

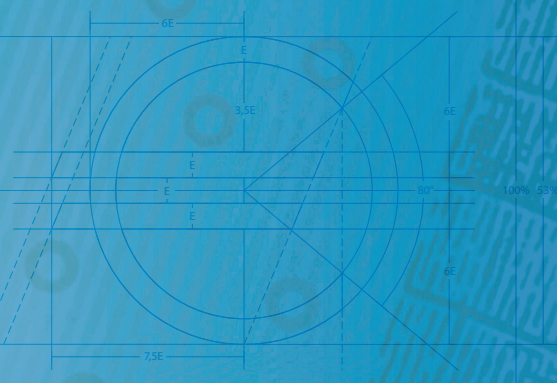


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

# Talouskatsaus

2/2024



# Sisällys

<b>Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys</b>	<b>2</b>
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	7
2 Talouskehitys	14
3 Hinnat ja kustannukset	22
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	29
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	35
6 Julkisen talouden kehitys	42
<b>Kehikot</b>	<b>45</b>
1 Öljyn ja kaasun hinnoilla spekulointi geopolittisten riskien aikoina	45
2 Miten geopolitiikka muuttaa ulkomaankauppaa	52
3 Miten kotitaloudet ovat sopeuttaneet kulutus- ja säästämiskäyttäytymistään nopean inflaation jaksolla?	58
4 Euroalueen elintarvikehintojen inflaatiota vauhdittaneet tekijät viimeisten kahden vuoden aikana	64
5 Katsaus eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden viimeaikaisten lyhyen aikavälin inflaatioennusteiden tarkkuuteen	70
6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 1.11.2023–30.1.2024	77
7 Euro globaalina valuuttana maksujen näkökulmasta	83
8 EKP:n ilmasto- ja luontosuunnitelma vuosille 2024–2025	87
<b>Tilastot (vain englanniksi)</b>	<b>S1</b>

# Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

## Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 7.3.2024 pitää EKP:n kolme ohjauskorkoa ennallaan. Inflaatio on hidastunut entisestään EKP:n neuvoston 25.1.2024 pitämän rahapolitiikkakokouksen jälkeen. Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden maaliskuisissa arvioissa inflaatiota on tarkistettu alaspäin varsinkin vuoden 2024 osalta. Tämä johtuu lähinnä siitä, että energiahintojen vaikutus inflaatioon on pienentynyt. Inflaation arvioidaan nyt olevan keskimäärin 2,3 % vuonna 2024 ja 2,0 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. Myös arvioita ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta inflaatiosta on tarkistettu alaspäin. Sen arvioidaan nyt olevan keskimäärin 2,6 % vuonna 2024 ja 2,1 % vuonna 2025 sekä 2,0 % vuonna 2026. Pohjainflaatio on useimpien mittareiden mukaan hidastunut entisestään, mutta euroalueen sisäiset hintapaineet ovat edelleen korkeat osaksi palkkojen voimakkaan nousun vuoksi. Rahoitusolot ovat tiukat, ja aiemmat koronnostot vaimentavat kysyntää edelleen. Tämä auttaa hidastamaan inflaatiota. Asiantuntijat ovat alentaneet vuotta 2024 koskevan kasvuarvionsa 0,6 prosenttiin, sillä talouden odotetaan pysyvän lähiaikoina heikohkona. Sen jälkeen sen arvioidaan vilkastuvan ja kasvavan 1,5 % vuonna 2025 ja 1,6 % vuonna 2026 aluksi kulutuksen ja myöhemmin myös investointien tuella.

EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. EKP:n neuvosto katsoo tämänhetkisen arvionsa perusteella EKP:n ohjauskorkojen olevan tasolla, jota riittävän pitkään ylläpitämällä edesautetaan tuntuvasti tämän päämäärän saavuttamista. EKP:n neuvoston tulevilla korkopäätöksillä varmistetaan, että ohjauskorot pitävät rahapolitiikan riittävän rajoittavana niin kauan kuin on tarpeen.

EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin tuoreimpien tietojen perusteella. Sen korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkymiä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen.

## Taloudellinen toiminta

Talous pysyy edelleen heikkona. Euroalueen ulkoisen kysynnän ja myös kilpailukyvyn jonkinasteisen heikkenemisen myötä kulutus ja investointien on aiempaa vaimeampaa ja yritysten vienti aiempaa vähäisempää. Kyselytutkimusten mukaan talous kuitenkin elpynee asteittain vuoden 2024 aikana. Inflaation hidastuessa ja palkkojen nousun jatkuessa reaalitytulot alkavat jälleen nousta ja

vahvistavat kasvua. Lisäksi aiempien koronnostojen kysyntää vaimentava vaikutus laantuu vähitellen, ja euroalueen vientikysynnän arvellaan vilkastuvan.

Työttömyysaste on alempi kuin kertaakaan aiemmin euron aikana. Vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä työllisyys kasvoi 0,3 % eli jälleen taloutta voimakkaammin, joten tuotos henkeä kohden heikkeni entisestään. Avoimia työpaikkoja on aiempaa vähemmän, ja aiempaa harvempi yritys ilmoittaa työvoimapulan rajoittavan tuotantoon.

Maaliskuun 2024 asiantuntija-arvioissa talouskasvun arvioidaan voimistuvan asteittain tämän vuoden aikana, kun käytettävissä olevat reaalitytulot kasvavat inflaation hidastumisen ja palkkojen vankan nousun myötä ja kun ulkomaankaupan vaihtosuhte paranee. Koska tämänhetkiset kuljetushäiriöt Punaisellamerellä eivät todennäköisesti aiheuta merkittäviä uusia toimitusrajoitteita, viennin kasvun odotetaan yltävän euroalueen ulkoisen kysynnän vahvistumisvauhtiin. Keskipitkällä aikavälillä talouskasvun elpymistä tukee myös EKP:n rahapolitiikan tiukentumisen vaikutusten asteittainen hälveneminen. BKT:n keskimääräisen vuotuisen kasvun odotetaan olevan 0,6 % vuonna 2024 ja 1,5 % vuonna 2025 sekä 1,6 % vuonna 2026. BKT:n kasvu vuonna 2024 on nyt arvioitu hitaammaksi kuin joulukuun 2023 asiantuntija-arvioissa negatiivisen kasvuperinnön vuoksi, ja myös tuoreimmat tilastot viittaavat arvioitua heikompaan kehitykseen. BKT:n kasvuarvio vuodelle 2025 on pysynyt ennallaan, mutta vuotta 2026 koskevaa arviota on tarkistettu hieman ylöspäin.

Valtioiden tulisi vähentää edelleen energiatukitoimiaan, jotta inflaation hidastuminen voisi jatkua vakaana. Finanssi- ja rakennepoliittisia toimia tulisi tehostaa, jotta euroalueen talouden tuottavuus ja kilpailukyky kohenisivat, tuotantokapasiteetti kasvaisi ja julkistalouden korkeat velkasuhteet alenisivat asteittain. Next Generation EU –ohjelman nopeampi toteutus sekä määrätietoisemmat toimet pankki- ja pääomamarkkinoiden syventämisestä ja yhdentymisestä hankaloittavien kansallisten esteiden poistamiseksi voivat auttaa lisäämään investointeja vihreään ja digitaaliseen siirtymään ja vähentämään hintapaineita keskipitkällä aikavälillä. EU:n talouden tarkistettu ohjausjärjestelmä tulisi ottaa käyttöön viipymättä.

## Inflaatio

Inflaatio hidastui 2,8 prosenttiin tammikuussa ja Eurostatin ennakoarvion mukaan vielä lisää helmikuussa, jolloin se oli 2,6 %. Elintarvikkeiden hintainflaatio hidastui edelleen. Se oli tammikuussa 5,6 % ja helmikuussa 4,0 %. Energiahinnat laskivat tammi- ja helmikuussa edelleen vuodentakaiseen verrattuna mutta hitaammin kuin joulukuussa. Myös tavaroiden hintainflaatio hidastui entisestään. Se oli 2,0 % tammikuussa ja 1,6 % helmikuussa. Palvelujen hintainflaatio hidastui helmikuussa 3,9 prosenttiin pysyteltään 4,0 prosentissa kolme kuukautta peräkkäin.

Useimmat pohjainflaation mittarit laskivat lisää tammikuussa aiempien tarjontasokkien vaikutuksen laantuessa ja kireän rahapolitiikan vaimentaessa kysyntää. Euroalueen sisäiset hintapaineet ovat kuitenkin edelleen korkeat. Tämä johtuu osaksi palkkojen vankasta noususta ja työvoiman tuottavuuden

heikkenemisestä. Palkkojen nousu näyttää kuitenkin alkavan maltillistua. Lisäksi voitot vaimentavat osittain työvoimakustannusten kasvun vaikutusta inflaatioon.

Inflaation odotetaan hidastuvan edelleen tulevien kuukausien aikana. Sen odotetaan palautuvan EKP:n neuvoston tavoitteen mukaiseksi sitten, kun työvoimakustannusten nousu maltillistuu ja kun energian aiempien hintasokkien ja tarjontakapeikkojen vaikutukset sekä pandemian jälkeisestä talouden avaamisesta johtuvat vaikutukset hiipuvat. Pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat pysyneet kutakuinkin ennallaan, enimmäkseen kahden prosentin tuntumassa.

Maaliskuun 2024 asiantuntija-arvioissa inflaation arvioidaan hidastuvan entisestään hintojen nousupaineiden vaimenemisen vuoksi ja rahapolitiikan kiristämisen vaikutuksesta. Se hidastunee kuitenkin vaisummin kuin vuonna 2023. Tuotantoketjun hintapaineiden arvioidaan vaimenevan edelleen, sillä Punaisenmeren kuljetushäiriöiden odotetaan nopeuttavan inflaatiota vain vähän. Energiahintojen laskiessa ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaation arvioidaan nopeutuvan pääasiassa työvoimakustannusten voimakkaan kehityksen vuoksi. Kireät työmarkkinat pitänevät nimellispalkkojen nousun nopeana, mutta sen odotetaan vähitellen vaimenevan arviointijakson mittaan, kun inflaation kompensoiminen lakkaa kiihdyttämästä inflaatiota. Työvoimakustannuspaineiden odotetaan vaimenevan tuottavuuden kasvun elpymisen myötä. Voittojen kasvun arvioidaan heikkenevän arviointijaksolla ja hillitsevän työvoimakustannusten välittymistä hintoihin. Kaiken kaikkiaan kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan ja olevan keskimäärin 2,3 % vuonna 2024 ja 2,0 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. Vuonna 2023 se oli keskimäärin 5,4 %. Energiassa inflaatiopaineet ovat vähentyneet edelleen, joten kokonaisinflaation odotetaan pysyvän ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettua inflaatiota hitaampana koko arviointijakson ajan. Kokonaisinflaatio on arvioitu vuosina 2024 ja 2025 nyt hitaammaksi kuin joulukuun 2023 asiantuntija-arvioissa pääasiassa energiaraaka-aineiden hintojen laskun ja työvoimakustannuspaineiden vähenemisen suorien ja välillisten vaikutusten vuoksi. Vuotta 2026 koskeva inflaatioarvio on sen sijaan ennallaan.

## Riskiarvio

Taloukasvuun kohdistuvat riskit painottuvat edelleen arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. Kasvu voi jäädä heikommaksi, jos rahapolitiikan vaikutukset osoittautuvat odotettua voimakkaammiksi. Kasvu voi olla odotettua hitaampaa myös, jos maailmantalouden kehitys heikkenee tai maailmankaupan kasvu hiljenee entisestään. Venäjän perusteeton sota Ukrainassa ja Lähi-idän murheellinen konflikti suurentavat huomattavasti geopoliittista riskiä, mikä saattaa heikentää yritysten ja kotitalouksien luottamusta tulevaisuuteen ja aiheuttaa häiriötä maailmankauppaan. Kasvu voi toisaalta olla odotettua vahvempaa, jos inflaatio hidastuu ennakoitua nopeammin ja reaalityulojen kasvu lisää kulutusta enemmän tai maailmantalous kasvaa voimakkaammin kuin mitä on arvioitu.

Ennakoitua nopeamman inflaation riskejä ovat etenkin Lähi-idän voimakkaat geopoliittiset jännitteet, joiden vuoksi energian hinnat ja rahtikustannukset saattavat nousta lähiaikoina arvioitua enemmän ja häiritä maailmankauppaa. Inflaatio voi osoittautua ennakoitua nopeammaksi myös, jos palkat nousevat enemmän tai voittomarginaalit pienenevät hitaammin kuin mitä on odotettu. Ennakoitua hitaammaksi inflaatio saattaa jäädä siinä tapauksessa, että rahapolitiikka vaimentaa kysyntää odotettua enemmän tai talouden toimintaympäristö muualla maailmassa odottamatta huononee.

## Rahoitusolot ja rahapolitiikan tilanne

Markkinakorot ovat nousseet EKP:n neuvoston 25.1.2024 pitämän kokouksen jälkeen ja rahoitusolot ovat pysyneet laajemminkin tiukkoina EKP:n rahapolitiikan vuoksi. Yrityslainojen korot ovat yleisesti vakautuneet, ja asuntolainojen korot laskivat joulukuussa ja tammikuussa. Lainakorot ovat silti edelleen korkeat: yrityslainoissa 5,2 % ja asuntolainoissa 3,9 %.

Yritysluotonannon kasvu muuttui positiiviseksi joulukuussa, jolloin sen vuosivauhti oli 0,5 %. Tammikuussa kasvu kuitenkin taittui 0,2 prosenttiin, sillä kuukauden luottovirta oli negatiivinen. Kotitalousluotonannon kasvu heikkeni edelleen, ja sen vuosivauhti hiljeni tammikuussa 0,3 prosenttiin. Lavean rahan määrä – mitattuna raha-aggregaatilla M3 – kasvoi vaimeaa 0,1 prosentin vauhtia.

## Rahapoliittiset päätökset

Perusrahoitusoperaatioiden korko on edelleen 4,50 %, maksuvalmiusluoton korko 4,75 % ja talletuskorko 4,00 %.

Omaisuserien osto-ohjelmassa sijoitusten määrän annetaan pienentyä hallitusti ja ennakoitavasti, eli omaisuserien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta kokonaisuudessaan uudelleen.

Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan täysimääräisesti uudelleen vielä vuoden 2024 alkupuoliskon ajan. Vuoden 2024 jälkipuoliskolla PEPP-salkkua aiotaan pienentää keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa. EKP:n neuvosto aikoo lopettaa uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

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

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

## Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 7.3.2024 pitää EKP:n kolme ohjauskorkoa ennallaan. EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että inflaatiovauhti palautuu kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi kohtuullisessa ajassa. EKP:n neuvosto katsoo tämänhetkisen arvionsa perusteella EKP:n ohjauskorkojen olevan tasolla, jota riittävän pitkään ylläpitämällä edesautetaan tuntuvasti tämän päämäärän saavuttamista. EKP:n neuvosto varmistaa tulevilla korkopäätöksillään, että ohjauskorot hillitsevät hintakehitystä riittävästi ja tarpeeksi pitkään. EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin tuoreimpien tietojen perusteella. EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia mandaattiinsa kuuluvia välineitä sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu keskipitkällä aikavälillä kahden prosentin tavoitteeseen ja rahapolitiikan vaikutus välittyy talouteen ongelmitta.

## Ulkoinen ympäristö

*Maailmantalouden kasvu hidastui vuodenvaihteessa, kun kiristytävä rahapolitiikka välittyi talouteen. Kulutuksen hidastuminen johtui osittain positiivisten kasvutekijöiden vaikutuksen hiipumisesta keskeisissä kehittyneissä talouksissa, joiden työmarkkinat jäähtyivät asteittain vaikka ovatkin edelleen verrattain kireät, sekä siitä, että pandemia-aikana kartutetut ylimääräiset säästöt alkavat olla suurelta osin kulutetut. Kiinan yksityinen kulutus pysyy vaimeana ja asuntomarkkinatilanne on heikko. Vuotuisten talouskasvuvauhtien arvioidaan hidastuvan globaalisti asteittain vuosina 2024–2026, ja niiden odotetaan pysyvän keskipitkällä aikavälillä hieman heikompina kuin edellisellä vuosikymmenellä. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arviossa maailmantalouden kasvuarviota tälle vuodelle on tarkistettu ylöspäin, mikä johtui pitkälti Yhdysvaltojen odotettua voimakkaammasta toteutuneesta talouskasvusta. Maailmankaupan ennakoitaan elpyvän tänä vuonna ja kasvavan sen jälkeen tiiviimmin maailmantalouden kasvua myötäillen. Vaikka maailmankauppaa koskevat arviot ovat pysyneet pitkälti ennallaan joulukuun 2023 arvioihin nähden, maailmantalouden kasvuvauhdin odotetaan pysyvän historiallista trendiään heikompana arviointijaksolla. Globaalin inflaation arvioidaan samalla jaksolla hidastuvan.*

### **Maailmantalouden kasvu hidastui vuodenvaihteessa, kun kiristytävä rahapolitiikka välittyi talouteen.**

Globaalin BKT:n määrän kasvun arvioidaan hidastuneen viimeisellä vuosineljänneksellä 0,8 prosenttiin edellisen neljänneksen 1,0 prosentista.<sup>1</sup> Kaiken kaikkiaan maailmantalouden arvioidaan vuonna 2023 kasvaneen 3,5 % eli samaa tahtia kuin edellisvuonna ja edellisten 10 vuoden aikana keskimäärin. Kasvuvauhti on myös 0,2 prosenttiyksikköä eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioissa ennakoitua nopeampi. Tuoreimmat tiedot viittaavat kuitenkin globaalin kulutuksen kasvun hidastumiseen, sillä kulutukseen vaikuttaneiden positiivisten tekijöiden vaikutus on heikkenemään päin. Vaikka työmarkkinat pysyvät verrattain kireinä, ne ovat asteittain jäähtymässä merkittävässä kehittyneissä talouksissa avointen työpaikkojen ja työttömien määrän suhteella mitattuna, ja myös nimellispalkkojen kasvu on hidastumaan päin. Lisäksi pandemian aikana kerrytetyt ylimääräiset säästöt on pääosin jo kulutettu. Kiinan yksityinen kulutus pysyy heikkona vallitsevan asuntomarkkinatilanteen mukaisesti. Näin ollen globaali yksityinen kulutus, joka kannatteli talouskasvua pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla, pysyy vaimeana. Aivan viime aikoina kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopääallikköindeksi nousi helmikuussa hienoisesti, mikä viittaa sekä tehdasteollisuuden että palvelusektorin kasvun vahvistumiseen (kuvio 1). Tätä signaalia tulisi kuitenkin tarkastella osana laajempaa indikaattorijoukkoa, joka kertoo edelleen talouskasvun yleisestä vaimeudesta.

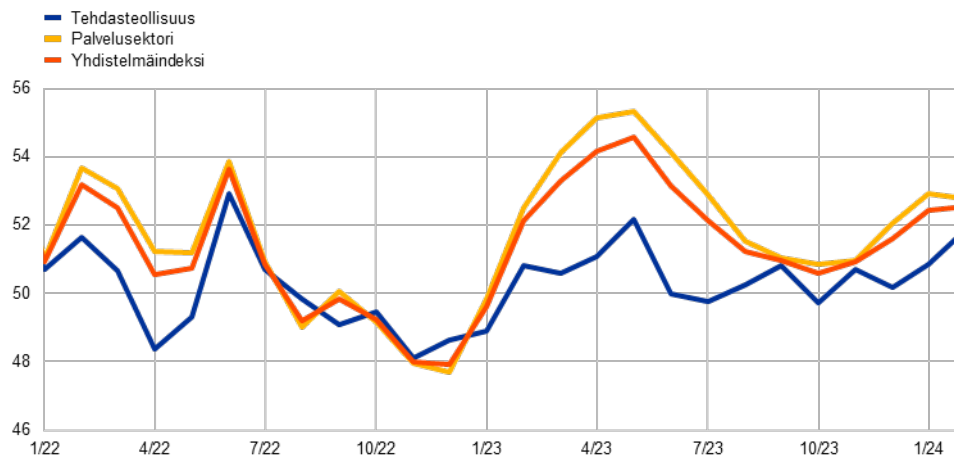
<sup>1</sup> Koska tässä osassa keskitytään globaalin toimintaympäristön kehitykseen, kaikki viittaukset maailmanlaajuisiin tai globaaleihin indikaattoreihin tarkoittavat, että euroalue ei ole niissä mukana.



## Kuvio 1

### Globaali kokonaistuotannon PMI-indeksi

(diffuusioindeksit)



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

#### **Maailmantalouden kasvun arvioidaan hidastuvan vähitellen arviointijaksolla.**

Hieman hitaampi kasvu tänä vuonna liittyy edellä mainittujen yksityistä kulutusta pandemiaa seuranneella jaksolla tukeneiden positiivisten kasvutekijöiden asteittaisesta hiipumisesta. Myös rahapolitiikan kiristyminen ja geopoliittisten jännitteiden kasvu ovat osaltaan myötävaikuttaneet tähän kehitykseen. Globaalin BKT:n määrän arvioidaan kasvavan 3,4 % tänä vuonna, minkä jälkeen kasvun odotetaan hidastuvan 3,2 prosenttiin vuosiksi 2025–2026 eli hieman hitaammaksi kuin viime vuosikymmenellä. Maailmantalouden kasvuarviota on tarkistettu nopeammaksi kuin joulukuisissa arvioissa, mikä johtuu suurelta osin Yhdysvaltojen odotettua nopeamman toteutuneen kasvun heijastusvaikutuksista.

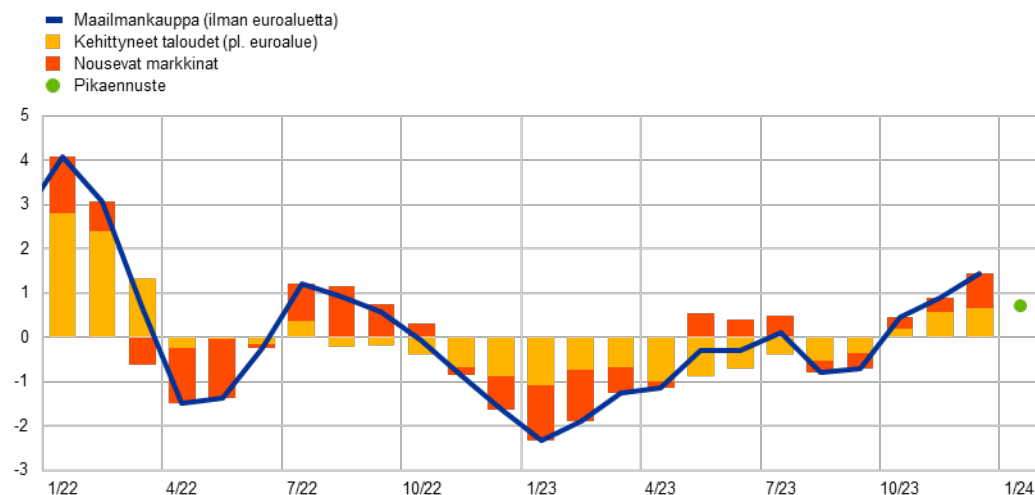
**Maailmankaupan kasvu jatkuu positiivisena.** Globaalin tavarakaupan kasvu kääntyi vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä positiiviseksi ja sen arvioidaan jatkuneen positiivisena tammikuussa 2024 (kuvio 2). Tämä parannus kuvastaa pandemian jälkeiseen elpymiseen liittyneiden kulutusrakenteen muutosten korjaantumista ennalleen, kuten kulutuksen painottumista tavaroista jälleen enemmän palveluihin sekä globaalin varastojen sopeutumista. Maailmankaupan voi odottaa jatkavan elpymistä, kun pandemiaan liittyneet vaikutukset asteittain häviävät ja sekä globaalin tehdasteollisuuden että yksityisten investointien kehitys vakaantuu alkuvuonna 2024. Myös tehdasteollisuuden ennakoivana indikaattorina pidetyn globaalin niin sanotun teknologiasyklin paranemisen odotetaan tukevan ulkomaankauppaa lyhyellä aikavälillä.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Teknologia tuotteiden, kuten tietokoneiden sekä sähkö- ja elektroniikkalaitteiden, globaalin tehdasteollisuuden tuotannon arvioidaan antavan viitteitä laajemman tehdasteollisuuden ja maailmantalouden tulevasta kehityksestä. Ks. lisätietoja *Talouksatsauksen* 3/2019 kehikosta "What the maturing tech cycle signals for the global economy".

## Kuvio 2

### Tavarakaupan kasvu

(tuonnin määrä; liukuva kolmen kuukauden annualisoitu prosenttimuutos, prosenttiyksikköjä)



Lähteet: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Lontoon pörssin (LSEG) kokoamat kansalliset lähteet ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pikaennuste yhdistää tuoreimmat julkistetut tiedot globaalin aggregaatin ennusteena joukkoon kokonaistaloudellisia muuttujia. Tuoreimmat havainnot CPB:n virallisista tiedoista ovat joulukuulta 2023 ja pikaennusteesta tammikuulta 2024.

### Laivakuljetuksiin kohdistuneet häiriöt Punaisellaamerellä saattavat rajoittaa tavaroiden maailmankaupan elpymistä, joskin niiden tähänastiset vaikutukset on arvioitu rajallisiksi.

Punaisenmeren kuljetusvolyymit ovat pudonneet merkittävästi, kun rahtiyhtiöt välttävät aluetta ja ohjaavat aluksensa kiertämään sen sijaan Hyväntoivonniemen ympäri. Tähän mennessä globaalit toimitusketjut ovat pysyneet yleisesti vahvoina – toimitusajat ovat pidentyneet tänä vuonna vain hieman globaalilla tasolla. Ne ovat pysyneet historiallisten keskiarvojen tuntumassa ja selvästi lyhyempinä kuin vuosina 2021–2022, jolloin globaalit toimitusketjut olivat ankarassa paineessa. Tilannetta helpottavia tekijöitä on useita. Ensinnäkin käyttämättömänä olevaa kuljetuskapasiteettia tuntuu olevan runsaasti, sillä globaali tavarakysyntä on verrattain vaimeaa ja globaali rahtilaivasto on kasvanut. Toiseksi satamien ruuhkautuneisuus on pysynyt kutakuinkin ennallaan, minkä perusteella satamat tuntuvat selviävän hyvin uudelleenreitityksistä. Kolmanneksi tehdasteollisuustuottajien korkeat varastotasot osaltaan vaimentavat toimitusaikojen venymisen vaikutuksia tuotantoon. Maailmankauppaan ja globaaliin inflaatioon kuitenkin kohdistuu jatkossa riskejä, jos Punaisenmeren häiriöt kiristyvät ja jäävät pitkäaikaisiksi.<sup>3</sup>

### Maailmankaupan ennakoitaan elyvän asteittain tänä vuonna ja kasvavan sen jälkeen tiiviimmin maailmantalouden kasvua myötäillen.

Globaalin tuonnin kasvun, joka oli 1,2 % vuonna 2023, odotetaan kiihtyvän tänä vuonna 2,8 prosenttiin ja sitten 3,1 prosenttiin vuonna 2025 ja edelleen 3,2 prosenttiin vuonna 2026, eli arviot ovat pysyneet pitkälti edellisiä arvioita vastaavina. Ennakoidusta elpymisestä huolimatta maailmankaupan odotetaan pysyvän historiallisen trendinsä alapuolella

<sup>3</sup> Punaisenmeren häiriöitä sekä niiden vaikutusta maailmantalouteen ja euroalueeseen on arvioitu yksityiskohtaisemmin [Euroalueen talousnäkyviä koskevien EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioiden](#) kehikossa 3.

