin joutuneet kotitaloudet ja internetvalmiuksiaan ja verkkoyhteyksiään päivittävät yritykset ovat lisänneet huipputekniikan globaalia kysyntää ja koronaviruspandemia on samaan aikaan aiheuttanut tarjontahäiriöitä, puolijohteiden tarjontaan on syntynyt kriisi, joka on haitannut erityisesti autoteollisuutta.⁶⁸ Yhtä merkittävää on se, että pandemia aiheutti huomattavan sokin myös konttialusliikenteelle. Maailmankaupan romahtaessa huhtikuussa 2020 rahtialukset eivät pystyneet liikennöimään täydellä kapasiteetillaan, ja sulkutoimien myötä länsimaiden satamiin kasautui runsaasti kontteja. Kesän 2020 jälkeen globaali kysyntä piristyi jälleen, mutta tavarakuljetukset Aasiasta Yhdysvaltoihin ja Eurooppaan kärsivät konttipulasta, ja lisäksi useat alukset pääsivät määränpäähänsä paljon aikataulustaan myöhässä (eikä asiaa auttanut massiivisen konttialuksen juuttuminen Suezin kanavaan). Tästä kaikesta seurasi huomattavia tarjontakapeikkoja. Yhdistyneiden kansakuntien kauppa- ja kehitysjärjestö UNCTAD:n mukaan konttialusten keskimääräinen satamassaoloaika vuoden 2021 alkupuoliskolla oli 11 % pitempi kuin pandemiaa edeltäneinä vuosina 2018–2019 keskimäärin. Euroopassa ruuhkat, aikatauluviiveet ja infrastruktuurin asettamat rajoitukset johtivat siihen, että keskimääräiset satamassaoloajat kasvoivat Saksan (42 %) ja Ranskan (25 %) satamissa vuosien 2018 ja 2019 keskiarvoihin verrattuna huomattavasti, jopa enemmän kuin Yhdysvalloissa. Toisaalta Belgiassa, Italiassa ja Alankomaissa muutokset olivat lähempänä maailmanlaajuisia keskiarvoja (kuvio A). Toinen tarjontakapeikkoja pahentanut ongelma oli sulkutoimien uusiutuminen koronaviruksen deltamuunnoksen levitessä joissakin Aasian-Tyynenmeren alueen maissa (kuten Malesiassa, Singaporessa, Thaimaassa ja Vietnämässä), jotka ovat puolijohdesirujen keskeisiä tuottajamaita. EKP:n yrityssektorin kontakteilta saatujen

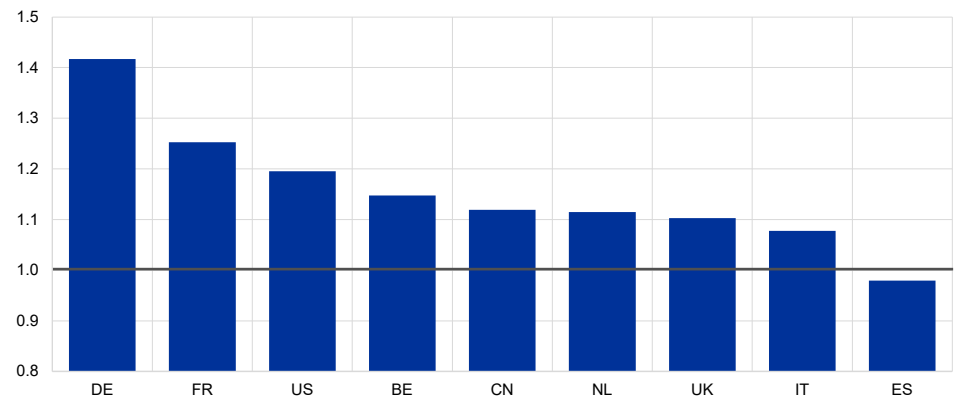
⁶⁸ Lisätietoja puolijohdeteollisuuden tilanteen kehityksestä on Talouskatsauksen 3/2021 kehikossa "[What is driving the recent surge in shipping costs?](#)", Talouskatsauksen 4/2021 kehikossa "[Puolijohdekomponenttien puutteen vaikutukset euroalueen kauppaan, tuotantoon ja hintoihin](#)", Euroopan komission syksyn 2021 talousennusteen "Special Issues" -osiossa sekä Kansainvälisen järjestelypankin julkaisussa "Bottlenecks: causes and macroeconomic implications", *BIS Bulletin*, nro 48, BIS, 2021.

tietojen perusteella sekä puolijohdevalmistajien että rahtialusten kapasiteetin odotetaan pysyvän niukkana vuoteen 2023 asti.⁶⁹

Kuvio A

Konttialusten satamassaoloajan mediaani vuoden 2021 alkupuoliskolla verrattuna vuosien 2018–2019 keskiarvoon

(suhdeluku)



Lähteet: UNCTAD (Yhdistyneiden kansakuntien kauppaa- ja kehitysjärjestö) ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat. Huom. Tuorein havainto on kesäkuulta 2021.

Normaaliaikoina tuotannon kasvuun liittyy yleensä toimitusaikojen

pidentyminen ja varastojen supistuminen.

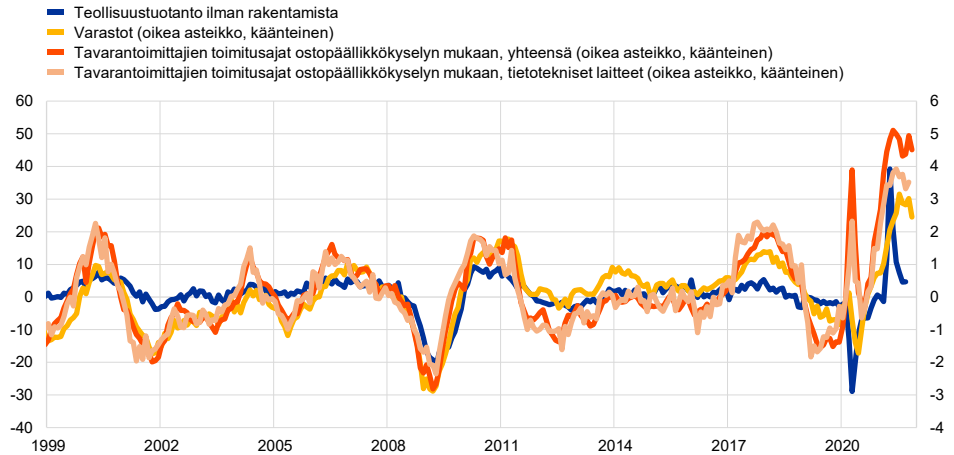
Ennen pandemiaa tärkein vaikuttava mekanismi oli se, että kysynnän kasvu johtaa tuotannon kasvuun viivyttämällä tavaroiden toimitusta yrityksille ja supistamalla varastoja. Globalisaation mahdollistama tehokas voimavarojen kohdentaminen auttaa kuitenkin parantamaan toimitusprosesseja ja nopeuttamaan toimitusaikoja. Vuoden 2020 jälkipuoliskolta alkaen toimitusaikoja ovat pidentäneet paitsi voimakas kysyntä myös tarjontakapeikat, jotka aiheuttavat vakavia viiveitä jopa siinä määrin, että ne saattavat johtaa tuotannon supistumiseen (kuvio B). Tarjontakapeikkojen aiheuttaman raaka-aine- ja laitepulan vuoksi euroalueen yritykset eivät pystyneet vastaamaan riittävän voimakkaasti teollisuustuotteiden kysynnän elpymiseen, mistä puolestaan seurasi varastojen supistuminen kaikilla talouden sektoreilla (kuvio C). Tätä uutta kehityskulkua voidaan käyttää hyväksi arvioitaessa, missä määrin tarjontakapeikat ovat syynä euroalueen teollisuustuotannon heikkouteen.

⁶⁹ Yritysten näkemyksiä toimitushäiriöiden jatkumisesta on selostettu Talouskatsauksen 7/2021 kehikossa "[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)".

Kuvio B

Euroalueen teollisuustuotanto, tavarantoimittajien toimitusajat ja varastot

(vasen asteikko: vuotuinen kasvuvauhti, oikea asteikko: z-arvot)



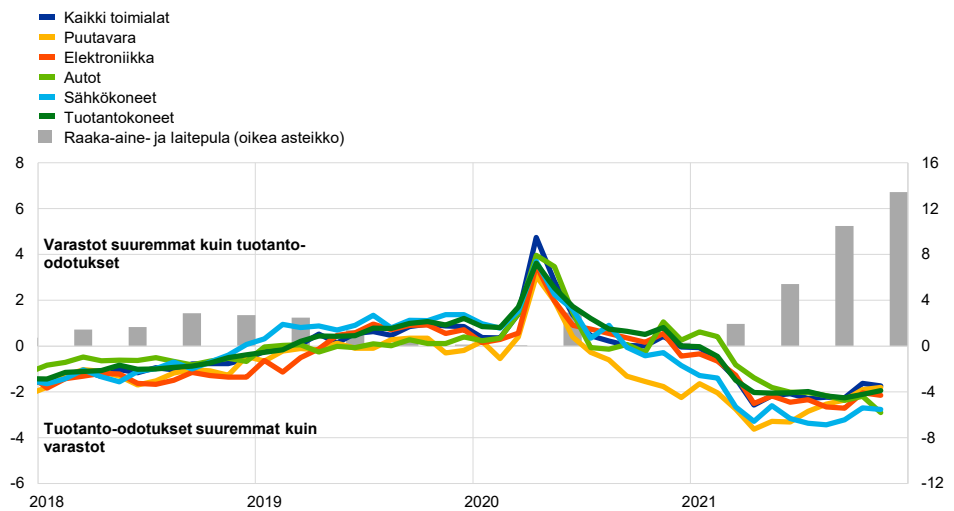
Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio, IHS-Markit ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Kullekin indikaattorille lasketaan z-arvo vähentämällä indikaattorin arvosta sen keskiarvo ja jakamalla saatu erotus indikaattorin vuosille 1999–2019 lasketulla keskihajonnalla. Tuoreimmat havainnot ovat syyskuulta 2021 (teollisuustuotanto), lokakuulta 2021 (ostopäällikkökyselyn mukaiset tavarantoimittajien toimitusajat tietoteknisille laitteille) ja marraskuulta 2021 (ostopäällikkökyselyn mukaiset tavarantoimittajien toimitusajat kokonaisuudessaan ja varastot).

Kuvio C

Euroalueen varastot suhteessa tuotanto-odotuksiin sektoreittain sekä raaka-aine- ja laitepula

(z-arvot)



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

Huom. Kullekin indikaattorille lasketaan z-arvo vähentämällä indikaattorin arvosta sen keskiarvo ja jakamalla saatu erotus indikaattorin vuosille 1999–2019 lasketulla keskihajonnalla. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2021 (varastot suhteessa tuotanto-odotuksiin) ja marraskuulta 2021 (raaka-aine- ja laitepula).

Sekä toimitusaikojen että teollisuustuotannon kehityksen tärkeimpien taustatekijöiden suhteellista merkitystä voidaan tutkia rakenteellisen vektoriautoregressiomallin (SVAR-mallin) avulla.

Mallissa määritetään erityisesti kysynnän, korkotason, rahoitusmarkkinoiden sokkien, kustannussokkien ja negatiivisten tarjontasokkien vaikutukset käyttäen YKHI-inflaatiota, teollisuustuotantoa (ilman rakentamista), 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorkoa,

yritysten joukkolainojen tuottoeroja ja ostopääällikkökyselyn mukaisia tavarantoimittajien toimitusaikoja.

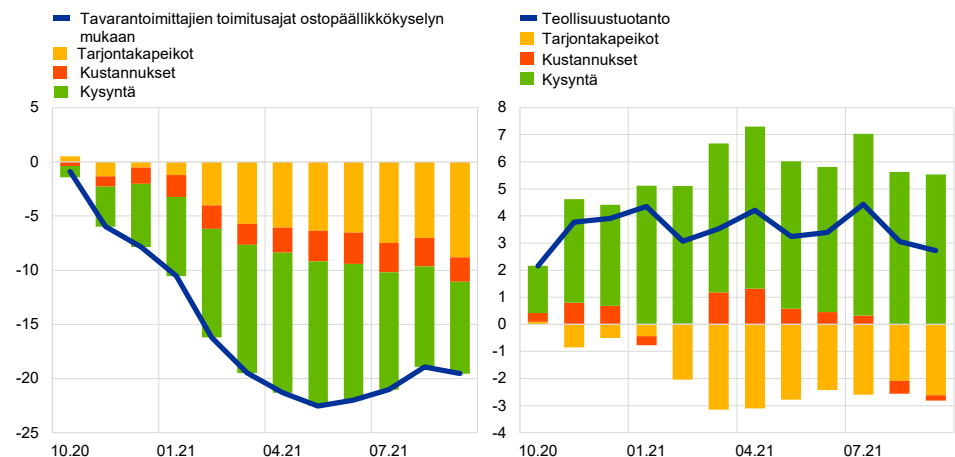
Mallin perusteella tarjontakapeikat ovat huomattavasti rajoittaneet

teollisuustuotantoa vuoden 2021 aikana. Mallin mukaan lokakuusta 2020 syyskuuhun 2021 noin 45 % ostopääällikkökyselyn mukaisten tavarantoimittajien toimitusaikojen muutoksista euroalueella johtui kokonaiskysynnän vaikutuksesta (eli kysynnän, korkotason ja rahoitusmarkkinoiden sokkien yhteenlasketusta vaikutuksesta), noin 45 % tarjontakapeikoista ja noin 10 % muuntyyppisistä kustannussokeista (kuvion D vasen asteikko). Kysynnän, tarjontakapeikkojen ja kustannussokeiden vaikutus teollisuustuotantoon esitetään kuvion D oikeassa asteikossa. Kun muiden tekijöiden oletetaan pysyneen ennallaan, tarjontakapeikkojen arvioidaan supistaneen euroalueen teollisuustuotantoa lokakuusta 2020 syyskuuhun 2021 kumulatiivisesti noin 2,6 % verrattuna skenaarioon, jossa kapeikkoja ei olisi esiintynyt.⁷⁰

Kuvio D

Negatiivisten tarjontasokkien vaikutus euroalueen teollisuustuotantoon ja ostopääällikkökyselyn mukaisiin tavarantoimittajien toimitusaikoihin

(vasen asteikko: diffuusioindeksi, laskettu poikkeamana perusskenaariosta; oikea asteikko: kumuloiu poikkeama perusskenaariosta prosentteina lokakuusta 2020 syyskuuhun 2021)



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

Huom. Mallissa esitetään kokonaiskysynnän (kysyntä, korkotaso ja rahoitusmarkkinoiden sokit) sekä kustannus- ja negatiivisten tarjontasokkien vaikutukset käyttäen YKHI-inflaatiota, teollisuustuotantoa (ilman rakentamista), 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorkoa, yritysten joukkolainojen tuottoeroja ja ostopääällikkökyselyn mukaisia tavarantoimittajien toimitusaikoja. Malli perustuu euroalueen aggregoituihin tietoihin tammikuusta 1999 syyskuuhun 2021, ja sokit määritetään menetelmällä, jota J. Antolín-Díaz ja J. F. Rubio-Ramírez ovat käyttäneet artikkelissaan "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, nro 108, 2018, s. 2802–2829. Oletetut etumerkkirajoitteet sokkiajankohtana ovat seuraavat: Kysyntäsokeissa YKHI-inflaatio (+), teollisuustuotanto (+), 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko (+), yritysten joukkolainojen tuottoerot (-) ja ostopääällikkökyselyn mukaiset tavarantoimittajien toimitusajat (-). Korkosokeissa YKHI-inflaatio (-), 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko (+) ja yritysten joukkolainojen tuottoerot (+). Rahoitusmarkkinoiden sokeissa teollisuustuotanto (-) ja yritysten joukkolainojen tuottoerot (+). Kustannussokeissa YKHI-inflaatio (+) ja teollisuustuotanto (-). Negatiivisissa tarjontasokeissa YKHI-inflaatio (+), teollisuustuotanto (-) ja ostopääällikkökyselyn mukaiset tavarantoimittajien toimitusajat (-). Oletetut narratiiviset rajoitteet ovat seuraavat: 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorkoa koskevien tammikuun 2015 ennustevirheiden katsotaan johtuneen ennen kaikkea rahapolitiisista sokeista, yritysten joukkolainojen tuottoeroja koskevien heinäkuun 2007 ennustevirheiden suurimpana syynä pidetään rahoitusmarkkinoiden sokeja, ja ostopääällikköindeksin mukaisten tavarantoimittajien toimitusaikojen osalta huhtikuun 2020 ja maaliskuun 2021 ennustevirheiden katsotaan johtuvan pääosin negatiivisista tarjontasokeista. Oletuksena on myös, että kaikki rahoitusmarkkinoiden sokit olivat etumerkillään positiivisia syys-lokakuussa 2008 ja että kaikki kysyntäsokeet olivat etumerkillään negatiivisia maaliskuun huhtikuussa 2020.