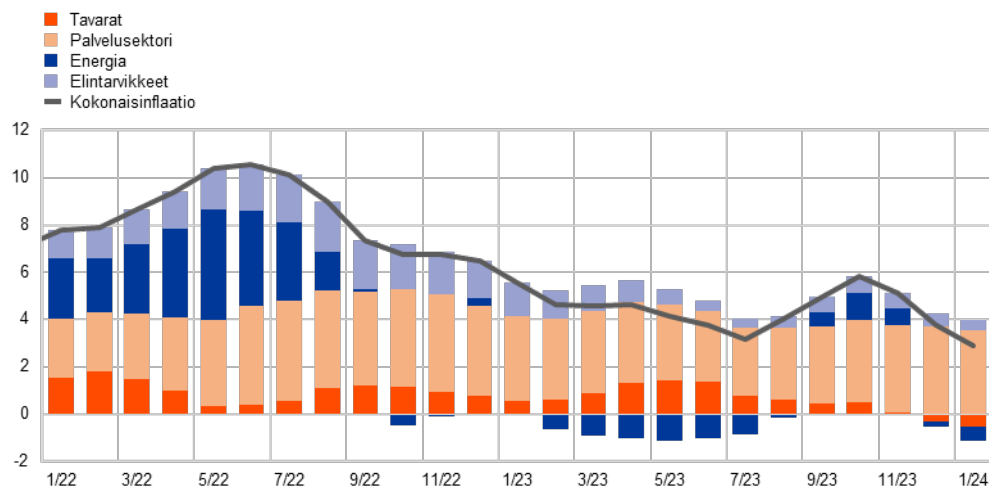
geopoliittisten jännitteiden kiristymisen aiheuttamien kauppasuhteiden rakenteellisten muutosten myötä. Euroalueen vientikysynnän odotetaan nyt elpävän hitaammin kuin aiemmissa arvioissa, sillä joidenkin euroalueen keskeisten kaupankäyntikumppanien, kuten Ison-Britannian sekä Keski- ja Itä-Euroopan maiden, tuonnin kasvu on heikentynyt. Tämä heikkous heijastuu euroalueen ulkomaiseen kysyntään, jonka odotetaan näin ollen elpävän nyt hitaammin kuin joulukuisissa arvioissa.

**Inflaation asteittainen hidastuminen on jatkunut.** Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden kuluttajahintaindeksiin (KHI) mukainen vuotuinen inflaatio hidastui tammikuussa 5,7 prosenttiin edellisluon 6,0 prosentista. Pohjainflaatio (ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja) hidastui hieman ja oli tammikuussa 6,6 %, kun se oli edellisluon ollut 6,7 %. Kuluttajahintaindeksiin mukainen kokonaisinflaatio vuositasolle lasketulla kolmen kuukauden liukuvalla prosenttimuutoksella mitattuna viittaa siihen, että globaali inflaation maltillistumisen trendi todennäköisesti jatkuu vuonna 2024, vaikkakin sen odotetaan heikkenevän viimevuotisesta (kuvio 3). Tätä käsitystä vahvistavat viimeaikaiset panosten ja tuotosten hintakehitystä kuvaavat PMI-indeksit, joita voidaan pitää globaalien ydintuotteiden ja -palvelujen inflaation ennakoivina indikaattoreina. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 kokonaistaloudellisten arvioiden mukaan inflaation hidastuminen kohti keskuspankkien tavoitteita etenee arviointijakson mittaan asteittain kehittyneissä talouksissa, kun taas kehittyvissä markkinatalouksissa kulutuksen odotetaan kiihtyvän hieman tänä vuonna ja sen jälkeen jälleen hidastuvan. Tämä arvio johtuu eräiden keskeisten kehittyvien talouksien, kuten Kiinan, Venäjän ja Turkin inflaation odotetusta kiihtymisestä. Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen muutoksen odotetaan kääntyvän tänä vuonna positiiviseksi ja pysyvän arviointijakson loppuun saakka arvioidun pitkän aikavälin keskiarvonsa tuntumassa. Arviota on alennettu hieman joulukuisiin arvioihin verrattuna sitä mukaa, kun tuotantoketjun hintapaineet ovat hellittäneet ja energiahäyödykkeiden hinnat ovat laskeneet.

### Kuvio 3

#### OECD:n kuluttajahintainflaatio

(liukuva kolmen kuukauden annualisoitu prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

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

#### Joulukuisiin arvioihin verrattuna raakaöljyn hinta on pysynyt suunnilleen ennallaan, mutta kaasun hinta Euroopassa on laskenut merkittävästi. Öljyn

hinta on pysynyt verrattain vakaana Lähi-idän geopoliittisen riskin kasvusta huolimatta. Huthi-kapinallisten hyökkäykset laivoihin Punaisellamerellä ovat häirinneet öljykauppaa jonkin verran. Öljykauppa huomattavasti tärkeemmän Hormuzinsalmen kautta on kuitenkin jatkunut lähes normaalisti, mikä on vaimentanut näiden hyökkäysten taloudellisia vaikutuksia. Lisäksi Punaisenmeren laivakuljetuksia on ohjattu Hyväntoivonniemen ympäri, mikä rajoittaa öljyn hinnan nousupaineet kuljetuskustannusten kasvuun, ja nämä kustannukset muodostavat öljyn hinnasta vain noin 1–2 %. Öljyn hintaan eivät ole juuri vaikuttaneet myöskään OPECin ja eräiden muiden öljyntuottajamaiden marraskuun lopussa ilmoittamat tuotantorajoitukset, jotka kattoivat vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen ja joita hiljattain jatkettiin myös toiselle neljännekselle. Kaiken kaikkiaan globaalien öljymarkkinoiden odotetaan pysyvän vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä tasapainossa ja loppuvuonna ylitarjonnan puolella, sillä Yhdysvaltojen tarjonta kasvaa ja kehittyneiden talouksien öljyn kulutus supistuu. Kaasun hinta Euroopassa laski jyrkästi pääasiassa kulutuksen heikentymisen takia, joka puolestaan johtui monista eri tekijöistä, kuten leudosta talvesta, kotitalouksien kaasukulutuksen vähenemisestä ja teollisuustuotannon heikkenemisestä. Myös tarjontatekijät tukivat kaasun hinnan laskua, sillä kaasuvaramat ovat pysyneet korkealla tasolla.

#### Yhdysvaltojen kasvu pysyy vahvana, mutta sen odotetaan maltillistuvan tänä

vuonna. Tiheästi päivittyvät indikaattorit, kuten kuluttajien luottamus ja vähittäismyynti, antavat yksityisen kulutuksen kehityksestä alkuvuonna 2024 varsin epäyhtenäisiä viitteitä vuoden 2023 vahvan viimeisen neljänneksen jälkeen. Kulutusluottojen maksuhäiriöiden lisääntyminen viittaa siihen, että kotitalouksien rahoitusasemaan kohdistuu kasvavaa painetta, kun kotitalouksien säästämisaste on alhaisella 4 prosentin tasolla. Lisäksi Yhdysvaltojen keskuspankin kasvua hillitsevä

rahopolitiikka jarruttaa edelleen talouskasvua. Vaikka työmarkkinaolosuhteet ovat historiallisesti katsoen kireät, ne ovat asteittain jäähtymässä, ja palkkojen kasvuvauhti on hieman hidastunut vaikka onkin edelleen koholla.

Kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio hidastui tammikuussa hieman energian hintakehitystä myötäillen ja oli 3,1 %, kun taas vuotuinen pohjainflaatio pysyi vakaana 3,9 prosentissa. Ydinpalvelujen hinnat nousivat, mikä johtui erityisesti muiden kuin asumiseen liittyvien erien inflaation kiihtymisestä uudelleen. Yksityisten kulutusmenojen deflaattorin (PCE) mukaisen inflaation sektorihajotelma kertoo keskuspankin rahapolitiikan tehokkaasta välittymisestä nykyisellä kiristymisjaksolla, sillä inflaatio on hidastunut enemmän korkoherkillä sektoreilla kuin muilla sektoreilla.

### **Kiinassa viimeaikaiset talouskasvun indikaattorit antavat epäyhtenäisiä signaaleja asuntomarkkinoiden sopeutumisen jatkuessa.**

Vaikka teollisuustuotannon vuotuinen kasvu kiihtyi joulukuussa hieman ja oli 6,5 %, kyselytutkimukset antavat vuoden ensimmäisistä kuukausista epäyhtenäisiä signaaleja. Keskeisin talouskasvua jarruttava tekijä on asuntosektorin heikkous, joka rasittaa erityisesti yksityistä kulutusta. Asuntosektorin sopeutuminen on jatkunut vuonna 2024, kun uusien asuntojen kauppamäärät ovat supistuneet voimakkaasti ja uudisrakentaminen ja kiinteistökaupat ovat jääneet hyvin alhaisille tasoille. Näissä epäsuotuisissa olosuhteissa osakemarkkinoilla on esiintynyt viime aikoina ankaraa heilahtelua, ja kuluttajien luottamus on vakiintunut historiallisen heikolle tasolle. Kuluttajahintaindeksin mukainen vuotuinen kokonaisinflaatio hiipui tammikuussa -0,8 prosenttiin edellisluon -0,3 prosentista pääasiassa elintarvikkeiden hintojen laskun jatkumisen myötä. Kuluttajahintaindeksin mukainen vuotuinen pohjainflaatio (ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja) pysyi positiivisena 0,4 prosentissa. Näin alhainen pohjainflaatio kertoo erittäin vaikeasta kulutuskysynnästä.

### **Japanin BKT:n määrän kasvu hidastui yllättäen vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä.**

Talouskasvu supistui 0,1 % vuoden viimeisellä neljänneksellä, kun se oli edellisellä neljänneksellä hidastunut tuoreimpien alaspäin tarkistettujen tietojen mukaan 0,8 %. Tämä johtui kotimaisen kysynnän heikkoudesta, joka oli verrattain laaja-alaista. Kasvun arvioidaan jatkuvan positiivisena vuonna 2024, sillä kyselytutkimusten tiedot ovat vahvistumaan päin erityisesti palvelusektorilla ja kuluttajien luottamus paranee. Vuotuinen kokonaisinflaatio tammikuussa 2024 oli 2,2 % ja siten markkinoiden odotuksia voimakkaampi mutta kuitenkin vaikeampi kuin vuodenvaihteessa. Kokonaisinflaation hidastuminen liittyy pääasiassa elintarvikkeiden hintojen nousun hidastumiseen ja energian hinnan laskuun. Myös kuluttajahintojen pohjainflaatio hidastui tammikuussa 2,6 prosenttiin joulukuun 2,8 prosentista.

### **Ison-Britannian talouskasvu hidastui jälleen viimeisellä vuosineljänneksellä.**

BKT:n määrän kasvu jäi viimeisellä neljänneksellä odotettua heikommaksi -0,3 prosenttiin eli hitaammaksi kuin kolmannen neljänneksen -0,1 %. Kasvun hidastuminen johtui pääasiassa nettoviennin supistumisesta palvelujen viennin voimakkaan vähenemisen takia. Myös yksityinen kulutus ja julkinen kulutus jäivät odotuksista; julkisen kulutuksen heikkous johtui julkisen sektorin toistuvista lakoista. Kokonaistuotantoa kuvaava PMI-indeksi, vähittäismyynti ja luottamusindikaattorit nousivat edelleen tammikuussa 2024 viitaten Ison-Britannian kasvun vilkastumiseen

kotimaisen kysynnän saadessa tukea rahoituskustannusten laskusta, käytettävissä olevien reaalityulojen kasvusta ja työmarkkinoiden sitkeydestä. Työmarkkinat ovat alkaneet jäähtyä asteittain, mutta ne ovat edelleen historiallisesti katsoen kireät. Vapaat työpaikat vähenivät, mutta työmarkkinoiden kireys mitattuna työttömien ja vapaiden työpaikkojen suhteella on edelleen historiallista keskiarvoaan suurempi. Tuoreimpien henkilökohtaisia tuloja koskevien tietojen mukaan nimellispalkkojen kasvu hidastui joulukuussa päättyneellä kolmen kuukauden jaksolla 6,2 prosenttiin marraskuussa päättyneen vastaavan jakson 6,6 prosentista, ja sen odotetaan hidastuvan edelleen. Tammikuussa kokonaisinflaatio pysyi ennallaan 4,0 prosentissa ja pohjainflaatio 5,1 prosentissa. Lähikuukausien aikana kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan lähemmäksi Englannin keskuspankin 2 prosentin inflaatiotavoitetta, joskin se johtuu säänneltyihin energian hintoihin liittyvistä tilapäisistä vertailuajankohdan vaikutuksista.

*Euroalueen tuotanto polki paikallaan vuoden 2023 lopussa, kun maailmankaupan heikkous, varastojen purku ja EKP:n rahapolitiikan kiristymisen välittyminen vaikuttivat siihen. Talouskasvun odotetaan pysyvän vaisuna lyhyellä aikavälillä ja elpymisen asteittain myöhemmin tänä vuonna, kun inflaatio hidastuu, palkkojen vahva kasvu jatkuu ja vientikysyntä vahvistuu. Kyselytiedot viittaavat hitaan tai nollassa olevan kasvun jatkumiseen lähitulevaisuudessa, mutta useimmat ennakoivat indikaattorit osoittavat kuitenkin joitakin merkkejä paremmasta. Yksityinen kulutus on vielä heikkoa, koska kuluttajat ovat edelleen hintaherkkiä ja välttävät suuria hankintoja, mutta sen voi odottaa paranevan käytettävissä olevien reaalityulojen elpymisen myötä. Tilauskantojen supistuminen ja kireä rahapolitiikka varjostavat yritysten lyhyen aikavälin investointinäkymiä, mutta sijoittajien luottamuksen koheneminen antaa viitteitä siitä, että elpymiselle voisi olla edellytyksiä loppuvuonna. Sitä vastoin asuinrakennusinvestoinnit pysyvät todennäköisesti heikkoina. Vaikka työvoiman kysyntä jatkuu vaimeana, työllisten määrä kasvoi edelleen vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä työvoiman kasvua myötäillen. Keskipitkällä aikavälillä elpymisen saa tukea myös kireän rahapolitiikan vaikutuksen asteittaisesta heikkenemisestä.*

*Samankaltainen näkemys välittyy myös euroalueen talousnäkymiä koskevista EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioista, joissa euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 0,6 % vuonna 2024 ja 1,5 % vuonna 2025 sekä 1,6 % vuonna 2026. EKP:n asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioihin verrattuna BKT:n kasvunäkymiä on tarkistettu hieman heikommiksi vuodelle 2024, mutta vuosien 2025 ja 2026 näkymät pidettiin kutakuinkin ennallaan.*

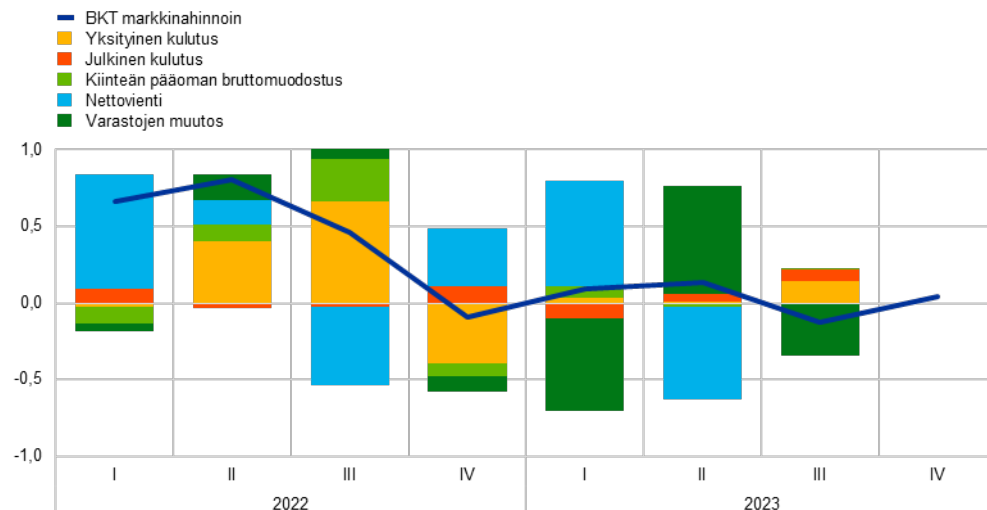
**Euroalueen tuotanto polki paikallaan vuoden 2023 lopussa.** Eurostatin pika-arvion mukaan BKT:n määrän neljännesvuotuisen kasvu oli nollassa vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä, kun ulkomaankaupan heikkous vaikutti siihen entistä enemmän ja rahapolitiikan välittyminen oli voimakasta (kuva 4). Tämän perusteella tuotanto on pysynyt jokseenkin samalla tasolla vuoden 2022 kolmannesta neljänneksestä lähtien.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> BKT:n menupuolen hajotelma vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä julkaistiin tämän Talouskatsauksen viimeisen aineistopäivän jälkeen.

## Kuvio 4

### Euroalueen BKT ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaihtokerto prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot BKT:stä ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä ja kaikista muista eristä kolmannelta vuosineljännekseltä.

### Taloukasvun odotetaan jatkuneen heikkona vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä.

Kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi (PMI) oli tammi-helmikuussa keskimäärin 48,6 pistettä eli korkeampi kuin vuoden 2023 viimeisen neljänneksen 47,2. Vaikka indeksi on elpynyt selvästi lokakuussa 2023 olleesta viimeisimmästä 46,5 pisteen aallonpohjastaan, se on edelleen positiivista kasvua kuvaavan 50 pisteen raja-arvon alapuolella. Toimialoittain tarkastellen tehdasteollisuuden tuotantoa kuvaava PMI-indeksi pysyi helmikuussa negatiivisen kasvun alueella, joskin se on noussut tasaisesti viime kesästä lähtien (kuvio 5, kohta a). Uusien tilausten indeksi on noussut jokseenkin selvemmin, mikä liittyy todennäköisesti tilauskantojen supistumiseen. Palvelusektorin kehitys on viime kuukausina ollut tasaisempaa ja korkeammalla, joskin edelleen normaalia alemmalla, tasolla, kunnes se kiihtyi helmikuussa, mikä viittaa viime vuonna alkaneen taantumisen päättymiseen (kuvio 5, kohta b).

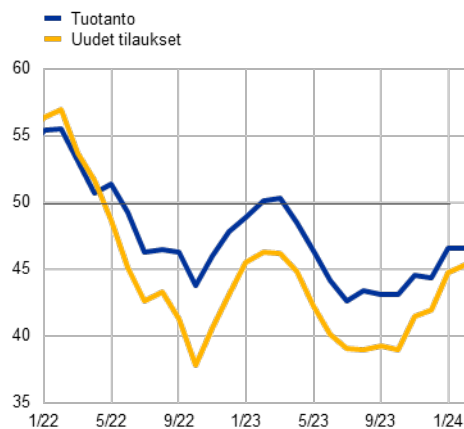


## Kuvio 5

### Sektorikohtaiset PMI-indikaattorit

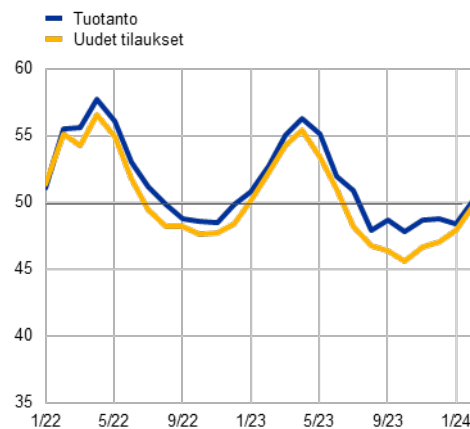
#### a) Tehdasteollisuus

(diffuusioindeksit)



#### b) Palvelusektori

(diffuusioindeksit)



Lähde: S&P Global Market Intelligence.  
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2024.

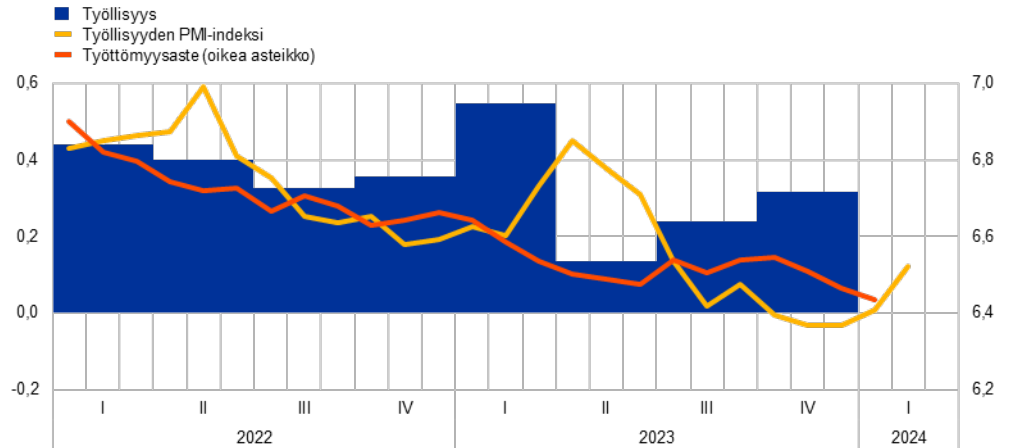
**Työmarkkinatilanne pysyi kaiken kaikkiaan vahvana suhteessa talouskasvun hidastumiseen vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä.** Työllisten määrä kasvoi vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä 0,3 % (kuvio 6, kohta a) lähinnä työvoiman jatkuvan kasvun myötä, joka niin ikään kasvoi viimeisellä vuosineljänneksellä 0,3 %. Sitä vastoin alustavat tiedot viittaavat keskimääräisten tehtyjen työtuntien määrän laskuun viimeisellä vuosineljänneksellä, mikä viittaisi työvoiman ylimitoituksen jatkumiseen (työvoiman osuus, jota yritys ei hyödynnä täysimääräisesti tuotantoprosessissaan). Työttömyysaste laski tammikuussa hieman eli 6,4 prosenttiin joulukuun 6,4 prosentista päätyen alimmalle tasolle sitten euron käyttöönoton. Työvoiman kysyntä on heikentynyt mutta jatkuu edelleen voimakkaana, ja avointen työpaikkojen aste oli vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä 2,7 % eli 0,2 prosenttiyksikköä alempi kuin edellisellä neljänneksellä.

## Kuvio 6

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

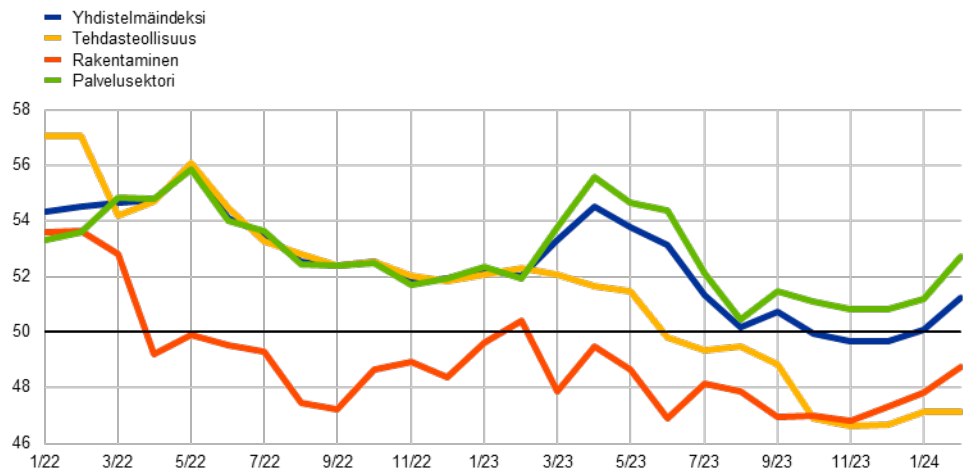
#### a) Euroalueen työllisyys, työllisyyden PMI-indeksi ja työttömyys

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



#### b) Sektorikohtaiset työllisyyden PMI-indeksit

(diffuusioindeksit)



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

Huom. Kohdan a) kaksi viivaa kuvaa kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä, työllisyyden PMI-indeksistä helmikuulta 2024 ja työttömyysasteesta tammikuulta 2024. Kohdan b) tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2024.

#### Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat työllisyyden kasvun

#### jatkumiseen vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä.

Kokonaistyöllisyyttä

kuvaava kuukausittainen PMI-indeksi nousi tammikuun 50,1 pisteestä helmikuussa

51,2 pisteeseen ja viittasi näin työllisyyden kasvun kiihtymiseen. Indikaattori on

laskenut tuntuvasti huhtikuun 2023 huipuistaan mutta noussut jälleen kahden viime

kuukauden aikana palvelusektorin vetämänä (kuvio 6, kohta b). Palvelusektorin PMI-

indeksi nousi tammikuun 51,2 pisteestä helmikuussa 52,7 pisteeseen. Sitä vastoin

tehdasteollisuuden PMI-indeksi pysyi negatiivisen kasvun lukemissa.

#### Yksityinen kulutus ei todennäköisesti kasvanut vuoden 2023 viimeisellä

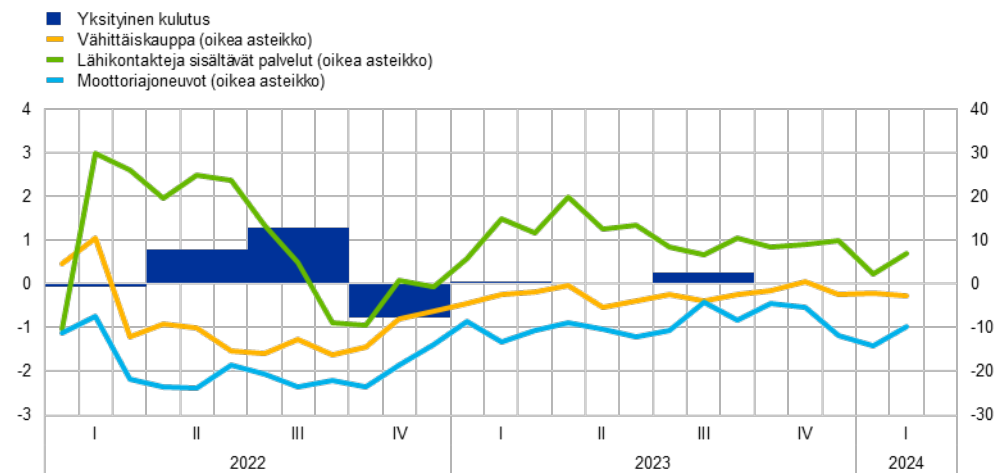
#### neljänneksellä, ja tuoreimmat tiedot kertovat heikkojen näkymien jatkuneen

**lyhyellä aikavälillä.** Käytettävissä olevien maakohtaisten tietojen aggregointi viittaa yksityisen kulutuksen kasvun pysähtymiseen viime vuoden viimeisellä neljänneksellä; palvelujen kulutus vaikuttaa kasvaneen hieman ja tavaroiden kulutus vastaavasti supistuneen.<sup>5</sup> Tämä näkyy vähittäismyymintimäärien ja autojen myynnin heikkoutena; molemmat olivat vuodenvaihteessa vaisulla tasolla ja tammikuussa heikompia kuin viimeisellä vuosineljänneksellä keskimäärin. Myös tuoreet kyselytiedot viittaavat edelleen tavaroiden kulutuksen yleiseen heikkouteen alkuvuonna. Euroopan komission kuluttajien luottamusindikaattori nousi helmikuussa hieman mutta pysyi kuitenkin pitkän aikavälin keskiarvoaan heikompana. Vähittäiskaupan yritysten odotuksia kuvaavat komission indikaattorit pysyivät vuoden 2024 kahtena ensimmäisenä kuukautena heikkoina, ja moottoriajoneuvojen myyntimääriä koskevat odotukset ovat laskeneet vuoden 2023 viimeisestä neljänneksestä. Yritysten odotukset lähikontakteja sisältävien palvelujen kehityksestä heikkenivät tammikuussa mutta elpyivät helmikuussa ja pysyivät positiivisen kasvun puolella (kuvio 7). Samoin EKP:n tammikuinen kuluttajaodotusten kyselytutkimus (CES) kertoi vilkkaasta lomamatkojen kysynnästä. Tavaroiden ja palvelujen kulutuksen eroavaisuus saa tukea myös kuluttajaodotusten kyselytutkimuksesta, jonka mukaan kotitaloudet ovat viime vuosina sopeuttaneet pääasiassa tavaroiden kulutustaan inflaatiopaineiden takia, kun taas vapaa-ajan palvelujen ja matkailun kulutus on jatkanut kasvuaan, mikä viittaa kulutusmieltyymysten muuttumiseen.<sup>6</sup>

### Kuvio 7

#### Yksityinen kulutus ja yritysten odotukset vähittäiskaupan, palvelujen ja moottoriajoneuvojen aloilla

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, nettomääräisiä saldolukuja)



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

Huom. Yritysten odotukset vähittäiskaupan kehityksestä (pl. moottoriajoneuvot) lähikontakteja sisältävien palvelujen odotettu kysyntä ja moottoriajoneuvojen odotettu myynti kolmen seuraavan kuukauden aikana ovat saldolukuja; lähikontakteja sisältävät palvelut tarkoittaa majoitus-, matkailu- ja ravitsemispalveluja. Tuoreimmat havainnot yksityisestä kulutuksesta ovat vuoden 2023 kolmannelta neljänneksestä sekä vähittäiskaupasta, lähikontakteja sisältävistä palveluista ja moottoriajoneuvoista helmikuulta 2024.