⁷⁰ Myös vienti on kärsinyt voimakkaasti tarjontakapeikoista, kuten Talouskatsauksen 6/2021 kehikossa "Tarjontarajoitteiden vaikutus maailmankauppaan" selostetaan. Lisätietoa tarjontasokkien vaikutuksesta globaaliin teollisuustuotantoon ja kauppaan on tämän Talouskatsauksen kehikossa 1, "Toimitusketjujen häiriöt ja niiden vaikutus maailmantalouteen".

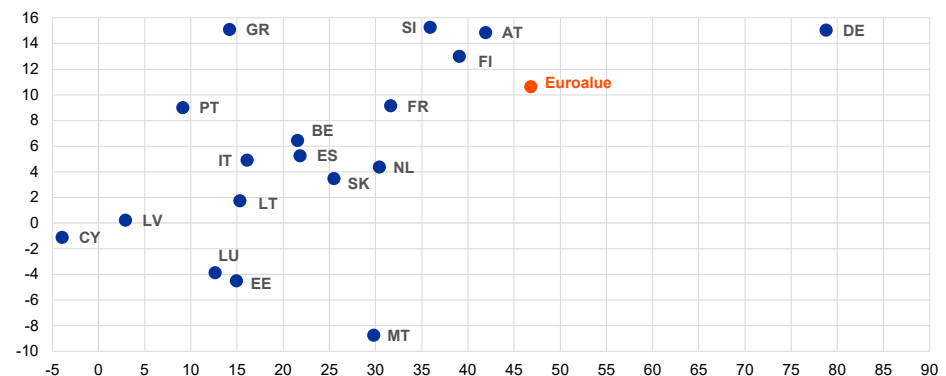
Helmikuuhun 2021 mennessä tarjontakapeikkojen vaikutus teollisuustuotantoon alkoi näkyä yhä selvemmin. Vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä saatavilla olevat kyselyindikaattorit viittaavat siihen, että vaikutus ei todennäköisesti ehtinyt tasoittua viimeiseen vuosineljännekseen mennessä. Koska teollisuus ilman rakentamista muodostaa noin 20 % euroalueen koko arvonlisäyksestä, edellä esitetyt arviot merkitsevät, että BKT:n kasvu vuonna 2021 olisi ollut noin 0,5 % suurempi ilman tarjontakapeikkoja. Tätä voidaan pitää vähimmäisarviona, sillä vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä tarjontakapeikot vaikuttivat edelleen tuotantoon samoin kuin rakentamiseen ja liike-elämän palveluihin.

Negatiivisten tarjontasokkien vaikutukset saattavat jatkua vielä pitkälti vuonna 2022. Puolijohdepula, pandemiatilanteen huononeminen Aasiassa ja konttisatamien tämänhetkiset ruuhkat eivät todennäköisesti helpota merkittävästi, mikä viittaa siihen, että euroalueen talous kärsii tulevina kuukausina edelleen näistä sokeista ja että negatiivisten tarjontasokkien vaikutus saattaa jatkua pitkälle vuoteen 2022, kuten myös EKP:n kontaktit yrityssectorilla ovat korostaneet. Euroopan komission lokakuussa 2021 toteuttamien yritys- ja kuluttajakyselyjen mukaan yritykset odottivat raaka-ainepulan pahenevan entisestään seuraavien kolmen kuukauden aikana kaikissa euroalueen maissa muutamaa pientä maata lukuun ottamatta (kuvio E). Mitä suurempi osa vastaajista vahvisti, että heidän yrityksensä kärsivät raaka-aine- ja laitepulasta pitkän aikavälin keskiarvoonsa verrattuna, sitä suurempi osa vastaajista odotti myös tilanteensa huononevan entisestään, mikä vahvistaa kokonaisarvion tarjontakapeikkojen jatkumisesta ja pitkittymisestä.

Kuvio E

Euroalueen maiden odotukset raaka-aine- ja laitepulasta vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä

(X-akseli: prosenttiosuus vastaajista, tasoista vähennetty historiallinen keskiarvo de-meaning-prosessilla; y-akseli: prosenttiosuus vastaajista, ero vuoden 2021 kolmanteen neljännekseen verrattuna)



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

Huom. Kunkin indikaattorin arvot on laskettu vähentämällä indikaattorin vuosien 1999–2019 keskiarvo kunkin talouden osalta. Tuorein havainto on lokakuulta 2021.

Finanssipolitiikka vuonna 2022 – vuoden 2022 alustavat talousarviosuunnitelmat tarkastelussa

Euroopan komissio julkaisi 24.11.2021 lausuntonsa euroalueen hallitusten vuoden 2022 alustavista talousarviosuunnitelmista.⁷¹

Lausunnoissa tarkastellaan ennen kaikkea sitä, noudatetaanko suunnitelmissa 18.6.2021 julkaistuja neuvoston suosituksia, joissa jäsenvaltioille suositellaan eriytettympää finanssipolitiikkaa vuodelle 2022. Neuvosto suositteli, että alhaisen tai keskisuuren velkatason jäsenvaltiot noudattavat tai pitävät yllä kasvua tukevaa finanssipolitiikan mitoitusta vuonna 2022 ja että voimakkaasti velkaantuneet jäsenvaltiot käyttävät elpymis- ja palautumistukivälinettä (RRF) rahoittamaan lisäinvestointeja elpymisen tukemiseksi ja harjoittavat maltillista finanssipolitiikkaa. Neuvosto suositteli kaikille jäsenvaltioille kansallisesti rahoitettujen investointien jatkamista. Komission arvioinnissa alustavista talousarviosuunnitelmista otetaan huomioon, että vakaus- ja kasvusopimuksen yleistä poikkeuslauseketta käytetään edelleen vuonna 2022. Poikkeuslausekkeen käytön odotetaan loppuvan vuonna 2023.⁷²

Nykyisessä taloustilanteessa vallitsevaa finanssipolitiikan suuntausta kuvaavan mukautetun indikaattorin perusteella euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen ennustetaan pysyvän kasvua tukevana vuosina 2021 ja 2022.

Komissio käyttää arvionsa tukena tarkistettua finanssipolitiikan mitoituksen mittaria, joka kehitettiin tämänhetkisen kriisin ja siihen liittyvien kansallisten ja unionin tasoisten finanssipoliittisten toimenpiteiden valossa.⁷³ Finanssipolitiikan mitoituksen mittarissa otetaan ensinnäkin huomioon elpymis- ja palautumistukivälineestä ja muista EU:n rahastoista rahoitetut menot, joilla annetaan taloudelle kasvusysäys mutta joita ei kirjjata jäsenvaltioiden rahoitusjäämiin. Toiseksi siitä on jätetty pois kriisin johdosta toteutetut väliaikaiset hätätoimenpiteet. Komission syksyn 2021 ennusteessa, joka sisältää vuoden 2022 alustavat talousarviosuunnitelmat, tähän finanssipolitiikan mitoituksen määritelmään perustuva finanssipolitiikan kevennys on suuruudeltaan noin 1,75 % BKT:stä vuonna 2021, kun taas vuodelle 2022 odotetaan lähes 1 prosentin suuruista lisäkevennystä suhteessa BKT:hen.⁷⁴

Komission arvion mukaan yksittäiset alustavat talousarviosuunnitelmat ovat pitkälti linjassa neuvoston 18.6.2021 antamien finanssipoliittisten suositusten

⁷¹ Euroopan komissio (2021), "Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle ja Euroopan keskuspankille: Vuoden 2022 alustavien talousarviosuunnitelmien kokonaisarviointi".

⁷² Poikkeuslauseke lisättiin vakaus- ja kasvusopimukseen osana ns. six pack -uudistusta vuonna 2011. Lauseke voidaan ottaa käyttöön, mikäli esiintyy epätavallinen tapahtuma, johon asianomainen jäsenvaltio ei itse voi vaikuttaa ja jolla on huomattava vaikutus maan julkisen talouden rahoitusasemaan, tai mikäli euroalueen tai koko unionin talous heikkenee vakavasti. Kun lauseke otetaan käyttöön, jäsenvaltiot voivat poiketa väliaikaisesti sekä vakaus- ja kasvusopimuksen ennalta ehkäisevään osaan että sen korjaavaan osaan sisällytyistä julkisen talouden sopeutusvaatimuksista, kunhan se ei vaaranna julkisen talouden kestävyyttä keskipitkällä aikavälillä.

⁷³ Komissio laskee finanssipolitiikan mitoituksen tarkastelemalla nettomenojen vuotuista kasvua suhteessa 10 vuoden potentiaaliseen kasvuun. Vuoden 2021 vakausohjelmia koskevien neuvoston suositusten johdosta finanssipolitiikan kokonaismitoitusta laskettaessa käytettyä nettomenojen kokonaisuutta mukautettiin siten, että siihen sisällytettiin elpymis- ja palautumistukivälineen avustuksilla ja muilla EU:n varoilla rahoitetut menot ja siitä jätettiin pois koronaviruskriisiin liittyvät väliaikaiset hätätoimenpiteet. EU:sta rahoitettujen menojen vaikutuksen lisäksi komission arvioinnissa tarkastellaan erilaisten kansallisesti rahoitettujen menoerien vaikutuksia finanssipolitiikan kokonaismitoitukseen. Näitä ovat a) investoinnit, b) muut pääomamenot ja c) juoksevat perusmenot (joista on puhdistettu harkinnanvaraiset tulopuolen toimet).

⁷⁴ Euroopan komissio (2021), mt.

kanssa. Tämänhetkisessä kriisissä vallitsevaa finanssipolitiikan suuntausta kuvaavan mukautetun indikaattorin perusteella suurin osa euroalueen alhaisen tai keskiuuren velkatason maista noudattaa kasvua tukevaa finanssipolitiikan mitoitusta. Tämän ryhmän jäsenvaltioista (Saksa, Viro, Irlanti, Kypros, Latvia, Liettua, Luxemburg, Malta, Alankomaat, Itävalta, Slovenia, Slovakia ja Suomi) vain Maltaan ja Slovakian ei ennusteta toimivan näin vuonna 2022. Komissio arvioi, että kaikki tämän ryhmän jäsenvaltiot – lukuun ottamatta Alankomaita, joka ei ole vielä toimittanut elpymis- ja palautumissuunnitelmaansa – aikovat käyttää elpymis- ja palautumistukivälinettä elpymisensä tueksi. Kaikki jatkavat kansallisesti rahoitettuja investointejaan kokonaisuudessaan tai suurimmaksi osaksi.

Komissio korostaa lisäksi, että korkean velkatason jäsenvaltioiden on tärkeää ”jatkaa maltillista finanssipolitiikkaa”. Tältä osin komissio arvioi, että Belgia, Kreikka, Espanja, Ranska ja Italia käyttävät neuvoston kesäkuun 2021 suositusten mukaisesti elpymis- ja palautumistukivälinettä rahoittamaan lisäinvestointeja elpymisen tueksi ja jatkavat kansallisesti rahoitettuja investointeja.⁷⁵ Komissio painottaa myös, että näiden maiden on julkisen talouden tukitoimenpiteitä toteuttaessaan ”tärkeää jatkaa maltillista finanssipolitiikkaa, jotta voidaan turvata julkisen talouden kestävyys keskipitkällä aikavälillä”.

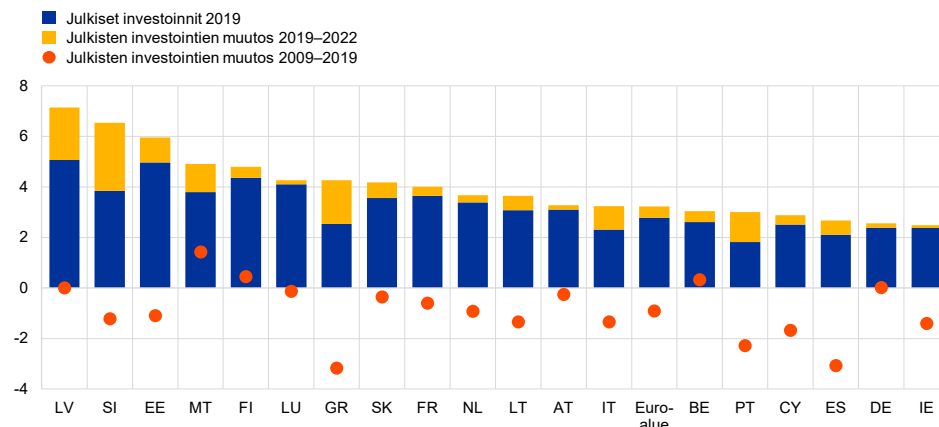
Komission arviointi ilmentää euroalueen laajuista julkisten investointien kasvua koko pandemian aikana. Toisin kuin maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisessä tilanteessa, merkittävä osa kasvusta perustuu nyt EU:n rahoitukseen, mukaan lukien elpymis- ja palautumistukivälineestä saatu rahoitus. Komissio ennakoii euroalueen julkisten investointien kasvavan siten, että oltuaan 2,8 % BKT:stä vuonna 2019 julkiset investoinnit nousevat 3,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2022, mikä osittain kumoaisi pandemiaa edeltäneen ja maailmanlaajuista finanssikriisiä seuranneen julkisten investointien laskusuuntauksen (kuvio A). Sekä komission syksyn 2021 ennusteen että alustavien talousarviosuunnitelmien perusteella elpymis- ja palautumistukivälineen avustuksia käytetään kokonaisuudessaan etupainotteisesti, sillä noin kaksi kolmannesta euroalueen maille myönnettyistä elpymis- ja palautumistukivälineen avustuksista käytetään vuoden 2023 loppuun mennessä. Suhteessa BKT:hen tukivälineestä rahoitettujen menojen suuruudeksi ennustetaan noin 0,5 % BKT:stä sekä vuonna 2022 että vuonna 2023. Kaiken kaikkiaan valtioiden talousarvioiden ja jatkuvien julkisten investointien laadukkuuden odotetaan tukevan sekä vihreää siirtymää sekä digitaalista muutosta.

⁷⁵ Euroopan komissio ei antanut lausuntoa Portugalin toimittamasta alustavasta talousarviosuunnitelmasta, koska Portugalin parlamentti oli sitemmin hylännyt sen alustavan talousarvion, johon suunnitelma perustui.