<sup>5</sup> BKT:n menopuolen hajotelman maittainen kattavuus on 89 %.

<sup>6</sup> Ks. tämän *Talouksatsauksen* kehikko "Miten kotitaloudet ovat sopeuttaneet kulutus- ja säästämissäyttyymistään nopean inflaation jaksolla?".

### **Yritysten investoinnit todennäköisesti supistuivat voimakkaasti vuoden 2023 lopussa, ja niiden odotetaan pysyvän lyhyellä aikavälillä heikkoina.**

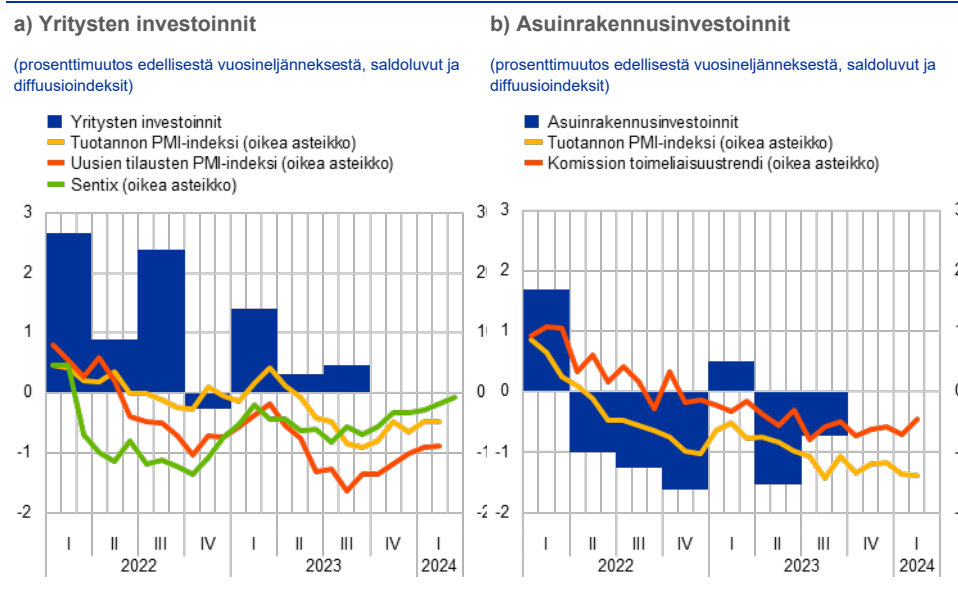
Käytettävissä olevien ei-rakennusinvestointeja koskevien maakohtaisten tietojen (pl. Irlannin henkiset omaisuustuotteet) aggregointi viittaa neljännesvuositasolla 1,6 prosentin supistumiseen vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä, kun euroalueen ja muun maailman yrityksille investointihyödykkeitä toimittavan euroalueen pääomahyödykesektorin teollisuustuotanto (pl. Irlanti) putosi edelleen.<sup>7</sup> Koska edellisillä neljänneksillä yritysten investointeja kannatelleet tilauskannat ovat supistuneet, tuotannon voimakas lasku viimeisellä vuosineljänneksellä todennäköisesti johtui kasvun heikkenemisestä rahapolitiikan voimakkaan välittymisen myötä. Mitä tulee lyhyen aikavälin näkymiin, pääomahyödykesektorin tuotannon ja uusien tilausten PMI-indeksien lasku loiveni viimeisellä vuosineljänneksellä (kuvio 8, kohta a). Pidemmälle eteenpäin katsovat ja laajemmin koko taloutta kuvaavat Sentixin sijoittajien luottamuksen alaindeksin tiedot lähimmille kuudelle kuukaudelle ovat viitanneet elpymiseen syyskuusta 2023 lähtien, ja indeksin neljännesvuotuinen keskiarvo on noussut korkeimmilleen sitten vuoden 2022 alun. Lisäksi tammikuun 2024 euroalueen pankkien luotonantokyselyn mukaan pidempiaikaisten lainojen (joita käytetään tyypillisesti kiinteän pääoman investointeihin) kysynnän odotettiin palautuvan positiiviseen kasvuun vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä. Sen jälkeen myös Next Generation EU (NGEU) -ohjelman alla jaettavien rahoitusosuuksien odotetaan osaltaan vauhdittavan vihreään ja digitaaliseen siirtymään kohdistuvia yritysten investointeja.

---

<sup>7</sup> Tämän *Talouksatsauksen* viimeisen aineistopäivän jälkeen saadut tiedot pääasiassa vahvistavat tätä arviota.

## Kuvio 8

### Reaali-investointien kehitys ja kyselytiedot



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

Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksit ilmaistaan poikkeamana 50:stä.

Kohdassa a) yritysten investoinnit tarkoittavat muita kuin rakennusinvestointeja pois lukien Irlannin henkiset omaisuus tuotteet. Viivat viittaavat pääomahyödykesektorilta saatuihin vastauksiin, paitsi Sentixin 6 kuukautta eteenpäin katsova indeksi, joka kuvaa laajemmin sijoittajien luottamusta tulevalle jaksolla (aikasarja on skaalattu jakamalla luvut kolmella). Tuoreimmat havainnot yritysten investoinneista ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä, Sentix-indeksistä maaliskuulta 2024 ja kaikista muista eristä helmikuulta. Kohdassa b) Euroopan komission toimeliaisuuden trendiä kuvaava viiva viittaa rakennussektorin arvioimaan toimeliaisuuden trendiin kolmeen edelliseen kuukauteen verrattuna. Tuoreimmat havainnot asuinrakennusinvestoinneista ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä ja kaikista muista eristä helmikuulta 2024.

### Asuinrakennusinvestoinnit ovat todennäköisesti supistuneet jonkin verran vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä ja supistuvat edelleen lyhyellä aikavälillä.

Käytettävissä olevien kansantalouden tilinpidon tietojen aggregointi osoittaa, että asuinrakennusinvestoinnit euroalueella supistuivat 0,4 % vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä edellisestä neljänneksestä, kun taas euroalueen rakennustuotanto, joka on asuinrakentamisinvestointeja ennakoiva indikaattori, supistui 0,5 %. Lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat asuinrakennusinvestointien heikkenemisen jatkumiseen vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä, kun sekä asuinrakentamisen PMI-indeksi että Euroopan komission rakennusalan indikaattori pysyivät vuodenvaihteessa negatiivista kasvua kuvaavissa lukemissa (kuvio 8, kohta b). Kaiken kaikkiaan asuinrakennusinvestointien negatiivinen trendi kuvastaa rahapolitiikan kiristymisestä johtuvaa asuntolainakorkojen merkittävää nousua ja sen kielteistä vaikutusta asuntojen ostokykyyn. Korkeana pysyvän korkotason takia asunnonostokyky todennäköisesti jatkuu heikkona, mikä rasittaa asuinrakennusinvestointien kasvua vastaisuudessaakin.

**Euroalueen viennin kasvu pysyi vuodenvaihteessa vaisuna.** Tavaravienti euroalueen ulkopuolelle supistui joulukuussa vuosineljänneksen takaiseen verrattuna, kun vaimea globaali kysyntä jarrutti edelleen vientiä. Erityisesti Kiinan talouden heikkous näkyi Kiinaan kohdistuvan viennin vähyytenä, kun taas vienti Yhdysvaltaan osoitti merkkejä elpymisestä. Samaan aikaan hintakilpailukykyhaasteet – jotka liittyivät korkeaan, joskin laskevaan, energian hintaan sekä euron taannoiseen kallistumiseen – heikensivät vientiä. Lisäksi euroalueen tuonti oli joulukuussa vaimeaa euroalueen heikon talouskasvun takia.

Koska tuonti heikkeni edelleen vientiä nopeammin, nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli viimeisellä vuosineljänneksellä positiivinen. Jatkossa viennin oletetaan alkavan elpyä, kun globaali kysyntä alkaa kasvaa ja ulkoiset hintakilpailukyypaineet helpottuvat. Kyselytutkimukset kuitenkin viittaavat euroalueen viennin heikkouden jatkumiseen lyhyellä aikavälillä, koska sekä tehdasteollisuuden että palvelujen uusien vientitilausten indikaattorit ovat negatiivisen kasvun puolella.

**Euroalueen talouden suhdanneluonteisen elpymisen odotetaan alkavan tämän vuoden kuluessa.** Sikäli kuin uusilta sokeilta välttyään, elpyminen alkaisi käytettävissä olevien reaalityulojen kasvusta, joka tukee yksityistä kulutusta, kun inflaatio hiipuu ja palkkojen voimakas kasvu jatkuu. Keskipitkällä aikavälillä elpyminen saa tukea myös investoinneista sitä mukaa, kun EKP:n rahapolitiikan kiristämisen vaikutukset asteittain heikkenevät.

**EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 0,6 % vuonna 2024 ja 1,5 % vuonna 2025 sekä 1,6 % vuonna 2026.** Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioihin verrattuna BKT:n kasvunäkymiä on tarkistettu heikommiksi vuodelle 2024, mutta vuosien 2025 ja 2026 näkymät pidettiin pitkälti ennallaan.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Ks. "Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2024)", julkaistu EKP:n verkkosivustolla 7.3.2024.

### 3 Hinnat ja kustannukset

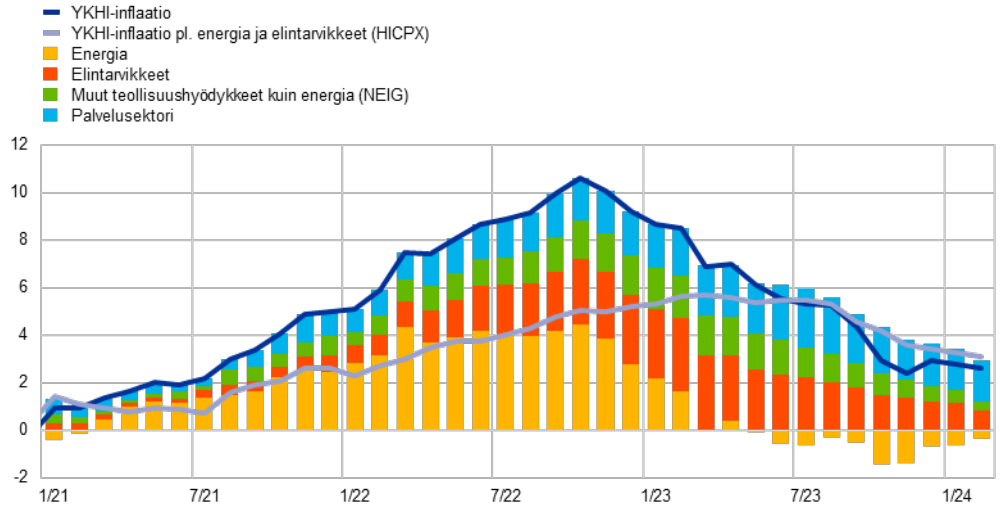
*Euroalueen kokonaisinflaatio hidastui 2,6 prosenttiin helmikuussa 2024 tammikuun 2,8 prosentista. Useimmat pohjainflaation mittarit laskivat tammikuussa edelleen, ja ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio laski myös helmikuussa. Kotimarkkinoiden kustannuspaineet ovat kuitenkin edelleen koholla voimakkaan palkkapaineen ja työvoiman tuottavuuden heikkenemisen takia. Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset pysyivät jokseenkin ennallaan, ja useimmat sen indikaattorit olivat 2 prosentin tuntumassa. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen vuotuisen inflaatiouvauhdin ennakoidaan hidastuvan asteittain ja olevan keskimäärin 2,3 % vuonna 2024 ja 2,0 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026.*

**Eurostatin pika-arvion mukaan yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattu kokonaisinflaatio hidastui helmikuussa edelleen 2,6 prosenttiin tammikuun 2,8 prosentista (kuva 9).** Hidastuminen johtui kaikkien muiden pääerien paitsi energian hintakehityksen vaimenemisesta, sillä energian hinnan vuotuinen muutosvauhdin negatiivisuus väheni helmikuussa -3,7 prosenttiin tammikuun -6,1 prosentista. Elintarvikkeiden inflaatio helpottui edelleen tammikuun 5,6 prosentista 4,0 prosenttiin helmikuussa. Tämä johtui sekä jalostettujen että jalostamattomien elintarvikkeiden vuotuisen inflaation hidastumisesta. Jalostamattomien elintarvikkeiden inflaatio hidastui erityisen selvästi edellisvuoden hintakehitykseen liittyvien negatiivisten vertailuajankohdan vaikutusten takia. YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) hidastui helmikuussa 3,1 prosenttiin tammikuun 3,3 prosentista, kun inflaatio hidastui sekä muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian (NEIG) (helmikuussa 1,6 prosenttiin tammikuun 2,0 prosentista) että palvelujen erissä (helmikuussa 3,9 prosenttiin tammikuun 4,0 prosentista). Sekä jalostettujen elintarvikkeiden että muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaation vaimeneminen johtui toimitusketjun hintapaineiden helpottumisesta, kun taas voimakkaampana pysynyt palvelujen inflaatio johtui muun muassa työvoimakustannusten suuremmasta vaikutuksesta kyseiseen erään.

## Kuvio 9

### Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot helmikuulta 2024 (pika-arviot).

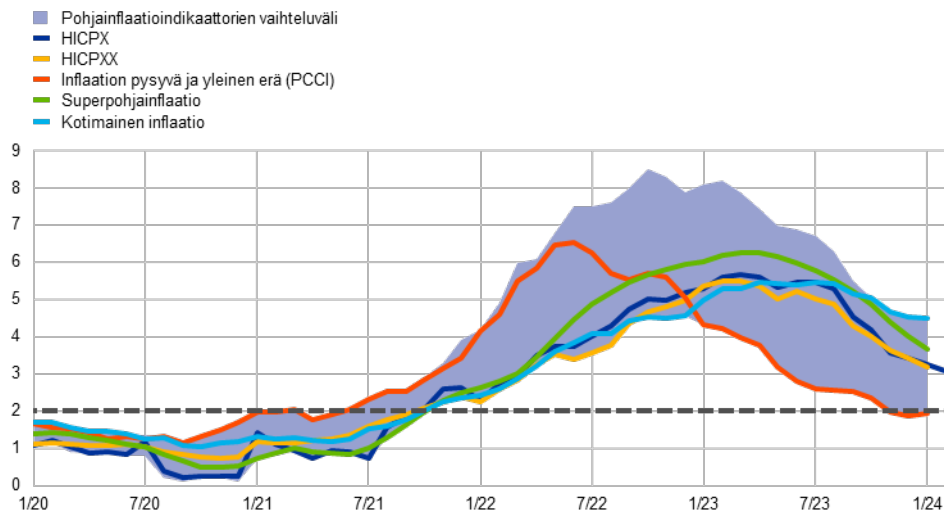
**Tuoreimpien käytettävissä olevien tietojen mukaan useimmat pohjainflaatioindikaattorit ovat jatkaneet laskuaan, kun taannoisten energiakustannuksiin ja toimitusketjuun liittyvien sokkien vaikutukset ovat jääneet taakse ja kysyntä on heikentynyt rahapolitiikan kiristymisen myötä (kuvio 10).** Pohjainflaatioindikaattorit olivat tammikuussa 1,9–4,5 %; vaihteluvälin alimpana oli inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) ja ylimpänä kotimainen inflaatio. HICPXX-inflaatio (YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja) laski tammikuussa 3,2 prosenttiin joulukuun 3,4 prosentista. Syklisistä YKHI-eristä koostuva vuotuinen superpohjainflaatio hidastui tammikuussa 3,7 prosenttiin joulukuun 4,0 prosentista, kun taas mallipohjainen inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) pysyi ennallaan 1,9 prosentissa. Kotimaisen inflaation indikaattori (josta on suljettu pois korkean tuontisisällön erät) on pysynyt sitkeimmin koholla, sillä se oli 4,5 sekä joulukuussa 2023 että tammikuussa 2024 johtuen palkkapaineiden suhteellisen suuresta vaikutuksesta.



## Kuvio 10

### Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

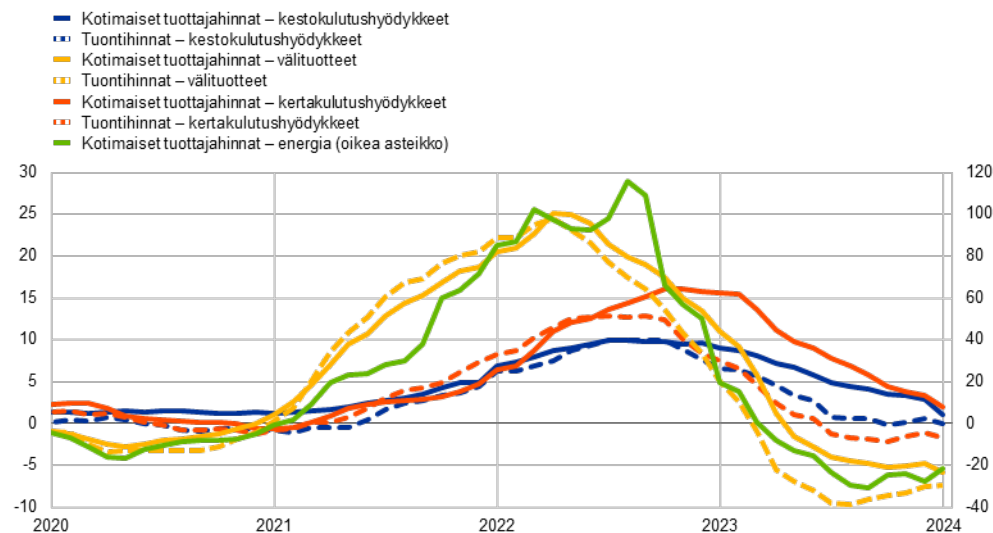
Huom. Pohjaininflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; HICPX, HICPXX, kotimainen inflaatio, YKH:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKH:n keskitetty keskiarvo (30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

**Hinnoitteluketjun paineet jatkoivat helpottumistaan, kun taannoisten sokkien kumulatiiviset vaikutukset hälventyivät edelleen (kuvio 11).** Hinnoitteluketjun alkupäässä energian tuottajahintainflaatio, joka on ollut negatiivinen maaliskuusta 2023 lähtien, nousi tammikuussa -21,3 prosenttiin joulukuun -27,3 prosentista. Myös välituotteiden kotimarkkinakaupan tuottajahintojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi negatiivisena (tammikuussa -5,8 % ja joulukuussa -4,8 %). Sama pätee myös välituotteiden tuontihintainflaatioon (tammikuussa -7,3 % ja joulukuussa -7,4 %). Samaan aikaan edempänä hinnoitteluketjussa kestokulutushyödykkeiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio hidastui tammikuussa 1,1 prosenttiin joulukuun 2,9 prosentista ja vastaava tuontihintainflaatio putosi tammikuussa nolnaan joulukuun 0,6 prosentista. Tämä vahvistaa käsitystä meneillään olevasta toimitusketjun hintapaineiden asteittaisesta helpottumisesta. Myös kertakulutushyödykkeiden tuottajahintainflaatio helpotti edelleen, sillä se hidastui tammikuussa 2,0 prosenttiin eli alimmilleen sitten toukokuun 2021. Kertakulutushyödykkeiden tuontihintojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi negatiivisena (tammikuussa -1,7 % ja joulukuussa -1,2 %). Kertakulutushyödykkeiden erä sisältää elintarvikevalmisteet, joiden tuottajahintojen vuotuinen muutosvauhti hidastui ensin muita hyödykkeitä nopeammin. Sittemmin se on kuitenkin lähentynyt muiden tuotteiden muutosvauhtia.

## Kuvio 11

### Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2024.

**Tuoreimpien arviointihetkellä käytävissä olleiden tietojen mukaan BKT:n deflaattorilla mitatut kotimaiset hintapaineet ovat alkaneet helpottua.** BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä 5,9 prosenttiin edellisen neljänneksen 6,1 prosentista, kun yksikkökohtaisten voittojen kontribuutio pieneni (kuvio 12). Tuoreimmat tiedot vahvistivat siten odotukset työvoimakustannusten kasvun aiheuttamien paineiden puskuroitumisesta. Yksikkötyökustannusten kasvun lievä kiihtyminen vuoden kolmannella neljänneksellä kuvastaa työvoiman tuottavuuden heikkenemisen kiihtymistä ja kätkee työntekijää kohden lasketuilla palkansaajakorvauksilla mitatun palkkojen kasvun hidastumisen. Useista eri maista saatavissa olleet tiedot viittasivat euroalueen talouskasvun hidastumisen jatkumiseen ja yksikkötyökustannusten jonkinasteiseen helpottumiseen vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä.<sup>9</sup> Sopimuspalkkojen kasvu hidastui vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä 4,5 prosenttiin edellisen neljänneksen 4,7 prosentista vahvistaen kuvaa palkkapaineiden helpottumisesta loppuvuonna. Tuoreimmat työehtosopimukset puolestaan kertovat palkkapaineiden asteittaisesta helpottumisesta, vaikka nämä ovatkin lähitulevaisuudessa jokseenkin koholla.<sup>10</sup>

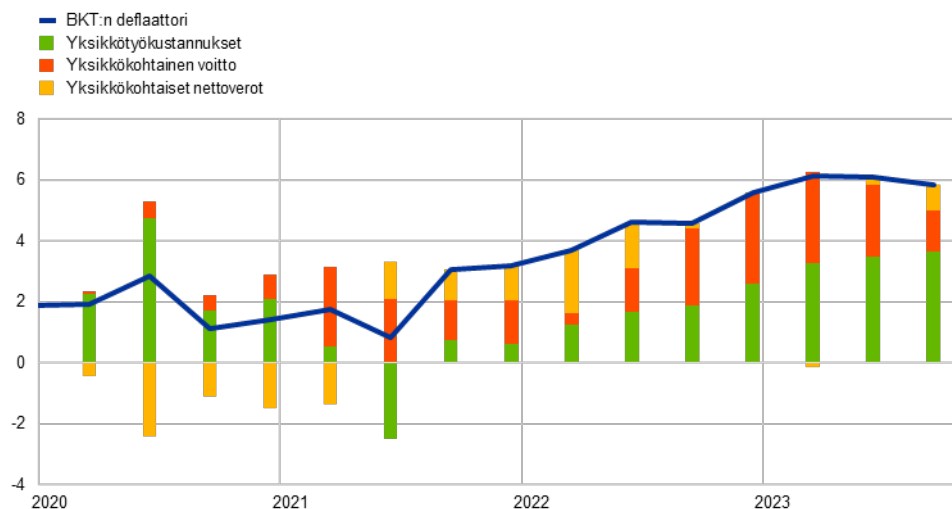
<sup>9</sup> Tämän *Talouksatsauksen* viimeinen aineistopäivä oli 6.3.2024. 8.3.2024 julkistettujen kansantalouden tilinpidon tietojen mukaan työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä (4,6 prosenttiin edellisen neljänneksen 5,1 prosentista) ja yksikkötyökustannusten kasvu hidastui (3,2 prosenttiin 3,6 prosentista). BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti hidastui 5,3 prosenttiin viimeisellä vuosineljänneksellä edellisen neljänneksen 5,9 prosentista ja yksikkövoittojen kasvu hidastui 2,8 prosenttiin 4,7 prosentista.

<sup>10</sup> Ks. Górnicka ja Koester (toim.), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", 2024.

## Kuvio 12

### BKT:n deflaattorin hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

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

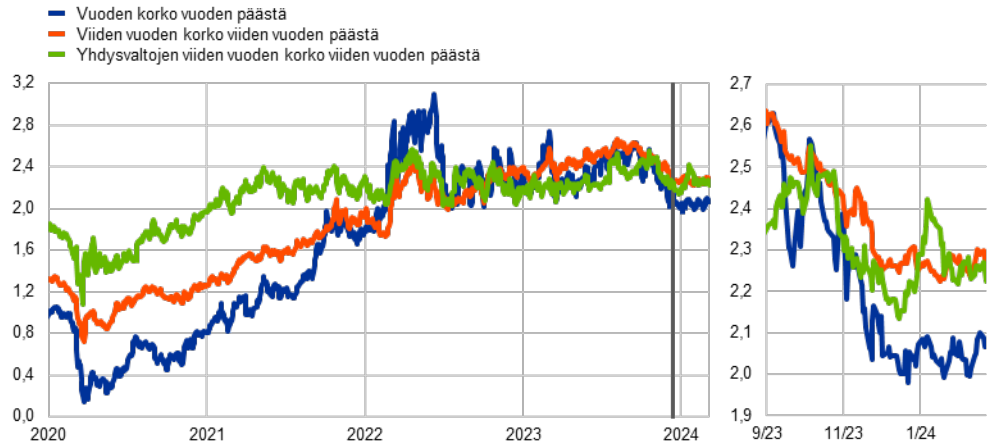
**Pidempiaikaisten inflaatio-odotusten kyselypohjaiset indikaattorit pysyvät kahden prosentin tasolla ja myös markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit pysyvät jokseenkin ennallaan (kuvio 13).** Sekä EKP:n vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen että EKP:n maaliskuun 2024 Survey of Monetary Analysts -kyselytutkimuksen mukaan keskimääräinen pidemmän aikavälin inflaatio-odotus (vuodelle 2028) oli 2,0 %. Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit (jotka perustuvat YKHI-inflaatioon pl. tupakka) pysyvät termiinikäyrän pitkässä päässä vakaina: viiden vuoden inflaatioidonnainen swapkorko viiden vuoden päästä oli noin 2,3 % eli alle elokuun 2023 alussa saavutetun usean vuoden huipun. On kuitenkin syytä huomata, etteivät markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit kuvaa pelkästään markkinaosapuolten aitoja inflaatio-odotuksia, vaan ne sisältävät myös inflaatoriskipreemioita. Mallipohjaiset aitojen inflaatio-odotusten indikaattorit, joista inflaatoriskipreemiot on puhdistettu, kertovat markkinaosapuolten odottavan noin 2 prosentin inflaatiota pitkällä aikavälillä. Euroalueen lyhyen aikavälin inflaation markkinapohjaisten indikaattorien mukaan sijoittajat odottavat inflaation hidastuvan edelleen vuonna 2024 ja olevan vuoden loppupuoliskolla keskimäärin 2 %. Yhden vuoden eteenpäin katsova inflaatioidonnainen swapkorko vuoden päästä pysyi suunnilleen ennallaan ja oli 2,1 %. Mitä tulee kuluttajien inflaatio-odotuksiin, EKP:n tammikuun 2024 kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen mukaan mediaaniodotus ensi vuoden kokonaisinflaatiosta oli 3,3 % (joulukuussa 3,2 %) ja kolme vuotta eteenpäin katsova odotus pysyi ennallaan 2,5 prosentissa.