Kuvio A

Julkiset investoinnit 2009–2022

(prosentteina BKT:stä)



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

Samaan aikaan juoksevien menojen osuutta finanssipoliittisesta tuesta on varaa vähentää, mikä rajoittaisi julkisen velan kasvua. Komissio toteaa, että alhaisen tai keskisuuren velkatason maista Latvian ja Liettuan ei arvioida riittävässä määrin varmistavan kansallisesti rahoitettujen juoksevien menojen kasvun hallintaa. Voimakkaasti velkaantuneista maista Italian ei katsota riittävässä määrin varmistavan kansallisesti rahoitettujen juoksevien menojen kasvun rajoittamista. Komissio ja euroryhmä⁷⁶ kehottavatkin Italiaa toteuttamaan tarvittavat toimet näiden menojen rajoittamiseksi.

Euroalueen eri maiden julkisen talouden epätasapainojen korjaaminen etenee edelleen hyvin epäyttenäisesti.⁷⁷ Komission syksyn 2021 ennusteen mukaan kaikkien euroalueen maiden alijäämän ennustetaan supistuvan sekä vuonna 2022 että vuonna 2023 (kuvio B). Seitsemässä euroalueen maassa BKT:hen suhteutetun alijäämän ennustetaan ylittävän 3 prosentin viitearvon vuonna 2023. Suurimmat alijäämät vuosina 2022–2023 ennustetaan olevan eräillä mailla, joiden velan suhde BKT:hen oli suuri pandemia-ajan alkaessa. Useimpien euroalueen maiden velkasuhteen odotetaan laskevan vuonna 2022, mutta joidenkin maiden velkasuhteet jatkavat kasvuaan ennusteajanjakson loppuun asti, mikäli näiden maiden politiikka jatkuu muuttumattomana (kuvio C). Yleisesti velkasuhteiden ennustetaan pysyttelevän kriisiä edeltäneen tasonsa yläpuolella jäsenvaltioissa vielä arviointiajanjakson lopulla vuonna 2023, mukaan lukien jotkin jäsenvaltiot, joiden velkasuhde oli kriisin alkaessa verrattain suuri.

Kohdennettuja ja kasvua tukevia finanssipoliittisia toimenpiteitä on jatkettava. Finanssipoliitikassa on edelleen tasapainoteltava turvallisen ja kestäväen kriisistä poistumisen ja julkisen talouden kestävyuden huomioimisen välillä. Hyvin epävarman

⁷⁶ Euroryhmän 6.12.2021 antamassa lausunnossa vuoden 2022 alustavista talousarviosuunnitelmista (englanniksi) kehoitetaan niitä voimakkaasti velkaantuneita jäsenvaltioita, joiden suunnitelmat kansallisesti rahoitettujen juoksevien menojen kasvun rajoittamisesta eivät komission arvion mukaan ole riittävät, toteuttamaan tarvittavat toimenpiteet talousarvioprosessissaan.

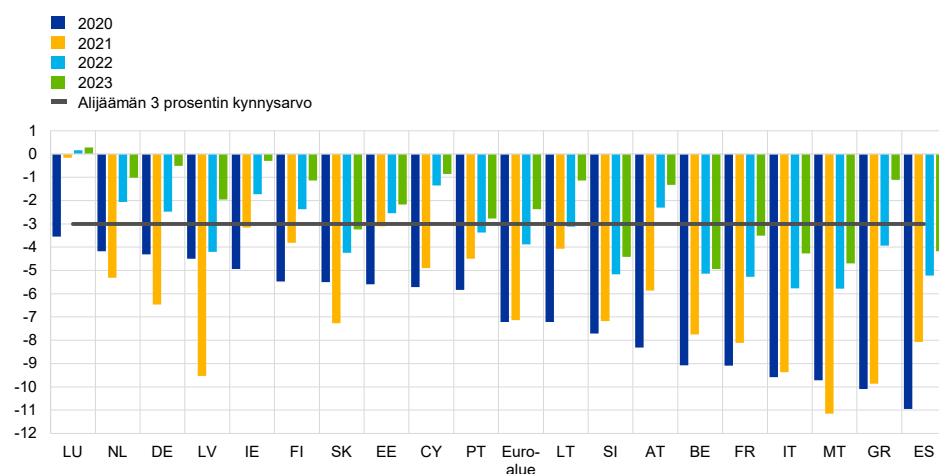
⁷⁷ Tarkempia tietoja koko euroalueen talousarvioketäytystyöstä euroaluetta koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 arvioiden pohjalta esitetään tämän Talouskatsauksen osassa 6.

tilanteen jatkuessa tätä tasapainotusta voidaan helpottaa finanssipoliittisella tuella, joka reagoi makrotalouden kehitykseen. Mikäli pandemiatilanne huononee, finanssipoliittisen tuen lisäämisellä voidaan rajoittaa tilanteen haittavaikutuksia tuotannon kasvuun. Jos kansantaloudet samaan aikaan oppivat mukautumaan pandemiaan entistä tehokkaammin ja kasvavat tämänhetkisiä ennusteita nopeammin, voimakkaasti velkaantuneet maat voivat kohentaa julkisen taloutensa kestävyyttä hyödyntämällä nimellisen BKT:n odotettua parempaa kehitystä julkisen talouden rahoitusasemiensa parantamiseen. Jos finanssipoliittisissa tuissa keskitytään vuonna 2022 neuvoston kesäkuun 2021 suositusten mukaisesti tuottavuutta lisääviin menoihin, mukaan lukien elpymis- ja palautumistukivälineestä rahoitetut investoinnit, niiden vaikutus talouskasvuun saattaa nousta erityisen myönteiseksi. Kun otetaan huomioon vakaus- ja kasvusopimuksen yleisen poikkeuslausekkeen käytön suunniteltu lopettaminen vuonna 2023 ja EU:n talouspoliittisen ohjausjärjestelmän meneillään olevan tarkistuksen⁷⁸ mahdolliset seuraukset, vaikuttaa siltä, että finanssipolitiikan suuntauksesta on syytä sopia hyvissä ajoin.

Kuvio B

Julkisen talouden rahoitusjäämät vuosina 2020–2023

(prosentteina BKT:stä)



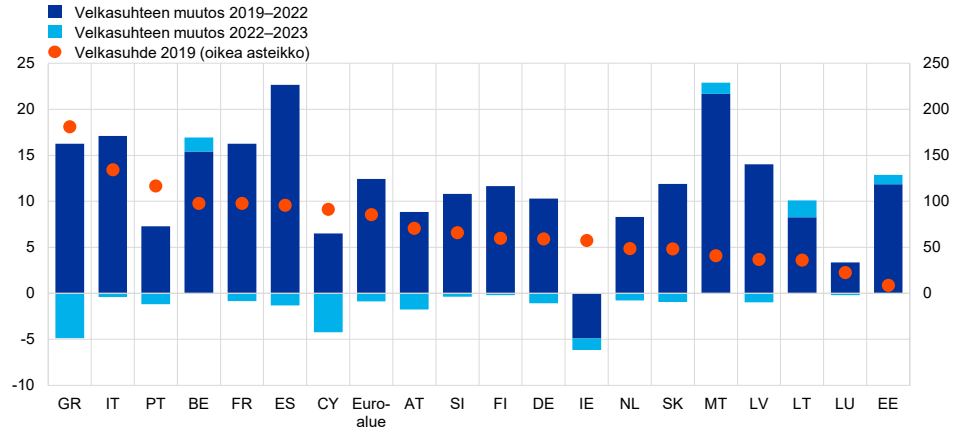
Lähteet: Euroopan komissio (AMECO-tietokanta) ja EKP:n laskelmat.

⁷⁸ Eurojärjestelmän vastaus 19.10.2021 annettuun Euroopan komission tiedonantoon "EU:n talous covid-19-pandemian jälkeen: vaikutukset talouden ohjausjärjestelmään" (englanniksi)

Kuvio C

Julkisen talouden bruttovelka vuosina 2019–2023

(prosentteina BKT:stä)



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

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	2.9	1.7	0.6	6.7	1.8	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2019	2.9	2.3	1.7	-0.2	6.0	1.6	2.1	2.2	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.3	-3.4	-9.7	-4.5	2.3	-6.4	1.4	1.8	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2020 Q4	1.9	1.1	1.1	2.3	3.2	-0.4	1.2	1.6	1.2	0.5	-0.8	0.1	-0.3
2021 Q1	0.9	1.5	-1.4	-0.7	0.2	-0.2	1.9	1.7	1.9	0.6	-0.5	0.0	1.1
Q2	0.4	1.6	5.5	0.5	1.2	2.2	3.7	2.8	4.8	2.0	-0.8	1.1	1.8
Q3	1.7	0.5	1.3	-0.9	0.2	2.2	4.4	3.1	5.3	2.8	-0.2	0.8	2.8
2021 June	-	-	-	-	-	-	4.0	3.1	5.4	2.5	-0.5	1.1	1.9
July	-	-	-	-	-	-	4.2	3.1	5.4	2.0	-0.3	1.0	2.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	4.3	3.1	5.3	3.2	-0.4	0.8	3.0
Sep.	-	-	-	-	-	-	4.6	3.2	5.4	3.1	0.2	0.7	3.4
Oct.	-	-	-	-	-	-	5.2	3.5	6.2	4.2	0.1	1.5	4.1
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	6.8	.	.	.	4.9

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	4.3	3.2	5.6
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.4	-0.3	-0.4
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.2	-4.5	-3.8
2020 Q4	54.2	56.8	50.5	48.2	56.3	48.1	54.6	54.0	50.8	5.3	5.2	5.4
2021 Q1	54.3	59.3	49.1	48.4	52.3	49.9	53.8	54.5	50.3	3.9	1.8	6.2
Q2	57.5	65.3	61.9	49.6	53.0	56.8	53.9	58.8	52.9	1.7	1.4	1.9
Q3	53.0	56.8	56.3	47.4	50.6	58.4	51.8	53.4	50.3	-1.2	-0.5	-1.9
2021 June	56.1	63.7	62.2	48.9	50.6	59.5	52.9	57.2	51.7	1.7	1.4	1.9
July	54.9	59.9	59.2	48.8	53.1	60.2	53.2	55.5	51.4	-0.4	0.4	-1.2
Aug.	51.2	55.4	54.8	45.5	47.2	59.0	50.6	51.5	49.5	-0.8	-0.3	-1.4
Sep.	52.8	55.0	54.9	47.9	51.4	56.2	51.4	53.2	50.1	-1.2	-0.5	-1.9
Oct.	54.7	57.6	57.8	50.7	51.5	54.2	51.2	55.9	49.7	.	.	.
Nov.	54.8	57.2	.	53.3	51.2	55.4	52.4	55.6	50.7	.	.	.

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
2021 May	-0.56	-0.48	-0.56	-0.54	-0.51	-0.48	0.15	-0.09
June	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.51	-0.48	0.13	-0.09
July	-0.57	-0.48	-0.56	-0.54	-0.52	-0.49	0.13	-0.08
Aug.	-0.57	-0.48	-0.56	-0.55	-0.53	-0.50	0.12	-0.10
Sep.	-0.57	-0.49	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.12	-0.08
Oct.	-0.57	-0.49	-0.56	-0.55	-0.53	-0.48	0.13	-0.08
Nov.	-0.57	-0.49	-0.57	-0.57	-0.53	-0.49	0.16	-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
2021 May	-0.63	-0.68	-0.69	-0.54	-0.15	0.53	1.54	0.75	-0.72	-0.67	-0.16	0.57
June	-0.65	-0.69	-0.70	-0.56	-0.20	0.49	1.40	0.68	-0.72	-0.68	-0.22	0.45
July	-0.66	-0.75	-0.80	-0.75	-0.44	0.31	1.16	0.52	-0.83	-0.86	-0.50	0.16
Aug.	-0.68	-0.73	-0.77	-0.68	-0.39	0.34	1.24	0.56	-0.79	-0.79	-0.43	0.16
Sep.	-0.71	-0.73	-0.72	-0.54	-0.17	0.56	1.41	0.78	-0.74	-0.66	-0.16	0.46
Oct.	-0.74	-0.69	-0.62	-0.37	-0.07	0.62	1.43	0.45	-0.63	-0.46	0.03	0.34
Nov.	-0.90	-0.85	-0.82	-0.64	-0.35	0.50	1.23	0.49	-0.81	-0.73	-0.30	0.07

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
2021 May	443.8	4,003.6	959.5	290.0	183.0	94.8	167.8	808.7	811.7	384.1	278.3	870.2	4,169.6	28,517.1
June	455.3	4,105.8	958.5	305.3	188.6	97.4	168.5	831.8	850.4	375.9	287.2	883.4	4,238.5	28,943.2
July	453.8	4,062.6	979.0	300.5	190.2	91.2	162.2	835.4	875.2	372.0	290.2	896.1	4,363.7	28,118.8
Aug.	468.5	4,177.0	1,014.5	303.3	191.9	91.6	169.0	865.0	938.2	380.0	303.6	922.1	4,454.2	27,692.7
Sep.	465.5	4,158.3	993.9	295.0	188.1	93.9	169.0	863.3	969.5	371.3	294.8	917.5	4,449.6	29,893.6
Oct.	461.4	4,132.2	976.8	294.4	185.0	101.7	175.8	836.1	925.6	367.5	285.7	897.1	4,460.7	28,586.2
Nov.	478.7	4,306.4	1,020.6	311.7	191.9	100.4	176.9	859.8	1,002.3	380.2	286.3	933.0	4,668.9	29,370.6

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					
			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 Nov.	0.02	0.35	0.20	0.71	5.11	15.77	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	15.77	4.93	5.08	5.71	1.93	1.35	1.52	1.27	1.33	1.62	1.32
2021 Jan.	0.01	0.35	0.22	0.68	5.00	15.80	4.84	5.32	5.87	1.91	1.35	1.49	1.29	1.35	1.60	1.33
Feb.	0.01	0.35	0.23	0.66	5.01	15.74	5.05	5.25	5.86	1.98	1.30	1.48	1.27	1.32	1.59	1.31
Mar.	0.01	0.35	0.20	0.61	4.98	15.77	4.88	5.12	5.72	1.94	1.32	1.43	1.24	1.32	1.58	1.31
Apr.	0.01	0.35	0.21	0.62	4.89	15.75	5.16	5.17	5.78	1.98	1.32	1.49	1.27	1.31	1.59	1.31
May	0.01	0.34	0.18	0.57	4.88	15.76	5.16	5.31	5.93	2.04	1.31	1.43	1.26	1.31	1.61	1.32
June	0.01	0.34	0.16	0.59	4.88	15.71	5.16	5.15	5.77	1.94	1.31	1.43	1.26	1.30	1.60	1.32
July	0.01	0.34	0.19	0.58	4.77	15.67	5.31	5.24	5.85	1.98	1.34	1.45	1.27	1.30	1.61	1.32
Aug.	0.01	0.34	0.17	0.59	4.83	15.71	5.70	5.30	5.90	2.04	1.33	1.47	1.24	1.28	1.59	1.32
Sep.	0.01	0.34	0.18	0.57	4.89	15.64	5.43	5.24	5.87	1.93	1.32	1.46	1.25	1.29	1.58	1.30
Oct. ⁶⁾	0.01	0.34	0.19	0.58	4.81	15.62	5.53	5.21	5.83	2.01	1.32	1.47	1.26	1.30	1.60	1.31

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 Nov.	-0.01	-0.20	0.42	1.83	1.97	2.00	1.98	1.57	1.41	1.47	1.22	1.29	1.30	1.51
Dec.	-0.01	-0.18	0.25	1.83	2.01	1.94	1.94	1.61	1.42	1.44	1.34	1.23	1.27	1.51
2021 Jan.	-0.01	-0.14	0.39	1.84	2.14	2.00	1.92	1.61	1.44	1.41	1.17	1.18	1.29	1.50
Feb.	-0.01	-0.21	0.25	1.84	1.96	2.00	1.95	1.58	1.44	1.43	1.15	1.22	1.23	1.48
Mar.	-0.01	-0.11	0.22	1.82	1.91	1.97	2.02	1.56	1.45	1.40	1.09	0.71	1.23	1.39
Apr.	-0.01	-0.18	0.25	1.80	2.04	1.96	1.98	1.57	1.44	1.40	1.32	1.33	1.38	1.56
May	-0.01	-0.23	0.19	1.79	1.87	1.95	2.04	1.57	1.45	1.42	1.16	1.17	1.27	1.46
June	-0.02	-0.31	0.27	1.84	1.89	1.97	2.02	1.55	1.43	1.54	1.20	1.13	1.24	1.46
July	-0.02	-0.31	0.13	1.72	1.82	2.14	2.00	1.59	1.43	1.37	1.28	1.32	1.16	1.48
Aug.	-0.03	-0.35	0.17	1.76	1.79	1.94	2.02	1.56	1.45	1.37	1.23	1.11	1.14	1.44
Sep.	-0.03	-0.35	0.15	1.78	1.80	2.00	2.00	1.52	1.43	1.34	1.27	1.25	1.28	1.49
Oct. ⁶⁾	-0.03	-0.36	0.17	1.73	1.81	2.09	2.00	1.55	1.51	1.33	1.15	1.15	1.24	1.43

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
Short-term														
2018	1,215	503	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	1,530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 May	1,536	463	151	.	100	692	130	410	187	48	.	37	105	33
June	1,542	481	152	.	90	694	126	451	216	56	.	34	106	39
July	1,539	478	148	.	101	688	124	470	224	44	.	39	113	50
Aug.	1,538	493	146	.	99	678	121	415	232	40	.	25	93	25
Sep.	1,568	506	139	.	99	697	127	473	220	44	.	39	124	46
Oct.	1,517	478	133	.	103	686	117	418	202	39	.	41	105	32
Long-term														
2018	15,748	3,688	3,162	.	1,249	7,022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16,315	3,817	3,397	.	1,324	7,152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17,290	3,892	3,203	.	1,464	8,006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 May	17,908	3,946	3,311	.	1,489	8,393	769	269	46	69	.	21	121	12
June	18,092	3,980	3,361	.	1,498	8,473	780	341	75	87	.	29	136	15
July	18,186	3,992	3,397	.	1,502	8,515	780	302	56	99	.	18	119	10
Aug.	18,222	3,990	3,398	.	1,500	8,554	779	134	27	34	.	4	66	3
Sep.	18,322	4,021	3,433	.	1,521	8,558	788	316	72	92	.	22	114	15
Oct.	18,407	4,038	3,499	.	1,530	8,553	787	293	64	102	.	22	92	13

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
Outstanding amount											
2018	16,962.7	4,190.4	3,332.4	.	1,320.6	7,445.8	673.5	7,023.4	465.0	1,099.2	5,459.2
2019	17,598.1	4,367.4	3,577.7	.	1,408.5	7,558.1	686.5	8,586.6	538.4	1,410.6	6,637.6
2020	18,819.0	4,346.8	3,347.6	.	1,561.1	8,720.3	843.3	8,448.2	469.3	1,321.5	6,657.4
2021 May	19,444.5	4,409.7	3,462.1	.	1,588.4	9,085.1	899.2	9,646.8	575.7	1,508.7	7,562.4
June	19,633.4	4,461.5	3,512.9	.	1,587.7	9,166.3	905.1	9,773.2	564.9	1,521.5	7,686.9
July	19,724.5	4,469.9	3,544.5	.	1,602.6	9,202.9	904.7	9,895.0	559.2	1,526.8	7,809.0
Aug.	19,759.4	4,483.2	3,544.4	.	1,599.5	9,232.7	899.6	10,166.4	587.9	1,612.9	7,965.7
Sep.	19,890.1	4,527.2	3,572.4	.	1,620.0	9,255.6	914.9	9,899.5	597.2	1,616.9	7,685.4
Oct.	19,924.3	4,516.5	3,631.8	.	1,632.7	9,239.3	904.0	10,296.1	613.8	1,701.4	7,980.9
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	4.9	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0
2020	7.5	1.2	2.7	.	12.4	10.9	24.3	1.1	0.1	3.1	0.8
2021 May	5.6	0.1	5.1	.	5.4	8.1	12.3	2.1	1.5	6.1	1.3
June	4.5	-0.3	4.4	.	4.1	6.6	9.7	2.3	1.9	6.4	1.5
July	4.6	0.3	5.2	.	3.7	6.1	10.1	2.3	1.9	6.5	1.5
Aug.	4.0	0.8	4.0	.	3.4	5.3	9.2	2.3	1.8	7.7	1.3
Sep.	4.1	1.1	4.6	.	3.7	5.0	8.6	2.4	1.8	8.0	1.4
Oct.	4.3	1.2	5.5	.	4.0	5.3	5.6	2.2	1.7	6.3	1.4

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	99.9	95.5	94.1	90.7	80.5	89.6	117.3	94.9
2019	98.1	93.1	92.9	88.9	77.4	87.2	115.4	92.3
2020	99.6	93.5	94.1	89.3	76.5	87.8	119.4	93.8
2020 Q4	101.2	94.6	95.4	90.3	73.8	88.2	122.3	95.5
2021 Q1	100.7	94.6	95.2	90.0	73.5	87.8	121.7	95.3
Q2	100.5	94.1	94.9	88.8	72.0	85.9	121.9	94.9
Q3	99.5	93.3	94.3	.	.	.	120.5	94.0
2021 June	100.2	93.7	94.7	-	-	-	121.5	94.5
July	99.7	93.5	94.5	-	-	-	120.8	94.2
Aug.	99.3	93.2	94.1	-	-	-	120.4	93.9
Sep.	99.4	93.2	94.2	-	-	-	120.4	93.8
Oct.	98.4	92.4	92.9	-	-	-	119.5	93.1
Nov.	97.6	92.0	91.8	-	-	-	118.8	92.9
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2021 Nov.	-0.9	-0.4	-1.2	-	-	-	-0.6	-0.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2021 Nov.	-3.0	-2.3	-3.1	-	-	-	-2.3	-2.2

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 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
2021 Q1	7.808	7.572	26.070	7.437	361.206	127.806	4.546	0.874	4.8793	10.120	1.091	1.205
Q2	7.784	7.528	25.638	7.436	354.553	131.930	4.529	0.862	4.9240	10.141	1.098	1.206
Q3	7.626	7.497	25.500	7.437	353.871	129.763	4.566	0.855	4.9319	10.195	1.083	1.179
2021 June	7.739	7.498	25.454	7.436	349.937	132.631	4.501	0.859	4.9238	10.117	1.094	1.205
July	7.654	7.503	25.636	7.437	357.257	130.349	4.562	0.856	4.9255	10.198	1.086	1.182
Aug.	7.624	7.496	25.470	7.437	351.843	129.284	4.569	0.853	4.9232	10.216	1.076	1.177
Sep.	7.601	7.492	25.392	7.436	352.514	129.656	4.568	0.857	4.9471	10.171	1.086	1.177
Oct.	7.450	7.513	25.496	7.440	360.822	131.212	4.591	0.847	4.9480	10.056	1.071	1.160
Nov.	7.293	7.520	25.391	7.437	364.504	130.118	4.646	0.848	4.9494	10.046	1.052	1.141
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2021 Nov.	-2.1	0.1	-0.4	0.0	1.0	-0.8	1.2	0.1	0.0	-0.1	-1.7	-1.6
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2021 Nov.	-6.7	-0.6	-4.1	-0.1	1.3	5.3	3.4	-5.4	1.6	-1.8	-2.4	-3.6

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>												
2020 Q3	28,047.3	28,661.8	-614.5	11,135.6	9,375.6	9,995.2	12,597.2	-103.7	6,110.7	6,689.0	909.5	15,163.2
Q4	28,366.3	28,991.0	-624.7	11,051.2	9,359.9	10,692.6	12,893.1	-94.2	5,836.9	6,738.0	879.7	14,854.7
2021 Q1	29,644.2	30,313.3	-669.1	11,385.0	9,473.4	11,435.3	13,696.1	-134.1	6,108.5	7,143.7	849.4	15,485.7
Q2	30,098.3	30,694.6	-596.3	11,348.2	9,453.7	11,947.6	14,079.2	-126.2	6,059.7	7,161.7	869.0	15,399.0
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2021 Q2	254.9	260.0	-5.1	96.1	80.1	101.2	119.2	-1.1	51.3	60.7	7.4	130.4
<i>Transactions</i>												
2020 Q4	80.6	-48.2	128.8	-59.1	45.4	348.7	-225.1	-14.5	-196.6	131.5	2.1	-
2021 Q1	523.0	425.0	97.9	100.7	-7.1	266.3	178.8	6.4	152.6	253.4	-3.1	-
Q2	184.3	83.6	100.7	-37.2	-38.0	227.6	67.0	8.5	-22.1	54.6	7.5	-
Q3	335.8	290.2	45.6	30.2	-41.8	126.4	70.1	-7.3	63.4	261.8	123.2	-
2021 Apr.	200.6	193.9	6.7	30.1	12.1	56.4	33.1	4.5	109.0	148.8	0.7	-
May	14.0	-26.3	40.3	-51.3	-58.4	75.2	-2.0	-2.1	-9.1	34.1	1.4	-
June	-30.4	-84.1	53.7	-16.0	8.3	96.0	35.9	6.2	-121.9	-128.2	5.3	-
July	143.3	101.1	42.1	23.6	-10.4	22.6	41.1	8.9	88.5	70.4	-0.3	-
Aug.	184.4	183.4	1.0	5.7	-8.8	44.8	22.6	-6.7	18.5	169.6	122.1	-
Sep.	8.1	5.7	2.5	0.9	-22.6	58.9	6.4	-9.5	-43.6	21.9	1.5	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2021 Sep.	1,123.6	750.6	373.0	34.6	-41.6	969.0	90.8	-6.9	-2.7	701.4	129.6	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2021 Sep.	9.4	6.3	3.1	0.3	-0.3	8.1	0.8	-0.1	0.0	5.8	1.1	-

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	11,600.2	11,132.8	6,223.1	2,369.5	2,430.6	1,177.5	746.1	500.5	109.6	467.4	5,571.6	5,104.2
2019	11,982.7	11,577.1	6,378.5	2,456.6	2,652.5	1,253.7	770.3	621.7	89.4	405.6	5,765.4	5,359.7
2020	11,400.4	10,976.4	5,902.0	2,573.5	2,494.9	1,216.3	681.9	589.7	6.1	424.0	5,173.4	4,749.5
2020 Q4	2,927.3	2,787.0	1,486.4	660.9	641.9	318.6	183.2	138.4	-2.3	140.3	1,364.7	1,224.4
2021 Q1	2,939.5	2,806.3	1,469.7	662.4	646.6	325.3	185.5	134.0	27.6	133.2	1,401.5	1,268.3
Q2	3,010.8	2,888.2	1,531.1	675.6	661.7	337.5	187.5	134.9	19.7	122.6	1,464.6	1,341.9
Q3	3,110.8	2,981.6	1,606.7	685.1	668.7	343.5	186.7	136.7	21.1	129.1	1,521.4	1,392.2
<i>as a percentage of GDP</i>												
2020	100.0	96.3	51.8	22.6	21.9	10.7	6.0	5.2	0.1	3.7	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2020 Q4	-0.4	-0.4	-3.0	0.8	2.7	1.7	1.9	6.4	-	-	4.3	4.8
2021 Q1	-0.2	-0.3	-2.3	-0.6	0.0	0.5	1.8	-3.7	-	-	1.2	1.0
Q2	2.2	2.4	3.9	2.1	1.3	1.9	0.4	0.8	-	-	2.4	2.9
Q3	2.2	2.0	4.1	0.3	-0.9	-0.9	-1.5	0.1	-	-	1.2	0.7
<i>annual percentage changes</i>												
2018	1.8	1.8	1.5	1.1	3.1	3.9	3.7	0.4	-	-	3.6	3.8
2019	1.6	2.5	1.3	1.8	6.7	3.3	1.8	22.0	-	-	2.7	4.7
2020	-6.4	-6.2	-7.9	1.3	-7.0	-4.6	-12.0	-5.9	-	-	-9.1	-9.1
2020 Q4	-4.4	-6.5	-7.6	3.2	-10.1	-0.4	-4.7	-30.7	-	-	-4.8	-9.3
2021 Q1	-1.1	-3.8	-5.6	2.8	-6.0	2.7	6.9	-31.5	-	-	-0.1	-5.7
Q2	14.4	12.3	12.2	7.8	18.5	19.7	30.1	3.5	-	-	25.9	21.6
Q3	3.9	3.7	2.5	2.6	3.1	3.2	2.5	3.5	-	-	9.4	9.7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020 Q4	-0.4	-0.3	-1.6	0.2	0.6	0.2	0.1	0.3	0.5	0.0	-	-
2021 Q1	-0.2	-0.3	-1.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	1.0	0.1	-	-
Q2	2.2	2.3	1.9	0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	-0.4	-0.1	-	-
Q3	2.2	1.9	2.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.3	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2018	1.8	1.7	0.8	0.2	0.6	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-
2019	1.6	2.4	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	0.9	-0.1	-0.8	-	-
2020	-6.4	-6.0	-4.2	0.3	-1.5	-0.5	-0.8	-0.3	-0.5	-0.4	-	-
2020 Q4	-4.4	-6.4	-4.0	0.7	-2.4	0.0	-0.3	-2.0	-0.6	2.0	-	-
2021 Q1	-1.1	-3.7	-2.9	0.6	-1.4	0.3	0.4	-2.1	0.0	2.5	-	-
Q2	14.4	11.9	6.3	1.9	3.9	2.1	1.7	0.2	-0.2	2.5	-	-
Q3	3.9	3.5	1.3	0.6	0.7	0.3	0.2	0.2	1.0	0.3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2018	10,395.4	175.4	2,055.6	525.8	1,963.1	499.9	477.2	1,170.0	1,210.2	1,960.3	358.0	1,204.8
2019	10,741.0	178.5	2,100.8	561.2	2,041.4	531.2	478.9	1,204.6	1,249.7	2,025.5	369.2	1,241.7
2020	10,268.7	176.6	1,971.0	552.4	1,799.8	544.9	469.0	1,210.9	1,168.0	2,054.1	321.8	1,131.7
2020 Q4	2,634.0	43.7	521.7	146.7	458.4	139.5	117.2	305.6	301.7	522.0	77.5	293.3
2021 Q1	2,646.9	44.0	532.9	145.9	455.7	141.4	118.5	305.9	302.1	523.2	77.2	292.6
Q2	2,700.4	45.2	535.9	150.3	480.5	144.8	118.2	308.4	305.8	530.6	80.6	310.4
Q3	2,781.8	45.1	545.5	150.5	519.4	146.2	118.9	310.8	315.8	541.3	88.4	329.0
<i>as a percentage of value added</i>												
2020	100.0	1.7	19.2	5.4	17.5	5.3	4.6	11.8	11.4	20.0	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2020 Q4	-0.4	0.6	3.5	2.0	-3.6	-1.0	-0.3	-0.4	1.7	-1.4	-11.5	0.0
2021 Q1	0.1	-2.8	1.0	-1.0	-1.0	2.0	1.3	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-2.6
Q2	1.9	0.5	0.6	1.9	4.6	1.9	0.6	0.9	1.3	1.7	5.7	4.8
Q3	2.3	-1.0	0.1	-0.6	6.7	1.3	0.2	0.5	2.8	1.5	12.0	1.6
<i>annual percentage changes</i>												
2018	1.8	-0.7	1.9	2.2	1.5	6.4	0.2	1.4	4.0	0.7	1.3	1.7
2019	1.6	1.7	0.2	2.1	2.5	5.7	0.4	1.5	1.7	1.1	1.7	1.6
2020	-6.3	-0.7	-6.8	-5.3	-13.7	1.2	-1.0	-0.8	-7.9	-2.9	-17.1	-6.5
2020 Q4	-4.5	-0.8	-1.2	-0.7	-12.8	1.2	-0.8	-0.7	-5.7	-1.5	-21.9	-3.6
2021 Q1	-1.3	-1.1	3.1	0.6	-8.1	3.6	1.4	0.1	-2.8	0.8	-16.5	0.4
Q2	14.3	-0.9	21.8	18.6	23.0	11.1	4.3	3.6	15.5	9.9	15.4	15.3
Q3	3.9	-2.7	5.2	2.2	6.5	4.1	1.8	0.9	6.1	1.9	4.2	3.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020 Q4	-0.4	0.0	0.7	0.1	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.2	-0.3	-0.4	-
2021 Q1	0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	1.9	0.0	0.1	0.1	0.8	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	-
Q3	2.3	0.0	0.0	0.0	1.2	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2018	1.8	0.0	0.4	0.1	0.3	0.3	0.0	0.2	0.5	0.1	0.0	-
2019	1.6	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.3	0.0	-1.3	-0.3	-2.6	0.1	0.0	-0.1	-0.9	-0.5	-0.6	-
2020 Q4	-4.5	0.0	-0.2	0.0	-2.4	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.3	-0.8	-
2021 Q1	-1.3	0.0	0.6	0.0	-1.5	0.2	0.1	0.0	-0.3	0.2	-0.6	-
Q2	14.3	0.0	4.0	1.0	3.8	0.6	0.2	0.5	1.7	2.0	0.5	-
Q3	3.9	0.0	1.0	0.1	1.2	0.2	0.1	0.1	0.7	0.4	0.1	-