### Kuvio 13

#### Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ja kuluttajien inflaatio-odotukset

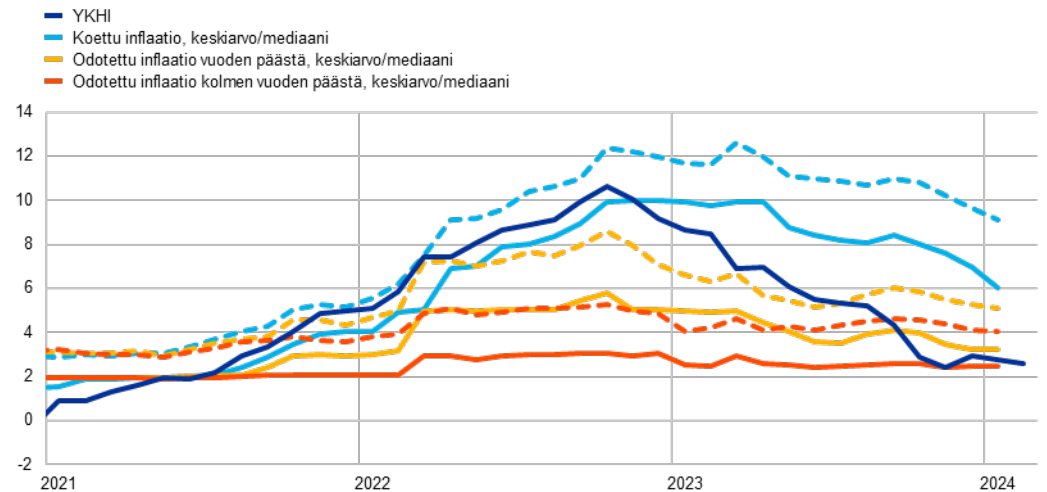
##### a) Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



##### b) Kokonaisinflaatio ja EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus

(vuotuinen prosenttimuutos)



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

Huom. Kohta a osoittaa inflaatioidonnaisten koronvaihtosopimusten termiinkorot eri juoksuajolle euroalueella ja tuotot yhdistävän viiden vuoden inflaatiovauhdin viiden vuoden kuluttua Yhdysvalloissa. Pystysuora harmaa viiva osoittaa arviointijakson alun 14.12.2023. Kohdassa b katkoviivat kuvaavat keskiarvoa ja yhtenäiset viivat mediaania. Tuoreimmat havainnot termiinkoroista on päivätty 6.3.2024, YKHIstä helmikuussa 2024 (pika-arvio) ja muista tiedoista tammikuussa 2024.

**EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioissa euroalueen vuotuisen kokonaisinflaation arvioidaan jatkavan hidastumistaan ja olevan 2,3 % vuonna 2024, 2,0 % vuonna 2025 ja 1,9 % vuonna 2026 (kuvio 14).<sup>11</sup>**

Maltillistuminen liittyy toimitusketjun hintapaineiden hiipumiseen ja rahapolitiikan kiristymisen vaikutukseen. Palkkojen kasvun odotetaan jatkuvan ripeänä, minkä myötä reaaliensiot voivat saavuttaa inflaation kiihtymistä edeltäneen tasonsa, mutta niiden odotetaan helpottuvan asteittain arviointijakson mittaan sitä mukaa, kun inflaatiokompensaatiosta johtuvat vaikutukset heikkenevät. Kokonaisinflaatio vuosina

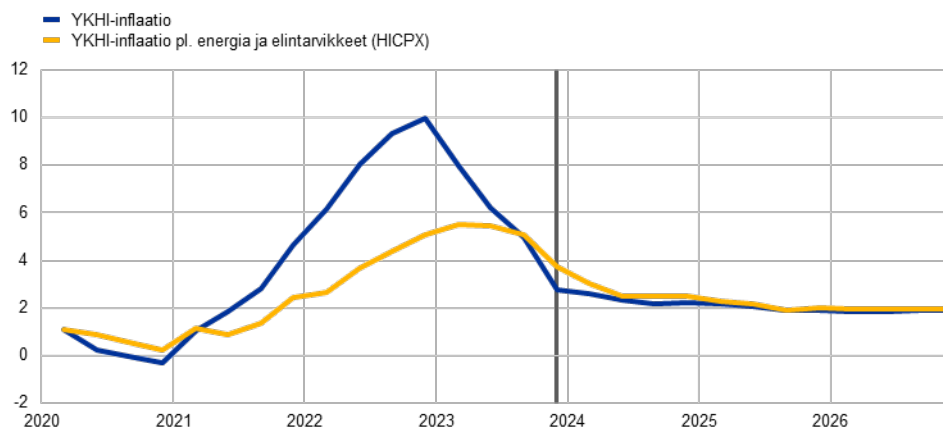
<sup>11</sup> Ks. lisätietoja [Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot \(maaliskuu 2024\)](#).

2024 ja 2025 on arvioitu nyt alemmaksi (eroa 0,4 ja 0,1 prosenttiyksikköä) kuin joulukuun 2023 asiantuntija-arvioissa, mikä johtuu lähinnä energiahyödykkeiden hintoja ja työvoimakustannuspaineita koskevien oletusten alenemisen välittömistä ja välillisistä vaikutuksista. Vuoden 2026 kokonaisinflaatioarvio on ennallaan. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan hidastuvan edelleen lähivuosina ja olevan keskimäärin 2,6 % vuonna 2024, 2,1 % vuonna 2025 ja 2,0 % vuonna 2026. Joulukuun 2023 arvoihin verrattuna em. pohjainflaatioarvioita on tarkistettu alaspäin koko arviointijaksolle: vuoden 2024 arviota 0,1 prosenttiyksikköä, vuoden 2025 arviota 0,2 prosenttiyksikköä ja vuoden 2026 arviota 0,1 prosenttiyksikköä.

#### Kuvio 14

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

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja Euroalueen talousnäkyymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2024).

Huom. Pystysuora viiva osoittaa arviointijakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä (toteutuneet tiedot), ja viimeisimmät arviot koskevat vuoden 2026 viimeistä neljänneistä. Euroalueen talousnäkyymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arviot viimeisteltiin 21.2.2024, ja niiden tekniset oletukset perustuvat 9.2.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin. Sekä historialliset että nykyiset YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot ovat neljännesvuotuisia.

## 4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

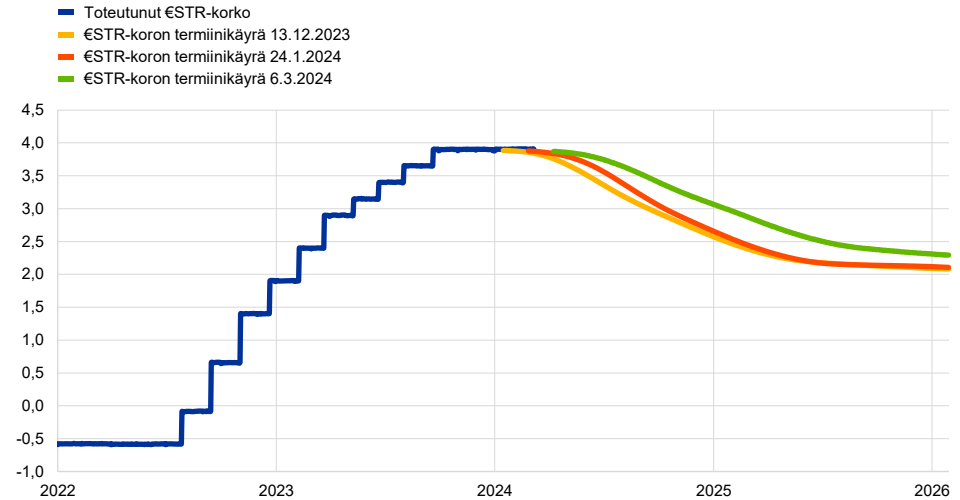
*Tarkastelujaksolla (14.12.2023–6.3.2024) euroalueen rahoitusmarkkinoita hallitsivat edelleen odotukset EKP:n ohjauskorkojen tulevien laskujen ajoituksesta ja suuruudesta. Lyhyet riskittömät korot nousivat, kun markkinaosapuolten odotukset ohjauskorkojen tulevasta kehityksestä muuttuivat aiemmin ennakoitua harvempien ja myöhemmin vuonna 2024 toteutettavien koronlaskujen suuntaan. Tarkastelujakson lopussa euromääräisten markkinoiden lyhyen koron (€STR) aikarakennetta kuvaavan käyrän eli termiinikäyrän perusteella koron odotettiin laskevan ensin 0,25 prosenttiyksikköä vuoden 2024 toisella neljänneksellä ja sitten asteittain yhteensä 1,00 prosenttiyksikköä vuoden 2024 mittaan. Pidemmät riskittömät korot laskivat ensin joulukuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen, mutta kääntyivät myöhemmin nousuun. Tämä kehitys mukaili Yhdysvalloissa nähtyä tuottokäyrän vahvempaa korjausliikettä sikäläisten tuoreiden talouskasvu- ja inflaatiolukujen yllätettyä positiivisesti. Valtioiden joukkolainojen tuotot kehittivät lähes samaan tahtiin riskittömien korkojen kanssa, kun joukkolainojen tuottoerojen hajonta OIS-korkoon nähden supistui ja sijoittajat ostivat runsaasti joukkolainoja, joiden liikkeeseenlaskuvolyymit olivat entistä suuremmat. Euroalueen osakehintojen pieni nousu jäi Yhdysvaltoja vähäisemmäksi, mikä johtui euroalueen yritysten edelleen heikkenevistä tulosodotuksista. Euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui yleisesti valuuttamarkkinoilla, mutta heikkeni hieman Yhdysvaltain dollariin nähden.*

**Yön yli -indeksiswapkoron (OIS-koron) aikarakennetta kuvaava käyrä eli termiinikäyrä on siirtynyt ylöspäin EKP:n neuvoston joulukuisen kokouksen jälkeen, kun markkinaosapuolten odotukset ensimmäisen koronlaskun ajoituksesta muuttuivat ja kohdistuivat nyt vuoden 2024 toisen neljänneksen jälkipuoliskolle (kuvio 15).** Euromääräisten markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) oli tarkastelujakson aikana 3,9 % mukailien talletusmahdollisuuden korkoa, jonka EKP:n neuvosto on pitänyt 4 prosentissa syyskuun 2023 rahapoliittisesta kokouksesta lähtien. Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi väheni noin 83 miljardilla eurolla ja oli 3 500 miljardia euroa. Se johtui pääasiassa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) suoritetuista takaisinmaksuista sekä omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistusten vähenemisestä, kun eurojärjestelmä ei enää sijoita omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa uudelleen. €STR-viitekorkoon perustuvat yön yli -indeksiswapkorot (OIS-korot), jotka ulottuvat seuraavien EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokousten ajankohtiin, ovat nousseet joulukuun kokouksen jälkeen. Tämä kehitys osoittaa markkinaosapuolten odottavan, että ensimmäinen koronlasku tapahtuu hieman myöhemmin kuin aiemmin arveltiin ja että vuoden loppuun mennessä toteutetaan vähemmän koronlaskuja kuin markkinaosapuolet aiemmin ennakoivat. Etenkin tarkastelujakson lopussa termiinikäyrä osoitti, että koron odotettiin laskevan ensin 0,25 prosenttiyksikköä vuoden 2024 toisella neljänneksellä ja sitten asteittain yhteensä 1,00 prosenttiyksikköä vuoden 2024 mittaan.

## Kuvio 15

### €STR-termiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

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

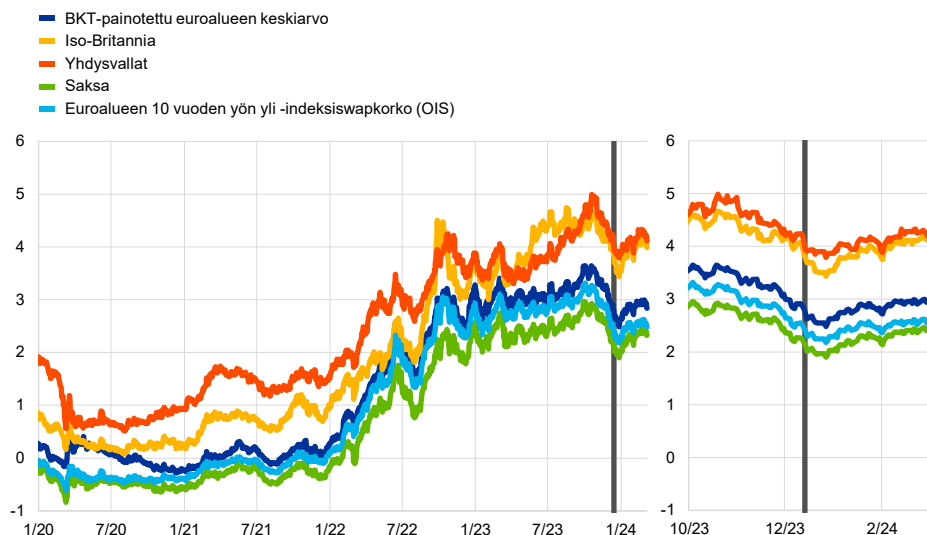
### **Euroalueen pitkät riskittömät korot nousivat, kun Yhdysvalloissa markkinaosapuolten korko-odotukset muuttuivat vielä voimakkaammin Yhdysvaltain talouden pysyessä vahvana (kuvio 16).**

Tarkastelujakson alkupuolella pitkät riskittömät korot laskivat huomattavasti: euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko oli joulukuun lopulla noin 0,20 prosenttiyksikköä matalampi kuin tarkastelujakson alussa. Sen jälkeen euroalueen pitkät riskittömät korot nousivat tarkastelujakson alkua korkeammalle. Ne mukailivat pitkälti Yhdysvaltain valtion joukkolainatuottojen vahvempaa kehitystä, ja osaksi niissä kuvastui Yhdysvaltain makrotaloustilanteen odotettua parempi kehitys ja rahapolitiikkaa koskevien odotusten muuttuminen Atlantin molemmiin puolin. Euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko oli tarkastelujakson päätteeksi noin 2,5 prosenttia eli noin 0,10 prosenttiyksikköä tarkastelujakson alkua korkeampi. Yhdysvaltain valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto nousi noin 0,19 prosenttiyksikköä 4,1 prosenttiin, ja Ison-Britannian vastaava tuotto nousi noin 0,21 prosenttiyksikköä noin 4,0 prosenttiin.

## Kuvio 16

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

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.12.2023. Tuoreimmat havainnot 6.3.2024.