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									
	1	Employ- ees 2	Self- employed 3	Agricul- ture, forestry and fishing 4	Manufac- turing, energy and utilities 5	Con- struc- tion 6	Trade, transport, accom- modation and food services 7	Informa- tion and commu- nica- tion 8	Finance and insur- ance 9	Real estate 10	Professional, business and support services 11	Public adminis- tration, edu- cation, health and social work 12	Arts, entertainment and other services 13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2018	100.0	85.9	14.1	3.1	14.6	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.8
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.0	14.0	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	1.9	0.0	-0.4	1.5	2.6	1.6	3.8	-1.0	2.4	2.8	1.4	0.3
2019	1.3	1.5	0.2	-2.4	1.1	2.5	1.5	3.3	0.0	1.7	1.4	1.4	0.5
2020	-1.5	-1.5	-1.7	-2.4	-1.8	0.7	-3.6	1.4	-0.5	-0.2	-2.4	0.9	-3.4
2020 Q4	-1.8	-1.8	-1.5	-1.5	-2.3	0.8	-4.7	1.6	-0.4	1.7	-2.2	1.2	-4.0
2021 Q1	-1.7	-1.8	-1.4	0.0	-2.2	1.4	-5.4	2.1	-0.5	1.3	-1.6	1.4	-4.8
Q2	2.0	2.4	-0.1	3.4	-0.4	4.8	0.5	4.6	0.7	2.2	4.5	2.7	1.6
Q3	2.0	2.3	0.5	0.9	0.3	3.0	1.5	5.5	0.7	1.4	4.4	2.1	1.0
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2018	100.0	81.1	18.9	4.3	15.0	6.7	25.9	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	25.9	3.1	2.4	1.0	13.9	21.7	6.1
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.0	6.9	24.3	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.7
<i>annual percentage changes</i>													
2018	1.8	2.2	0.0	-0.1	1.5	3.2	1.8	3.8	-0.9	3.1	3.1	1.2	0.7
2019	1.0	1.3	-0.2	-3.3	0.5	2.3	1.1	3.4	0.3	2.0	1.3	1.3	0.2
2020	-7.8	-7.0	-11.2	-2.6	-7.5	-6.3	-13.7	-1.7	-2.8	-6.6	-8.0	-2.0	-13.4
2020 Q4	-6.3	-5.8	-8.8	-1.2	-5.5	-2.9	-13.5	-0.5	-1.7	-2.6	-5.6	-0.7	-12.4
2021 Q1	-2.8	-3.1	-1.6	2.0	-1.4	4.9	-11.1	1.8	1.0	3.4	-1.8	2.1	-8.5
Q2	16.3	14.9	23.2	7.7	14.7	25.3	23.8	11.7	6.2	20.1	18.5	8.3	25.0
Q3	3.0	3.3	1.8	-0.2	2.2	2.7	3.9	7.5	1.3	4.7	6.3	1.3	1.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2018	0.1	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.5	0.2	0.1	0.1	0.7	0.3	-0.2	0.4
2019	-0.3	-0.2	-0.4	-1.0	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.2
2020	-6.3	-5.6	-9.7	-0.3	-5.8	-7.0	-10.5	-3.1	-2.3	-6.4	-5.8	-2.9	-10.4
2020 Q4	-4.7	-4.0	-7.4	0.3	-3.3	-3.6	-9.2	-2.1	-1.2	-4.2	-3.5	-1.9	-8.7
2021 Q1	-1.1	-1.3	-0.1	2.0	0.8	3.5	-6.0	-0.4	1.4	2.1	-0.2	0.6	-3.9
Q2	14.0	12.2	23.3	4.2	15.1	19.6	23.1	6.8	5.5	17.5	13.4	5.5	23.0
Q3	1.0	1.0	1.3	-1.1	1.9	-0.2	2.3	1.9	0.5	3.3	1.9	-0.8	0.1

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 2020			100.0		80.6		19.4		51.4		48.6			
2018	163.346	3.9	13.399	8.2	3.8	10.926	7.3	2.473	17.2	6.891	7.9	6.507	8.6	2.1
2019	164.125	3.6	12.419	7.6	3.3	10.114	6.8	2.306	16.0	6.363	7.3	6.056	7.9	2.2
2020	162.416	3.6	12.771	7.9	3.0	10.288	6.9	2.482	17.7	6.570	7.6	6.201	8.2	1.8
2020 Q4	163.149	3.6	13.107	8.0	3.2	10.630	7.1	2.478	17.8	6.751	7.8	6.356	8.3	1.9
2021 Q1	162.332	3.7	13.491	8.3	3.2	10.871	7.4	2.620	18.5	6.851	7.9	6.640	8.8	2.1
Q2	163.545	3.5	13.153	8.0	3.3	10.536	7.1	2.618	17.9	6.657	7.6	6.496	8.5	2.3
Q3	.	.	12.306	7.5	.	9.917	6.6	2.389	16.3	6.232	7.1	6.074	7.9	2.6
2021 May	-	-	13.105	8.0	-	10.551	7.1	2.554	17.7	6.613	7.6	6.492	8.5	-
June	-	-	12.787	7.8	-	10.265	6.9	2.522	17.3	6.431	7.4	6.356	8.3	-
July	-	-	12.477	7.6	-	10.063	6.7	2.413	16.5	6.288	7.2	6.189	8.1	-
Aug.	-	-	12.332	7.5	-	9.954	6.7	2.377	16.3	6.256	7.2	6.076	7.9	-
Sep.	-	-	12.109	7.4	-	9.733	6.5	2.376	16.1	6.152	7.0	5.957	7.8	-
Oct.	-	-	12.045	7.3	-	9.679	6.5	2.367	15.9	6.122	7.0	5.923	7.7	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	1	2	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods								Energy
7	8	9	10	11	12	13								
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0	
annual percentage changes														
2018	0.8	1.0	0.6	1.2	1.5	-1.4	1.7	1.6	1.4	2.0	0.7	4.9	0.9	
2019	-1.3	-1.3	-2.4	-1.8	1.4	-2.1	2.1	2.4	1.0	3.7	0.8	3.0	1.8	
2020	-8.6	-9.0	-7.4	-13.2	-4.7	-5.2	-5.7	-0.9	3.6	-2.4	-14.4	-8.7	-25.0	
2020 Q4	-1.5	-1.6	1.5	-3.2	-2.6	-1.8	-1.2	1.6	4.5	1.3	-13.8	-5.9	-9.2	
2021 Q1	3.5	3.6	4.8	5.2	0.5	0.6	2.9	2.4	2.6	3.2	-5.2	0.1	3.4	
Q2	22.4	24.1	25.4	29.1	17.4	7.7	17.8	11.9	2.0	18.7	29.7	25.1	53.8	
Q3	5.9	6.6	7.6	5.4	7.7	0.5	0.7	2.4	0.2	4.0	3.5	13.1	-23.5	
2021 May	20.5	22.2	24.0	27.2	14.2	6.2	12.6	8.8	0.2	14.2	28.6	25.1	49.5	
June	10.5	11.3	15.9	6.8	12.8	3.3	4.1	5.7	2.1	7.5	11.9	25.1	5.4	
July	7.7	8.4	11.2	6.1	9.2	1.5	2.2	3.3	1.2	4.9	4.2	13.1	-22.0	
Aug.	4.9	5.7	6.7	3.2	7.5	-0.5	-2.6	1.3	-1.4	3.3	1.4	13.1	-24.8	
Sep.	5.1	5.6	4.9	6.2	6.6	0.5	1.5	2.6	0.8	3.7	4.8	13.1	-24.2	
Oct.	3.3	3.9	2.1	5.2	6.3	-1.0	.	1.4	-1.2	2.5	8.5	.	-28.6	
month-on-month percentage changes (s.a.)														
2021 May	-1.1	-0.8	-0.1	-2.5	-1.7	-2.5	0.2	4.2	-0.5	8.8	8.0	-	1.8	
June	0.3	0.2	0.1	-1.4	3.0	-0.4	-0.9	1.9	-1.2	3.6	2.5	-	-0.4	
July	1.2	1.3	0.3	2.7	1.2	-0.4	-0.9	-2.2	-0.5	-3.8	0.9	-	-5.9	
Aug.	-1.7	-1.9	-1.4	-3.5	-1.9	0.6	-1.4	0.9	-0.8	2.4	-0.5	-	-3.8	
Sep.	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	0.6	0.4	0.9	-0.4	0.8	-1.9	1.0	-	3.4	
Oct.	1.1	1.2	-0.6	3.0	0.5	0.1	.	0.2	-0.1	0.4	1.3	-	-3.1	

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

1) Including wholesale trade.

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	103.7	-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 Q4	91.4	-8.8	76.9	-15.6	-8.3	-10.9	-15.4	85.7	54.6	56.7	45.0	48.1
2021 Q1	95.3	-2.4	80.0	-13.7	-5.9	-16.6	-14.8	85.8	58.4	58.5	46.9	49.9
Q2	114.3	11.7	82.7	-5.5	4.4	0.7	10.5	87.2	63.1	62.7	54.7	56.8
Q3	118.1	14.2	82.5	-4.6	5.7	3.5	16.9	88.5	60.9	58.6	58.4	58.4
2021 June	117.9	12.8	-	-3.3	5.2	4.7	17.9	-	63.4	62.6	58.3	59.5
July	119.0	14.5	83.0	-4.4	4.0	4.4	18.9	88.0	62.8	61.1	59.8	60.2
Aug.	117.6	13.8	-	-5.3	5.5	4.6	16.8	-	61.4	59.0	59.0	59.0
Sep.	117.8	14.1	-	-4.0	7.5	1.4	15.2	-	58.6	55.6	56.4	56.2
Oct.	118.6	14.2	82.1	-4.8	8.6	1.9	18.0	88.9	58.3	53.3	54.6	54.2
Nov.	117.5	14.1	-	-6.8	9.0	3.7	18.4	-	58.4	53.8	55.9	55.4

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
2018	12.5	93.0	1.9	1.9	6.2	2.5	4.6	35.5	5.9	75.2	2.0	7.6	1.5
2019	13.1	93.3	1.9	2.7	3.8	6.0	3.9	35.3	6.3	74.9	1.9	7.9	1.8
2020	19.5	96.1	-0.5	4.1	-3.5	5.0	4.7	31.2	4.5	82.0	3.3	-14.7	2.0
2020 Q3	17.8	95.3	0.8	3.7	-1.3	3.7	4.2	31.5	4.4	81.8	2.7	-15.1	2.0
Q4	19.5	96.1	0.2	4.1	1.8	5.0	4.7	31.2	4.5	82.0	3.3	-20.9	2.0
2021 Q1	20.6	96.5	-0.2	4.6	10.6	7.3	4.6	32.3	5.8	83.1	4.0	-10.5	2.2
Q2	19.1	96.6	3.3	4.1	30.0	6.3	4.8	34.2	7.8	80.5	4.5	20.8	2.3

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 Q4	1,021.2	930.4	90.8	581.6	479.6	225.5	197.6	183.3	173.9	30.7	79.3	23.8	24.6
2021 Q1	1,050.7	945.3	105.5	602.3	496.9	226.5	203.5	191.2	169.0	30.8	75.8	15.4	12.4
Q2	1,073.4	1,007.8	65.6	617.7	536.1	232.5	212.4	193.8	188.1	29.4	71.2	17.2	11.6
Q3	1,079.2	1,021.1	58.1	620.2	559.7	243.7	227.1	175.4	160.0	39.9	74.2	23.2	11.6
2021 Apr.	354.3	336.7	17.6	203.2	176.6	77.1	71.5	63.4	64.9	10.7	23.7	4.6	3.6
May	360.3	342.1	18.2	208.5	180.6	77.0	72.0	65.7	65.6	9.0	23.9	5.3	3.0
June	358.9	329.0	29.9	206.1	178.9	78.4	68.8	64.7	57.7	9.7	23.6	7.3	4.9
July	357.2	334.9	22.3	208.8	183.3	79.3	72.5	59.1	55.2	10.1	23.8	6.7	4.8
Aug.	362.1	345.0	17.1	204.5	186.0	80.5	81.1	57.8	53.1	19.3	24.9	7.1	2.8
Sep.	359.9	341.2	18.7	206.9	190.4	83.9	73.6	58.5	51.6	10.5	25.5	9.5	4.1
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2021 Sep.	4,224.6	3,904.6	320.0	2,421.8	2,072.3	928.3	840.6	743.7	691.1	130.8	300.6	79.7	60.2
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2021 Sep.	35.2	32.6	2.7	20.2	17.3	7.7	7.0	6.2	5.8	1.1	2.5	0.7	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: Manu- facturing	Total			Memo items: Manu- facturing	Oil		
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2020 Q4	-2.6	-5.5	569.3	265.7	114.6	178.5	480.2	494.0	262.2	87.0	135.7	381.4	35.3
2021 Q1	0.6	0.2	582.1	280.6	115.0	174.6	487.8	512.9	285.1	91.5	129.8	383.4	47.1
Q2	34.2	33.9	595.3	290.8	116.9	176.3	492.5	558.0	322.5	92.2	135.4	404.3	53.5
Q3	13.4	22.5	604.8	.	.	.	498.5	575.8	.	.	.	412.1	.
2021 Apr.	46.7	38.3	198.1	95.2	39.7	60.0	164.4	185.2	106.4	30.7	45.9	133.7	17.1
May	34.8	35.0	199.3	97.5	39.0	58.8	164.5	186.1	107.7	30.8	44.7	135.4	18.3
June	23.7	28.9	197.9	98.1	38.3	57.4	163.5	186.8	108.4	30.7	44.8	135.2	18.2
July	11.9	17.9	201.1	99.1	40.5	57.1	166.6	187.9	111.4	30.4	43.5	134.2	19.6
Aug.	19.2	28.5	202.2	102.7	39.1	56.2	166.2	192.5	113.5	31.4	44.8	139.9	19.3
Sep.	10.0	21.6	201.4	.	.	.	165.6	195.3	.	.	.	138.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2020 Q4	-1.4	-0.8	104.4	105.9	99.9	106.6	103.8	105.7	102.8	107.8	111.4	109.6	84.7
2021 Q1	0.8	0.1	104.5	108.5	100.8	101.8	104.0	105.0	103.5	112.6	105.5	108.3	85.8
Q2	29.1	20.3	104.5	108.9	101.7	101.1	103.2	109.6	109.9	113.8	108.0	111.9	84.9
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Mar.	11.4	15.0	105.7	110.5	100.3	102.5	103.1	108.5	107.8	118.6	108.9	111.5	84.5
Apr.	41.9	25.2	104.6	107.7	104.0	102.9	103.5	110.0	110.8	113.0	109.4	111.2	84.0
May	29.3	20.4	104.8	109.4	101.1	101.4	103.3	109.9	110.4	113.9	107.2	112.6	87.4
June	18.9	15.9	104.1	109.8	100.0	99.1	102.8	109.1	108.7	114.4	107.2	111.8	83.4
July	4.8	3.1	104.0	108.7	104.1	96.8	102.8	106.4	107.7	109.2	102.6	108.2	85.8
Aug.	9.0	10.9	103.0	110.4	99.8	94.5	101.0	108.0	108.3	114.0	104.3	112.2	84.4

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 Q4	105.0	-0.3	0.2	-0.9	0.5	0.0	0.1	0.9	-0.8	0.5	0.2	-0.4	0.5
2021 Q1	105.8	1.1	1.2	0.8	1.3	1.4	0.6	-0.5	1.6	6.5	0.6	1.0	1.4
Q2	107.4	1.8	0.9	2.5	0.9	0.6	0.4	1.5	-0.2	3.7	0.2	1.8	2.4
Q3	108.0	2.8	1.4	4.1	1.2	1.1	0.6	0.6	1.2	4.3	0.5	2.7	3.5
2021 June	107.7	1.9	0.9	2.8	0.7	0.3	0.2	-0.2	0.3	1.3	0.1	1.8	2.5
July	107.6	2.2	0.7	3.3	0.9	0.6	0.3	0.3	1.1	2.0	0.1	2.0	3.5
Aug.	108.0	3.0	1.6	4.5	1.1	0.3	0.2	0.6	0.1	1.0	0.2	2.9	3.5
Sep.	108.5	3.4	1.9	4.6	1.7	0.2	0.2	0.2	-0.6	1.4	0.4	3.3	3.6
Oct.	109.4	4.1	2.0	5.5	2.1	0.7	0.3	-0.1	-0.1	5.6	0.3	4.0	4.6
Nov. ³⁾	109.9	4.9	2.6	.	2.7	0.7	0.3	0.8	0.2	2.9	0.5	.	.

	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 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
2021 Q1	1.3	1.2	1.7	0.5	0.9	-0.6	1.3	1.2	1.1	-0.4	1.4	1.5
Q2	0.6	0.8	-0.2	3.6	0.8	12.0	1.4	1.3	0.8	-0.1	0.5	1.6
Q3	1.9	1.7	2.5	5.4	1.8	15.8	1.4	1.1	2.4	0.7	1.1	1.6
2021 June	0.5	0.8	-0.3	4.1	1.2	12.6	1.4	1.3	0.7	-0.1	0.1	1.7
July	1.6	1.5	1.9	4.3	0.7	14.3	1.4	1.1	1.7	0.7	0.3	1.7
Aug.	2.0	1.7	3.0	6.0	2.6	15.4	1.4	1.1	2.3	0.7	1.0	1.6
Sep.	2.0	1.9	2.6	6.1	2.1	17.6	1.5	1.2	3.3	0.6	1.9	1.5
Oct.	1.9	2.1	1.4	7.6	2.0	23.7	1.6	1.2	3.6	1.5	2.3	1.7
Nov. ³⁾	2.2	2.3	1.9	.	2.4	27.4	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

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	2.5	4.9	4.1
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	1.9	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	1.3	5.4	1.7
2020 Q4	102.6	-1.7	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.0	-0.5	0.7	-6.7	1.6	6.0	-0.9
2021 Q1	105.9	2.1	1.3	1.4	2.7	1.0	0.0	-0.7	0.7	3.8	2.6	6.1	-1.3
Q2	109.4	9.2	6.8	4.7	9.0	1.7	1.8	1.8	1.2	23.7	4.5	7.2	-2.8
Q3	115.6	14.0	9.3	7.4	14.1	3.0	2.8	2.9	2.1	34.3	.	.	.
2021 May	109.3	9.6	7.2	4.9	9.3	1.8	2.0	1.9	1.3	25.1	-	-	-
June	110.9	10.3	7.4	5.6	10.7	2.0	2.4	2.6	1.4	25.5	-	-	-
July	113.7	12.4	8.4	6.8	12.8	2.5	2.7	2.8	1.9	30.1	-	-	-
Aug.	114.9	13.4	9.2	7.4	14.3	3.1	2.8	2.8	2.2	31.9	-	-	-
Sep.	118.1	16.1	10.3	8.1	15.2	3.6	3.0	3.1	2.3	40.8	-	-	-
Oct.	124.5	21.9	11.8	8.9	16.8	3.9	3.4	3.2	2.8	62.5	-	-	-

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	103.6	1.5	1.8	1.5	1.9	1.9	1.5	2.2	60.4	-0.9	-6.3	4.3	-0.6	-6.2	5.7
2019	105.3	1.7	1.5	1.1	1.8	2.3	0.8	0.3	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.3	-2.3
2020	107.1	1.6	1.1	0.5	3.5	1.2	-1.3	-2.6	37.0	1.5	3.4	-0.3	-0.9	-0.1	-1.8
2020 Q4	107.4	1.2	0.9	0.0	2.8	0.5	-1.4	-2.6	37.4	4.1	0.1	7.9	-0.5	-6.1	6.2
2021 Q1	108.1	1.5	1.6	1.0	2.4	1.1	0.8	0.8	50.4	18.3	9.1	27.3	14.0	5.1	24.6
Q2	108.3	0.5	1.5	1.5	-1.3	2.4	4.3	7.0	57.0	38.3	20.1	56.4	35.6	20.2	54.4
Q3	109.5	2.7	3.5	2.6	2.9	4.3	7.0	9.5	61.9	31.1	26.2	35.4	32.3	28.2	36.7
2021 June	-	-	-	-	-	-	-	-	60.7	38.2	22.2	53.4	35.9	21.9	52.1
July	-	-	-	-	-	-	-	-	62.9	36.9	26.8	46.0	36.1	27.4	45.5
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	59.5	29.8	28.7	30.7	31.6	31.4	31.8
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.4	26.7	23.1	29.9	29.4	26.0	33.0
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	72.1	33.7	27.3	39.7	35.2	28.5	42.7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70.8	29.8	30.9	28.7	33.0	35.1	30.8

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 Q4	1.6	2.6	-2.7	-7.8	7.0	56.7	52.6	51.6	48.3
2021 Q1	10.7	5.0	-1.8	-3.8	8.1	74.0	54.0	56.5	48.6
Q2	30.0	18.2	8.5	15.7	20.4	85.9	60.1	68.2	53.1
Q3	37.0	28.0	12.3	26.1	35.0	87.7	63.8	70.3	55.1
2021 June	36.0	23.1	10.9	21.9	24.7	88.5	63.2	71.1	55.6
July	35.5	26.1	12.2	25.7	31.2	89.2	63.1	71.9	55.4
Aug.	37.2	27.3	11.7	27.8	34.4	87.0	63.3	68.6	54.7
Sep.	38.3	30.6	13.1	24.8	39.3	86.9	65.2	70.4	55.1
Oct.	42.3	36.9	16.6	32.7	46.3	89.5	67.5	72.6	55.8
Nov.	49.0	44.5	19.8	37.8	52.5	88.9	71.4	73.7	57.8

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	104.4	2.5	2.3	3.2	2.6	2.3	2.0
2019	106.9	2.4	2.6	2.1	2.4	2.5	2.2
2020	110.2	3.1	3.7	1.2	2.7	3.8	1.8
2020 Q4	116.6	2.9	3.4	0.7	2.2	4.2	2.0
2021 Q1	104.6	1.3	2.0	-1.0	1.2	1.9	1.4
Q2	115.8	-0.2	-0.4	0.8	-0.9	1.6	1.8
Q3	.	.	.	.	.	.	1.3

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	1.2	1.5	2.6	2.1	0.1	1.1	3.9	1.5	2.6	2.0
2019	105.3	1.9	-1.0	2.3	1.8	0.7	0.9	1.8	2.5	2.4	2.6	2.0
2020	110.1	4.5	-1.2	2.8	4.7	6.5	0.7	0.3	1.6	5.6	6.3	13.6
2020 Q4	109.8	3.7	-0.5	-1.1	3.0	5.4	1.8	1.0	4.9	4.9	6.1	22.4
2021 Q1	110.3	1.5	3.2	-3.2	5.1	2.0	0.6	1.1	4.3	3.1	2.8	15.4
Q2	108.9	-4.4	7.1	-10.7	-3.1	-7.7	1.1	-2.4	8.7	-2.3	-4.6	-2.1
Q3	109.8	1.2	6.0	-1.3	2.1	-0.6	5.0	0.7	4.3	1.0	2.3	0.0
Compensation per employee												
2018	105.2	2.1	0.9	1.8	2.2	2.0	2.6	2.3	2.9	2.7	1.9	2.9
2019	107.4	2.1	3.2	1.4	1.4	1.6	3.2	2.2	2.4	2.8	2.3	3.3
2020	106.7	-0.6	0.5	-2.3	-1.6	-4.6	0.4	-0.3	0.9	-0.3	2.4	-2.6
2020 Q4	109.0	0.9	0.2	0.0	1.5	-3.5	1.4	0.7	2.4	1.1	3.3	-0.4
2021 Q1	109.4	2.1	2.0	2.0	4.3	-0.8	2.0	3.1	3.1	1.9	2.2	1.2
Q2	109.5	7.2	2.7	9.2	9.6	12.9	7.5	1.1	10.2	8.0	2.2	11.1
Q3	111.8	3.0	2.2	3.5	1.3	4.4	3.6	1.8	3.9	2.7	2.1	3.1
Labour productivity per person employed												
2018	101.7	0.2	-0.3	0.3	-0.4	-0.2	2.5	1.2	-1.0	1.1	-0.7	1.0
2019	102.0	0.3	4.2	-0.9	-0.4	0.9	2.4	0.3	-0.2	0.3	-0.3	1.2
2020	97.0	-4.9	1.7	-5.0	-6.0	-10.5	-0.2	-0.5	-0.7	-5.6	-3.7	-14.3
2020 Q4	99.3	-2.7	0.7	1.1	-1.4	-8.4	-0.4	-0.4	-2.4	-3.6	-2.6	-18.7
2021 Q1	99.2	0.6	-1.2	5.5	-0.8	-2.8	1.4	1.9	-1.2	-1.2	-0.6	-12.3
Q2	100.6	12.1	-4.1	22.2	13.2	22.3	6.3	3.5	1.4	10.5	7.0	13.6
Q3	101.8	1.8	-3.6	4.9	-0.7	5.0	-1.3	1.1	-0.4	1.6	-0.2	3.2
Compensation per hour worked												
2018	104.9	1.9	1.3	1.8	1.5	1.4	2.4	2.3	2.0	2.2	2.2	2.4
2019	107.4	2.3	3.7	1.9	1.7	2.0	3.1	1.8	2.1	2.8	2.4	3.7
2020	113.0	5.2	2.7	3.2	4.0	5.9	2.8	1.3	5.6	4.6	4.9	6.8
2020 Q4	113.6	5.2	1.9	3.0	3.9	6.1	2.5	1.3	6.1	3.8	4.9	7.1
2021 Q1	114.4	3.4	0.8	1.1	1.3	6.2	2.6	1.6	3.3	2.5	1.8	4.6
Q2	112.6	-4.5	-2.2	-4.2	-7.2	-6.6	1.6	-3.5	-0.4	-3.0	-2.4	-5.6
Q3	113.5	2.0	2.7	1.6	1.5	1.7	2.1	1.5	0.7	0.9	3.1	2.5
Hourly labour productivity												
2018	101.9	0.1	-0.5	0.4	-0.9	-0.4	2.4	1.1	-1.7	0.8	-0.5	0.6
2019	102.5	0.6	5.2	-0.3	-0.2	1.3	2.3	0.1	-0.5	0.4	-0.2	1.5
2020	104.1	1.5	2.0	0.8	1.0	0.0	3.0	1.8	6.2	0.2	-0.8	-4.3
2020 Q4	104.7	2.1	0.4	4.5	2.2	0.9	1.7	0.9	1.9	-0.1	-0.8	-10.9
2021 Q1	104.8	1.7	-3.1	4.6	-4.1	3.4	1.8	0.5	-3.2	-1.0	-1.2	-8.7
Q2	104.3	-1.7	-7.9	6.2	-5.3	-0.6	-0.5	-1.8	-13.7	-2.5	1.5	-7.7
Q3	104.3	0.8	-2.5	2.9	-0.5	2.6	-3.2	0.6	-3.6	-0.2	0.6	3.1

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	1,164.6	7,112.2	8,276.8	1,126.8	2,299.7	3,426.6	11,703.4	74.9	523.7	63.1	661.7	12,365.1
2019	1,222.4	7,721.9	8,944.3	1,069.7	2,364.2	3,433.9	12,378.2	79.3	528.8	-1.4	606.6	12,984.8
2020	1,360.8	8,886.2	10,247.0	1,034.9	2,450.1	3,485.0	13,731.9	101.5	636.5	-0.7	737.3	14,469.2
2020 Q4	1,360.8	8,886.2	10,247.0	1,034.9	2,450.1	3,485.0	13,731.9	101.5	636.5	-0.7	737.3	14,469.2
2021 Q1	1,392.9	9,137.6	10,530.4	991.5	2,477.0	3,468.5	13,998.9	109.3	617.9	15.7	743.0	14,741.9
Q2	1,419.7	9,350.5	10,770.2	936.3	2,489.6	3,425.9	14,196.1	111.9	613.7	27.5	753.1	14,949.2
Q3	1,444.4	9,617.8	11,062.2	903.2	2,493.4	3,396.6	14,458.7	120.4	597.7	37.3	755.4	15,214.2
2021 May	1,411.3	9,254.2	10,665.5	961.1	2,485.8	3,446.9	14,112.4	107.6	614.1	30.8	752.5	14,864.9
June	1,419.7	9,350.5	10,770.2	936.3	2,489.6	3,425.9	14,196.1	111.9	613.7	27.5	753.1	14,949.2
July	1,427.4	9,428.9	10,856.3	931.1	2,490.4	3,421.5	14,277.8	115.7	614.2	34.2	764.2	15,042.0
Aug.	1,435.8	9,519.2	10,955.1	914.2	2,487.1	3,401.3	14,356.4	112.7	615.0	35.8	763.5	15,119.9
Sep.	1,444.4	9,617.8	11,062.2	903.2	2,493.4	3,396.6	14,458.7	120.4	597.7	37.3	755.4	15,214.2
Oct. ^(p)	1,451.7	9,663.2	11,114.9	929.6	2,495.8	3,425.3	14,540.2	132.6	618.6	40.3	791.5	15,331.7
Transactions												
2018	51.3	467.7	519.1	-74.5	45.4	-29.1	489.9	-0.8	12.6	-4.8	7.0	496.9
2019	57.7	604.8	662.5	-61.6	62.4	0.8	663.3	4.2	-4.1	-58.5	-58.3	605.0
2020	138.4	1,250.1	1,388.5	-28.9	86.7	57.8	1,446.3	19.5	113.8	0.1	133.4	1,579.8
2020 Q4	29.5	279.0	308.5	-29.9	24.6	-5.3	303.3	-2.2	41.3	-6.3	32.9	336.1
2021 Q1	32.1	238.9	271.0	-47.1	28.5	-18.6	252.4	6.9	-18.6	18.1	6.4	258.7
Q2	26.9	217.3	244.2	-54.0	12.6	-41.4	202.8	2.9	-3.6	11.7	11.0	213.8
Q3	25.0	254.4	279.3	-34.4	11.7	-22.6	256.7	5.5	-16.0	8.6	-1.9	254.8
2021 May	8.9	70.2	79.1	-7.9	2.2	-5.7	73.4	-1.1	0.4	7.5	6.8	80.1
June	8.4	89.2	97.6	-26.7	3.7	-23.0	74.6	3.7	-0.3	-3.8	-0.4	74.3
July	8.0	77.6	85.6	-5.0	0.9	-4.1	81.5	3.8	0.5	6.8	11.1	92.5
Aug.	8.4	81.0	89.4	-17.2	4.7	-12.5	76.8	-3.1	0.8	1.2	-1.1	75.8
Sep.	8.6	95.8	104.4	-12.1	6.2	-6.0	98.4	4.8	-17.3	0.6	-11.9	86.5
Oct. ^(p)	8.3	46.5	54.7	26.8	2.4	29.1	83.9	12.3	20.9	3.4	36.6	120.4
Growth rates												
2018	4.6	7.0	6.7	-6.2	2.0	-0.8	4.4	-1.1	2.5	-	1.1	4.2
2019	5.0	8.5	8.0	-5.4	2.7	0.0	5.7	5.5	-0.8	-	-8.8	4.9
2020	11.3	16.2	15.6	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.6	-	22.0	12.2
2020 Q4	11.3	16.2	15.6	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.6	-	22.0	12.2
2021 Q1	10.1	14.2	13.7	-7.8	4.9	0.9	10.2	-3.6	16.5	-	7.7	10.1
Q2	9.0	12.2	11.8	-12.9	3.8	-1.4	8.3	13.5	8.5	-	10.6	8.4
Q3	8.5	11.5	11.1	-15.5	3.2	-2.5	7.6	12.6	0.5	-	6.8	7.5
2021 May	9.2	12.1	11.7	-11.5	4.1	-0.8	8.4	9.0	13.2	-	13.3	8.6
June	9.0	12.2	11.8	-12.9	3.8	-1.4	8.3	13.5	8.5	-	10.6	8.4
July	8.9	11.3	11.0	-13.7	3.5	-1.8	7.6	5.0	6.2	-	9.8	7.7
Aug.	8.6	11.4	11.0	-12.7	3.3	-1.5	7.8	15.3	7.2	-	12.1	8.0
Sep.	8.5	11.5	11.1	-15.5	3.2	-2.5	7.6	12.6	0.5	-	6.8	7.5
Oct. ^(p)	8.5	11.1	10.7	-12.0	2.9	-1.6	7.5	27.9	3.9	202.5	11.1	7.7

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	2,335.4	1,902.7	277.2	148.1	7.3	6,646.9	4,036.6	517.5	2,091.3	1.5	992.0	204.6	434.7
2019	2,483.9	2,070.3	256.7	150.5	6.4	7,044.4	4,399.1	492.0	2,152.4	1.0	1,026.5	215.7	464.7
2020	2,988.5	2,531.8	310.0	143.5	3.2	7,651.2	4,956.1	437.2	2,257.1	0.9	1,097.1	234.6	501.2
2020 Q4	2,988.5	2,531.8	310.0	143.5	3.2	7,651.2	4,956.1	437.2	2,257.1	0.9	1,097.1	234.6	501.2
2021 Q1	3,060.5	2,609.4	300.2	143.5	7.5	7,813.5	5,104.5	422.0	2,286.1	0.9	1,133.3	217.0	491.1
Q2	3,100.2	2,660.9	290.8	140.0	8.5	7,906.0	5,197.8	407.0	2,300.5	0.7	1,164.8	222.5	494.6
Q3	3,160.4	2,736.2	283.8	130.9	9.6	8,020.8	5,314.2	388.9	2,317.1	0.7	1,210.6	227.4	515.6
2021 May	3,066.3	2,623.0	294.7	141.6	6.9	7,870.1	5,161.5	411.6	2,296.2	0.8	1,152.1	228.1	492.1
June	3,100.2	2,660.9	290.8	140.0	8.5	7,906.0	5,197.8	407.0	2,300.5	0.7	1,164.8	222.5	494.6
July	3,108.6	2,679.9	284.9	135.9	7.8	7,944.3	5,236.6	399.2	2,307.7	0.8	1,186.6	227.3	499.3
Aug.	3,128.9	2,707.2	282.4	130.7	8.7	7,988.4	5,282.3	394.6	2,310.8	0.7	1,186.9	227.1	501.9
Sep.	3,160.4	2,736.2	283.8	130.9	9.6	8,020.8	5,314.2	388.9	2,317.1	0.7	1,210.6	227.4	515.6
Oct. (p)	3,188.0	2,758.2	292.8	128.9	8.2	8,040.2	5,332.4	383.5	2,323.3	1.0	1,244.8	239.8	508.4
Transactions													
2018	96.7	108.7	-9.7	-1.0	-1.3	327.6	325.8	-45.0	46.1	0.6	-1.6	-3.1	18.2
2019	149.5	167.0	-18.9	1.8	-0.4	396.1	361.2	-26.3	61.7	-0.5	25.1	9.8	29.3
2020	515.7	469.6	55.8	-6.8	-2.9	612.0	560.6	-53.8	105.3	0.0	142.6	20.4	36.7
2020 Q4	40.1	59.0	-11.9	-3.3	-3.7	159.1	140.4	-9.5	28.1	-0.1	50.9	-6.0	27.5
2021 Q1	67.0	72.8	-9.9	0.0	4.2	160.8	146.1	-15.8	30.5	0.0	27.5	-18.2	-10.0
Q2	42.0	53.6	-9.2	-3.4	1.1	93.3	93.9	-14.9	14.4	-0.1	34.2	5.6	3.6
Q3	60.9	69.2	-8.0	-1.2	0.9	108.3	111.2	-18.3	15.4	-0.1	44.2	1.9	21.9
2021 May	14.0	15.3	0.3	-1.2	-0.4	32.3	35.0	-5.6	3.0	-0.1	14.9	3.6	-1.4
June	30.5	35.3	-4.8	-1.5	1.5	34.7	35.4	-4.8	4.2	-0.1	8.2	-6.0	2.5
July	16.0	23.3	-5.9	-0.8	-0.7	30.0	33.8	-7.8	4.1	0.0	21.9	4.7	4.7
Aug.	18.8	21.0	-2.6	-0.5	0.8	44.8	44.4	-4.6	5.0	0.0	-0.7	-0.2	2.6
Sep.	26.1	24.8	0.5	0.1	0.8	33.4	33.0	-5.9	6.4	-0.1	23.0	-2.6	14.7
Oct. (p)	28.1	22.4	9.0	-2.0	-1.4	19.5	18.3	-5.3	6.2	0.4	35.0	12.5	-7.2
Growth rates													
2018	4.3	6.0	-3.4	-0.6	-15.9	5.2	8.8	-8.0	2.3	70.4	-0.2	-1.5	4.4
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.5	6.0	8.9	-5.1	3.0	-35.6	2.5	4.8	6.7
2020	20.7	22.7	21.6	-4.5	-47.0	8.7	12.7	-10.9	4.9	-5.2	14.3	9.4	7.9
2020 Q4	20.7	22.7	21.6	-4.5	-47.0	8.7	12.7	-10.9	4.9	-5.2	14.3	9.4	7.9
2021 Q1	17.9	19.6	15.2	-2.7	9.2	9.1	12.6	-10.4	6.0	40.9	4.6	-5.7	4.1
Q2	8.4	11.4	-8.3	-5.7	47.4	7.6	11.0	-11.8	4.5	-20.2	15.9	-2.7	5.6
Q3	7.1	10.3	-12.1	-5.4	38.0	7.0	10.2	-13.1	4.0	-31.8	14.9	-6.8	9.1
2021 May	9.0	11.7	-5.8	-3.9	48.1	7.9	11.3	-11.3	4.9	-13.4	11.7	-0.1	6.5
June	8.4	11.4	-8.3	-5.7	47.4	7.6	11.0	-11.8	4.5	-20.2	15.9	-2.7	5.6
July	6.8	10.4	-14.2	-5.4	47.1	7.3	10.6	-12.6	4.3	-28.6	14.7	-4.1	4.4
Aug.	6.9	10.1	-13.0	-5.6	97.0	7.3	10.7	-12.6	4.1	-27.9	16.6	-1.8	6.1
Sep.	7.1	10.3	-12.1	-5.4	38.0	7.0	10.2	-13.1	4.0	-31.8	14.9	-6.8	9.1
Oct. (p)	7.4	10.5	-10.0	-6.8	44.7	6.5	9.6	-13.7	3.9	6.7	18.2	-0.1	6.0

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			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2018	4,678.9	1,010.8	3,656.7	13,410.4	11,119.2	11,480.7	4,404.0	5,741.0	847.9	126.3	1,518.3	772.9
2019	4,654.5	989.2	3,653.5	13,856.8	11,446.4	11,835.1	4,474.3	5,930.1	891.0	151.0	1,560.6	849.9
2020	5,914.6	998.8	4,903.9	14,333.2	11,919.8	12,295.3	4,721.5	6,118.8	911.7	167.8	1,548.1	865.3
2020 Q4	5,914.6	998.8	4,903.9	14,333.2	11,919.8	12,295.3	4,721.5	6,118.8	911.7	167.8	1,548.1	865.3
2021 Q1	6,069.4	994.5	5,073.2	14,457.5	12,058.9	12,410.0	4,777.1	6,176.5	953.7	151.6	1,518.4	880.2
Q2	6,217.4	1,004.1	5,211.7	14,488.0	12,077.6	12,440.5	4,746.7	6,239.8	942.0	149.1	1,523.1	887.2
Q3	6,364.7	999.2	5,363.9	14,611.5	12,182.5	12,536.2	4,774.6	6,311.0	952.2	144.7	1,532.3	896.7
2021 May	6,148.8	1,002.3	5,144.7	14,463.2	12,067.9	12,417.4	4,747.0	6,215.4	949.0	156.4	1,510.7	884.7
June	6,217.4	1,004.1	5,211.7	14,488.0	12,077.6	12,440.5	4,746.7	6,239.8	942.0	149.1	1,523.1	887.2
July	6,305.8	1,006.9	5,297.2	14,530.9	12,114.7	12,474.0	4,747.8	6,273.3	945.7	147.9	1,527.9	888.3
Aug.	6,347.9	1,004.0	5,342.2	14,556.8	12,137.3	12,492.9	4,759.2	6,292.7	939.4	146.0	1,524.0	895.5
Sep.	6,364.7	999.2	5,363.9	14,611.5	12,182.5	12,536.2	4,774.6	6,311.0	952.2	144.7	1,532.3	896.7
Oct. ^(p)	6,393.6	987.4	5,404.6	14,677.4	12,228.9	12,590.0	4,794.2	6,334.3	945.9	154.5	1,553.0	895.5
Transactions												
2018	91.7	-27.8	119.5	373.3	305.8	381.1	123.7	165.9	-1.4	17.5	88.4	-20.9
2019	-88.4	-23.2	-65.6	449.7	376.1	422.9	115.0	200.3	40.6	20.2	30.2	43.4
2020	1,042.0	13.5	1,028.4	737.1	538.1	559.4	288.3	209.1	23.8	16.9	170.7	28.2
2020 Q4	165.1	-0.3	165.3	145.2	75.0	112.3	-0.6	59.7	5.7	10.1	28.4	41.8
2021 Q1	150.1	-3.8	164.3	150.6	139.6	111.2	55.9	60.8	39.2	-16.4	2.7	8.3
Q2	164.2	9.5	154.1	53.3	43.6	51.8	-18.8	75.3	-10.6	-2.4	4.8	5.0
Q3	150.2	-5.1	155.2	131.9	117.5	120.4	39.5	65.8	19.1	-7.0	9.6	4.9
2021 May	57.2	1.8	55.2	40.3	34.4	26.0	4.2	24.3	1.5	4.4	-1.6	7.5
June	63.5	1.9	61.7	22.0	10.2	26.3	1.0	26.0	-9.5	-7.3	9.4	2.4
July	62.7	2.8	59.9	44.4	42.6	42.4	14.4	25.3	4.2	-1.2	4.1	-2.3
Aug.	51.1	-3.1	54.1	32.6	30.6	29.0	10.3	19.9	2.4	-1.9	-3.1	5.1
Sep.	36.4	-4.8	41.2	54.9	44.2	49.0	14.9	20.7	12.5	-3.9	8.5	2.1
Oct. ^(p)	33.9	-12.0	45.9	74.7	46.2	58.5	18.9	23.7	-6.1	9.8	32.0	-3.5
Growth rates												
2018	2.0	-2.7	3.4	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	-0.2	16.2	6.1	-2.6
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.0	2.0	5.5
2020	22.2	1.4	27.8	5.4	4.7	4.7	6.4	3.5	2.7	10.3	11.4	3.4
2020 Q4	22.2	1.4	27.8	5.4	4.7	4.7	6.4	3.5	2.7	10.3	11.4	3.4
2021 Q1	21.7	-0.8	28.0	4.6	3.6	3.5	4.6	3.8	-1.2	-3.5	10.1	8.3
Q2	13.1	0.5	16.2	3.6	3.1	3.0	1.4	4.5	3.4	-3.5	5.3	7.6
Q3	11.0	0.0	13.5	3.4	3.2	3.2	1.6	4.3	5.9	-10.1	3.0	7.3
2021 May	15.4	-0.2	19.3	3.5	2.8	2.7	1.5	4.3	0.5	1.7	5.2	9.6
June	13.1	0.5	16.2	3.6	3.1	3.0	1.4	4.5	3.4	-3.5	5.3	7.6
July	12.4	1.0	15.1	3.4	3.1	3.0	1.3	4.5	4.2	-4.9	4.5	6.9
Aug.	12.1	1.0	14.8	3.2	3.0	3.0	1.0	4.5	5.2	-6.0	2.7	7.1
Sep.	11.0	0.0	13.5	3.4	3.2	3.2	1.6	4.3	5.9	-10.1	3.0	7.3
Oct. ^(p)	10.5	-1.2	13.2	3.7	3.3	3.4	1.9	4.3	5.7	-5.7	4.4	7.7

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 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					6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2018	4,404.0	4,488.4	990.5	842.3	2,571.1	5,741.0	6,023.6	682.6	4,355.4	703.0
2019	4,474.3	4,576.5	966.7	877.5	2,630.1	5,930.1	6,221.7	720.1	4,523.5	686.5
2020	4,721.5	4,839.5	898.1	1,011.3	2,812.1	6,118.8	6,386.6	700.2	4,723.8	694.8
2020 Q4	4,721.5	4,839.5	898.1	1,011.3	2,812.1	6,118.8	6,386.6	700.2	4,723.8	694.8
2021 Q1	4,777.1	4,897.7	894.4	1,017.8	2,864.9	6,176.5	6,439.5	696.3	4,786.6	693.7
Q2	4,746.7	4,866.6	833.0	971.6	2,942.2	6,239.8	6,498.5	693.7	4,851.8	694.3
Q3	4,774.6	4,889.7	835.1	972.1	2,967.5	6,311.0	6,569.3	696.6	4,914.4	699.9
2021 May	4,747.0	4,861.8	872.6	973.7	2,900.7	6,215.4	6,475.0	692.1	4,830.8	692.5
June	4,746.7	4,866.6	833.0	971.6	2,942.2	6,239.8	6,498.5	693.7	4,851.8	694.3
July	4,747.8	4,860.7	828.2	968.1	2,951.4	6,273.3	6,531.3	695.6	4,874.6	703.1
Aug.	4,759.2	4,873.8	828.1	969.4	2,961.7	6,292.7	6,552.2	695.4	4,894.9	702.4
Sep.	4,774.6	4,889.7	835.1	972.1	2,967.5	6,311.0	6,569.3	696.6	4,914.4	699.9
Oct. ^(p)	4,794.2	4,912.3	859.1	971.0	2,964.1	6,334.3	6,590.2	698.8	4,935.0	700.5
Transactions										
2018	123.7	175.9	17.3	31.3	75.1	165.9	187.6	41.1	134.1	-9.4
2019	115.0	142.5	-13.1	44.8	83.2	200.3	216.2	41.0	168.5	-9.2
2020	288.3	324.8	-54.1	138.7	203.6	209.1	193.9	-11.8	210.6	10.4
2020 Q4	-0.6	20.3	-21.6	-1.8	22.8	59.7	64.9	-1.0	59.5	1.2
2021 Q1	55.9	58.1	-3.8	6.8	52.9	60.8	58.1	-2.2	63.3	-0.3
Q2	-18.8	-22.4	-57.6	-43.2	82.0	75.3	70.6	2.4	72.1	0.9
Q3	39.5	43.9	4.0	1.8	33.7	65.8	67.6	4.1	63.9	-2.2
2021 May	4.2	-5.2	-0.4	-22.5	27.0	24.3	23.4	1.1	22.9	0.3
June	1.0	9.6	-39.9	-1.5	42.3	26.0	24.5	2.1	23.6	0.3
July	14.4	10.3	-3.0	-1.2	18.6	25.3	25.0	1.7	23.8	-0.2
Aug.	10.3	14.1	0.0	0.8	9.5	19.9	21.3	0.3	20.3	-0.7
Sep.	14.9	19.4	7.0	2.3	5.6	20.7	21.4	2.1	19.9	-1.3
Oct. ^(p)	18.9	25.2	24.1	-1.6	-3.6	23.7	23.5	2.7	20.2	0.9
Growth rates										
2018	2.9	4.1	1.8	3.8	3.0	3.0	3.2	6.3	3.2	-1.3
2019	2.6	3.2	-1.3	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.4	7.1	-5.7	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2020 Q4	6.4	7.1	-5.7	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021 Q1	4.6	5.3	-9.2	11.1	7.5	3.8	3.3	-1.6	5.0	1.5
Q2	1.4	1.9	-11.8	-2.2	7.3	4.5	4.0	0.6	5.7	0.6
Q3	1.6	2.1	-8.6	-3.6	6.9	4.3	4.1	0.5	5.6	-0.1
2021 May	1.5	1.9	-7.8	-2.6	6.2	4.3	3.9	0.7	5.4	0.7
June	1.4	1.9	-11.8	-2.2	7.3	4.5	4.0	0.6	5.7	0.6
July	1.3	1.7	-11.4	-3.1	7.2	4.5	4.1	0.4	5.7	0.4
Aug.	1.0	1.5	-11.0	-3.8	6.8	4.5	4.2	0.1	5.8	0.2
Sep.	1.6	2.1	-8.6	-3.6	6.9	4.3	4.1	0.5	5.6	-0.1
Oct. ^(p)	1.9	2.5	-5.0	-3.6	6.1	4.3	4.1	0.6	5.5	-0.1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 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	389.1	6,813.8	1,938.6	56.1	2,097.7	2,721.4	1,046.1	432.7	187.0	194.9
2019	363.4	7,055.1	1,944.5	50.2	2,155.2	2,905.3	1,474.7	417.4	178.9	187.2
2020	744.6	6,961.3	1,914.8	42.1	1,991.8	3,012.5	1,437.6	489.7	130.1	139.2
2020 Q4	744.6	6,961.3	1,914.8	42.1	1,991.8	3,012.5	1,437.6	489.7	130.1	139.2
2021 Q1	704.0	6,891.1	1,897.4	41.2	1,985.5	2,967.0	1,409.5	400.7	127.2	130.2
Q2	680.1	6,847.0	1,868.8	40.2	1,956.0	2,982.1	1,411.2	359.8	123.7	134.5
Q3	690.9	6,856.9	1,850.7	38.7	1,976.4	2,991.1	1,375.2	410.5	139.0	146.0
2021 May	698.1	6,839.0	1,869.6	40.7	1,947.2	2,981.6	1,463.6	326.4	133.4	130.8
June	680.1	6,847.0	1,868.8	40.2	1,956.0	2,982.1	1,411.2	359.8	123.7	134.5
July	686.8	6,889.7	1,860.9	39.4	1,962.6	3,026.7	1,436.9	344.9	133.4	133.2
Aug.	708.7	6,873.4	1,851.2	39.0	1,960.7	3,022.5	1,445.8	351.6	125.3	128.4
Sep.	690.9	6,856.9	1,850.7	38.7	1,976.4	2,991.1	1,375.2	410.5	139.0	146.0
Oct. ^(p)	739.6	6,866.9	1,835.3	38.1	2,005.7	2,987.7	1,396.4	470.7	139.2	146.9
Transactions										
2018	44.9	49.0	-38.0	-4.9	15.1	76.8	91.8	34.0	16.2	23.6
2019	-25.0	107.9	-5.5	-2.9	28.0	88.3	312.6	14.2	-2.7	-2.5
2020	316.3	-34.9	-14.9	-8.0	-101.2	89.1	-60.2	142.3	-48.8	-48.0
2020 Q4	-48.7	-3.0	-6.9	-0.8	-43.1	47.9	-85.4	59.5	-9.8	-8.1
2021 Q1	-40.5	-27.4	-20.9	-0.9	-29.6	24.0	10.9	-120.7	-2.9	-8.9
Q2	-24.0	-19.4	-21.9	-1.0	-24.5	28.1	-17.1	-30.0	-3.6	4.3
Q3	10.8	0.5	-18.5	-1.5	8.8	11.8	-44.9	29.0	15.3	11.5
2021 May	-21.8	-24.2	-1.0	-0.3	-17.6	-5.3	-10.9	-52.4	0.6	-0.5
June	-18.0	21.0	-2.3	-0.5	-2.9	26.7	-40.6	32.4	-9.7	3.7
July	6.7	-0.6	-7.6	-0.7	8.1	-0.4	3.5	-12.0	9.7	-1.3
Aug.	22.0	-9.4	-10.0	-0.4	-3.9	4.9	4.9	-0.3	-8.0	-4.8
Sep.	-17.9	10.5	-1.0	-0.4	4.6	7.3	-53.3	41.2	13.7	17.6
Oct. ^(p)	48.7	11.3	-15.1	-0.5	26.4	0.5	8.4	63.4	0.2	0.9
Growth rates										
2018	12.9	0.7	-1.9	-8.0	0.7	2.9	-	-	8.1	7.7
2019	-6.4	1.6	-0.3	-5.3	1.3	3.2	-	-	-1.5	-1.5
2020	87.4	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2020 Q4	87.4	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021 Q1	56.2	-0.3	-1.6	-12.6	-4.1	3.5	-	-	-30.7	-33.7
Q2	-10.3	-0.6	-2.7	-8.2	-4.8	3.9	-	-	-22.3	-22.9
Q3	-12.9	-0.7	-3.6	-9.9	-4.3	3.8	-	-	-0.6	-0.9
2021 May	5.3	-0.9	-2.7	-9.6	-4.9	3.2	-	-	-32.1	-38.1
June	-10.3	-0.6	-2.7	-8.2	-4.8	3.9	-	-	-22.3	-22.9
July	-9.5	-0.5	-3.0	-9.4	-4.0	3.7	-	-	-17.9	-23.5
Aug.	-12.0	-0.8	-3.9	-9.4	-3.8	3.5	-	-	-26.5	-27.7
Sep.	-12.9	-0.7	-3.6	-9.9	-4.3	3.8	-	-	-0.6	-0.9
Oct. ^(p)	-11.3	-0.4	-4.3	-10.5	-1.9	3.4	-	-	-6.4	-4.8

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
2017	-0.9	-1.4	0.1	0.2	0.2	1.0
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.0	0.0	0.3	1.0
2020	-7.2	-5.9	-0.4	0.0	-0.9	-5.7
2020 Q3	-5.2	.	.	.	.	-3.7
Q4	-7.2	.	.	.	.	-5.7
2021 Q1	-8.4	.	.	.	.	-6.8
Q2	-7.0	.	.	.	.	-5.6

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	
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.1	43.3	9.9	5.3	1.9	22.4	3.8
2018	46.4	45.9	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.6	22.4	3.7
2020	46.6	46.1	13.0	12.8	15.6	0.5	53.8	49.2	10.7	6.0	1.5	25.5	4.6
2020 Q3	46.6	46.1	13.0	12.8	15.5	0.4	51.8	47.6	10.5	5.8	1.6	24.8	4.2
Q4	46.6	46.1	13.0	12.8	15.6	0.5	53.8	49.2	10.7	6.0	1.5	25.5	4.6
2021 Q1	46.5	46.1	13.0	12.7	15.7	0.5	54.9	50.2	10.8	6.1	1.5	25.8	4.6
Q2	46.3	45.8	12.8	12.8	15.5	0.5	53.3	48.7	10.5	5.9	1.5	25.0	4.6

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87.5	3.2	14.5	69.9	48.0	32.0	39.5	8.6	78.9	16.4	28.9	42.3	85.7	1.8
2018	85.5	3.1	13.7	68.7	47.9	32.2	37.7	8.1	77.5	16.0	28.3	41.2	84.1	1.5
2019	83.6	3.0	12.9	67.6	45.2	30.4	38.4	7.6	75.9	15.6	27.7	40.3	82.2	1.4
2020	97.3	3.2	14.2	79.9	54.6	39.1	42.7	11.3	86.0	19.1	31.5	46.7	95.6	1.7
2020 Q3	96.6	3.1	13.9	79.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	97.3	3.2	14.2	79.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100.0	3.2	14.1	82.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98.3	3.1	13.9	81.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2017	-2.5	-1.0	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.1	0.1	-0.2	-0.4	-1.3	1.0
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.8	5.7	2.3	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	5.8	9.6
2020 Q3	11.3	3.7	3.0	3.2	2.9	0.3	-0.1	0.1	-0.3	0.0	4.6	8.5
Q4	13.8	5.7	2.3	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	5.8	9.6
2021 Q1	14.3	6.8	1.9	2.2	1.6	0.5	0.0	0.2	-0.1	-0.3	5.5	10.3
Q2	3.9	5.6	-1.3	-0.4	-1.0	0.4	0.0	0.2	0.0	-0.9	-0.3	5.8

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	12.5	11.0	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	14.9	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2020 Q3	15.8	14.4	4.7	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.8	
Q4	14.9	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2021 Q1	15.7	14.2	5.5	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.1	2.1	0.0	0.5	
Q2	15.5	14.1	5.2	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5	
2021 May	15.7	14.3	4.7	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.1	2.1	-0.1	0.6	
June	15.5	14.1	5.2	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5	
July	15.4	14.1	5.2	1.3	0.3	7.9	1.6	0.5	-0.3	2.0	1.9	-0.1	0.5	
Aug.	15.4	14.0	5.4	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.9	-0.1	0.5	
Sep.	15.6	14.2	4.7	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5	
Oct.	14.6	13.3	4.0	1.4	0.3	8.0	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0.7	1.3	-0.5	-0.3	0.6	-3.0	-3.0	-2.4	1.9	
2018	-0.8	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.5	-2.3	-2.2	-3.5	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-2.9	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.1	-4.3	-5.6	-4.9	-10.1	-11.0	-9.1	-9.6	-5.7	
2020 Q3	-7.1	-2.8	-4.0	-3.4	-5.5	-8.2	-7.2	-7.4	-4.2	
Q4	-9.1	-4.3	-5.6	-4.9	-10.1	-11.0	-9.1	-9.6	-5.7	
2021 Q1	-8.8	-5.8	-5.6	-5.6	-12.6	-11.6	-10.5	-10.2	-7.4	
Q2	-6.4	-5.2	-4.3	-4.4	-11.2	-8.7	-9.2	-8.9	-6.2	
Government debt										
2017	102.0	64.7	9.1	67.8	179.5	98.6	98.1	134.2	92.9	
2018	99.9	61.3	8.2	63.1	186.4	97.5	97.8	134.4	98.4	
2019	97.7	58.9	8.6	57.2	180.7	95.5	97.5	134.3	91.1	
2020	112.8	68.7	19.0	58.4	206.3	120.0	115.0	155.6	115.3	
2020 Q3	112.0	69.1	19.1	61.2	199.8	114.1	115.4	154.2	116.0	
Q4	112.8	68.7	19.0	58.4	205.7	120.0	115.0	155.6	115.3	
2021 Q1	116.9	69.9	19.6	60.4	209.0	125.3	117.9	159.6	121.4	
Q2	113.7	69.7	19.6	59.1	207.2	122.8	114.6	156.3	112.0	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0.8	0.4	1.4	3.2	1.3	-0.8	-3.0	-0.1	-1.0	-0.7
2018	-0.8	0.5	3.0	1.9	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.3	0.5	1.7	0.6	0.1	0.4	-1.3	-0.9
2020	-4.5	-7.2	-3.5	-9.7	-4.2	-8.3	-5.8	-7.7	-5.5	-5.5
2020 Q3	-3.5	-4.1	-2.6	-7.0	-2.5	-4.5	-4.2	-4.9	-4.0	-4.1
Q4	-4.5	-7.2	-3.5	-9.7	-4.2	-8.3	-5.8	-7.7	-5.5	-5.5
2021 Q1	-6.6	-7.2	-2.5	-10.0	-5.8	-10.6	-7.0	-8.2	-6.4	-6.0
Q2	-7.0	-5.4	-0.6	-8.6	-4.2	-8.5	-5.8	-6.4	-6.2	-4.4
Government debt										
2017	39.0	39.1	21.8	47.7	56.9	78.5	126.1	74.2	51.6	61.2
2018	37.1	33.7	20.8	43.6	52.4	74.0	121.5	70.3	49.6	59.8
2019	36.7	35.9	22.3	40.7	48.5	70.6	116.6	65.6	48.1	59.5
2020	43.2	46.6	24.8	53.4	54.3	83.2	135.2	79.8	59.7	69.5
2020 Q3	44.4	45.4	26.2	51.5	55.1	78.5	131.6	77.8	60.2	67.2
Q4	43.2	46.6	24.8	53.4	54.3	83.2	135.2	79.8	60.1	69.5
2021 Q1	45.4	45.1	28.0	57.5	54.9	87.0	139.1	84.9	60.1	70.4
Q2	43.3	44.6	26.2	59.5	54.2	86.2	135.4	80.0	61.4	69.4

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 15.12.2021 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-21-008-FI-N