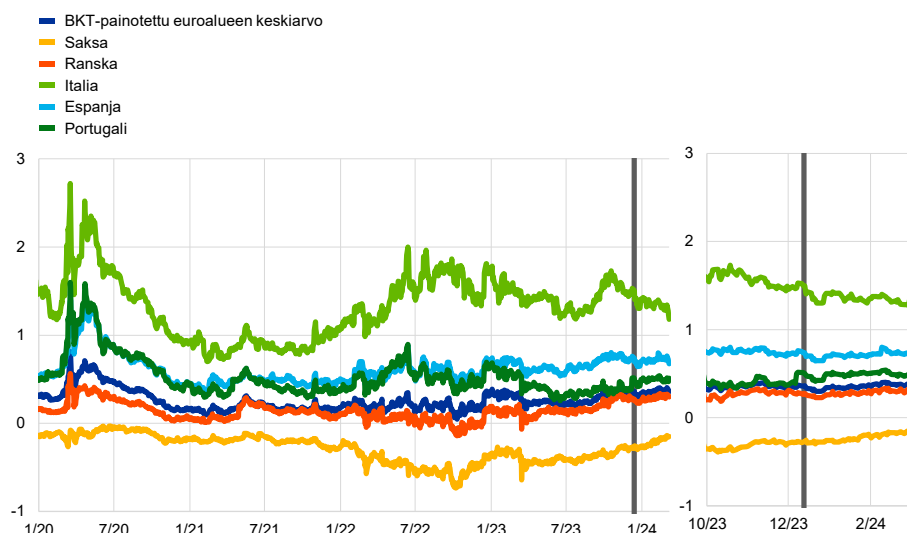
**Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot kehittyivät samaa tahtia riskittömien korkojen kanssa, eivätkä valtioiden joukkolainojen tuottoerot juuri muuttuneet (kuvio 17).** Tarkastelujakson lopussa euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuotto oli noin 0,11 prosenttiyksikköä korkeampi (noin 2,8 %), joten sen tuottoero €STR-viitekorkoon perustuvaan OIS-korkoon nähden kasvoi vain hieman. Valtioiden joukkolainojen tuottoerot kapenivat eri maissa joidenkin parempituottoisten joukkolainojen tuottoerojen supistumisen myötä ja Saksan valtion joukkolainojen negatiivisen tuottoeron supistuttua OIS-korkoon nähden. Valtioiden joukkolainojen markkinat olivat tarkastelujakson aikana vakaat, ja pääomasijoittajat tekivät mittavia sijoituksia joukkolainoihin, joiden liikkeeseenlaskuvolyymit olivat entistä suuremmat.



### Kuvio 17

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

(prosenttiyksikköjä)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.12.2023. Tuoreimmat havainnot 6.3.2024.

### Yritysten high-yield-luokan joukkolainojen tuottoerot kapenivat tarkastelujakson aikana huomattavasti riskinottohalun kasvamisen myötä.

Tarkastelujakson aikana yritysten high-yield-luokan joukkolainojen tuottoerot kapenivat etenkin vuodenvaihteen jälkeen huomattavasti eli noin 0,37 prosenttiyksiköllä. Tämä kehitys oli vahvempaa rahoitusalan yrityksillä kuin muilla yrityksillä. Sen sijaan investointiluokan joukkolainoissa tuottoerot vaihtelivat hyvin vähän ja pysyivät pääosin ennallaan. Pitemmällä aikavälillä tarkastellen yritysten joukkolainojen tuottoerot etenkin high-yield-luokassa ovat pysyneet pieninä ja ovat noin 0,50 prosenttiyksikköä joulukuun 2021 tasoa alempana, kun ne vuoden 2022 mittaan olivat noin 2,50 prosenttiyksikköä sitä korkeammat. Pienemmät tuottoerot auttoivat pitämään markkinarahoituksen kustannusten kasvun hallinnassa riskittömien korkojen mittavasta ja nopeasta noususta huolimatta.

### Euroalueen osakehinnat vahvistuivat markkinaosapuolten luottavaisen suhtautumisen tuella, vaikka tulostenusteita tarkistettiin edelleen alaspäin ja diskonttokorot nousivat hieman (kuvio 18).

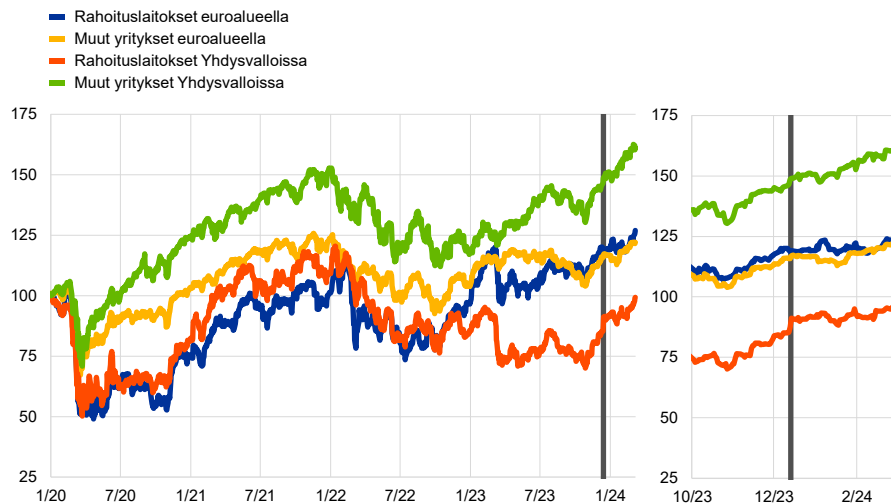
Tarkastelujakson aikana euroalueen laaja osakemarkkinaindeksi nousi, joskin Yhdysvaltojen vastaavaa indeksiä vähemmän. Euroalueen indeksi nousi noin 6 % ja Yhdysvaltain 8 %, ja nimellistuottojen odotetaan kasvavan euroalueella huomattavasti Yhdysvaltoja vähemmän vuoden 2024 mittaan. Euroalueen heikompi kehitys (ei ainoastaan tarkastelujaksolla vaan myös lokakuun loppupuolen pohjalukemien jälkeen) oli suhteellisen laaja-alaista, ja niin markkina-arvopainotetut kuin painottamattomat indeksit nousivat Yhdysvaltoja vähemmän. Vaikka rahoitussektorin yritysten osakehinnat kasvoivatkin samaan tahtiin Atlantin molemmin puolin, rahoitussektorin ulkopuoliset yritykset menestyivät euroalueella Yhdysvaltoja heikommin. Euroalueen osakehintoja tukivat alhaisemmat osakkeiden riskipreemiot, joiden vaikutus

muodostui tulosennusteiden heikkenemistä ja diskonttokorkojen nousua suuremmaksi.

### Kuvio 18

#### Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2020 = 100)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.12.2023. Tuoreimmat havainnot 6.3.2024.

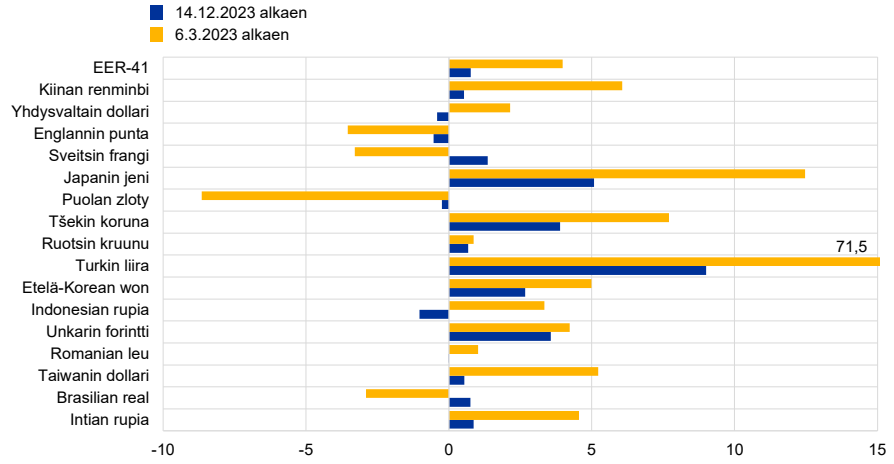
#### Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui yleisesti jonkin verran, mutta heikkeni hieman Yhdysvaltain dollariin nähden (kuvio 19).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 41 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui tarkastelujaksolla 0,8 %. Se johtui vahvistumisesta kehittyneiden talouksien valuuttoihin nähden (esim. 5 % Japanin jeniin nähden) sekä nousevien talouksien ja euroalueen ulkopuolisten EU-jäsenvaltioiden valuuttoihin nähden. Sen sijaan euro heikkeni hieman (0,4 %) Yhdysvaltain dollariin nähden tarkastelujakson aikaisen vaihtelun päätteeksi. Tämä kuvasti ennen kaikkea muutoksia markkinaosapuolten odotuksissa talouden suhteellista vahvuutta ja ohjauskorkoja kohtaan. Joulukuun puolenvälin ja vuodenvaihteen välisellä jaksolla euron kurssi nousi Yhdysvaltain dollariin nähden, kun markkinaosapuolet tulkitsivat Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean joulukuisen kokouksen käänteenä kohti vähemmän rajoittavaa rahapolitiikkaa ja riskinottohalun vahvistumisen heikensi dollarin kurssia. Vuoden 2024 alusta lähtien euron dollarikurssi on heikentynyt, mikä kuvastaa Yhdysvaltain talouden parempaa häiriönsietokykyä euroalueeseen nähden. Se kertoo myös ohjauskorkojen tulevaa laskua koskevien odotusten maltillistumisesta, kun avomarkkinakomitean viestintä oli tammikuun kokouksen jälkeen entistä varovaisempaa. Tätä tulkintaa vahvistivat entisestään tiedot Yhdysvaltain työmarkkinoiden vahvuudesta ja odotettua korkeammasta kuluttajahintaindeksistä helmikuussa.

## Kuvio 19

### Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(vuotuisia prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP.

Huom. EER-41 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 41 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 6.3.2024 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

## 5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

*Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus, joka oli supistunut vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä, kasvoi jälleen tammikuussa 2024 ja pysytteli tavanomaiseen tasoonsa nähden suurena. Tarkastelujaksolla 14.12.2023–6.3.2024 muiden yritysten kuin rahoituslaitosten markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoi lievästi, kun taas osakerahoituksen kustannus supistui hieman. Yrityksille myönnettyjen pankkilainojen korot pysyivät pitkälti ennallaan, ja kotitalouksien asuntolainakorot puolestaan laskivat jonkin verran. Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvutahti pysyi lähellä nollaa suurten vaihtoehtokustannusten, paikallaan polkevan lainanannon ja eurojärjestelmän taseen supistumisen vuoksi.*

**Euroalueen pankkien varainhankinnan kustannukset pysyivät tavanomaiseen tasoonsa nähden suurina, vaikka joukkolainojen tuotot supistuivat.** Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus oli supistunut lokakuun 2023 huippulukemistaan, mutta tammikuussa 2024 se kasvoi jälleen hieman, joskin kehityksessä oli huomattavaa maittaista vaihtelua (kuvion 20 kohta a). Pankkien joukkolainojen tuotot olivat vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä supistuneet tuntuvasti, mutta vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä ne lähtivät jälleen kasvuun (kuvion 20 kohta b) riskittömien korkojen tuottokäyrän kehitystä myötäillen. Talletuskorot, jotka muodostavat suurimman osan pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannuksesta, nousivat edelleen tammikuussa 2024, joskin nousussa oli vaihtelua eri instrumenttien ja sektorien välillä. Yön yli -talletusten korot nousivat tammikuussa maltillisesti, kun taas määräaikaistalletusten korot laskivat, mikä kavensi hieman määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten suurta tuottoeroa. Pankkien kiihtyvä kilpailu asiakastalletuksista kasvatti pankkien talletusrahoituksen kustannusta. Vähittäispuolen antolainausta harjoittavilla pankeilla, jotka ovat hyvin riippuvaisia talletusrahoituksesta, sen kustannus kasvoi edelleen kokonaistalletusvolyymien heikon kehityksen aiheuttaessa jatkuvia nousupaineita. Tukkurahoitusta käyttävät pankit sen sijaan hyötyivät enemmän pankkien joukkolainojen tuottojen supistumisesta vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä, joskin myös niillä talletusrahoituksen kustannus oli kasvanut enemmän ja nopeammin rahapolitiikan kiristymisjakson alkuvaiheessa. Yleisesti ottaen pankkien velkojen koostumuksessa on kalliimpien rahoituslähteiden osuus edelleen lisääntynyt. Lisäksi rahoitusjärjestelmästä on mekaanisesti poistunut likviditeettiä, kun eurojärjestelmän tase on jatkanut normalisoitumistaan.

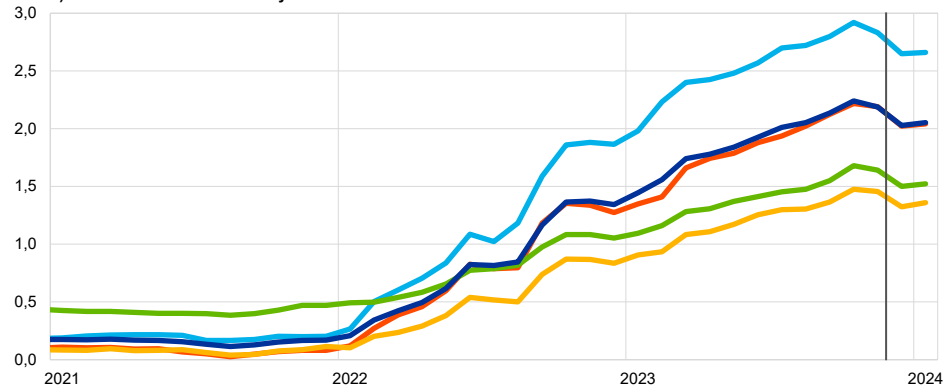
## Kuvio 20

### Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

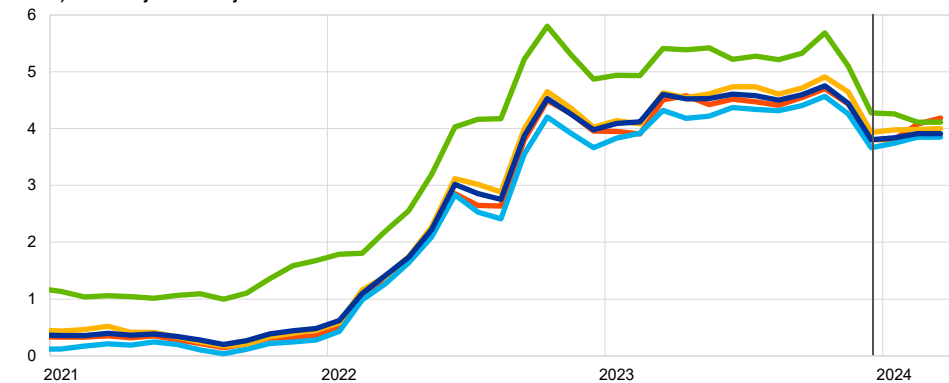
(prosentteja vuositasolla)



a) Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus



b) Pankkien joukkolainojen tuotot



Lähteet: EKP, S&P Dow Jones Indices LLC ja/tai sen tytäryhtiöt sekä EKP:n laskelmat.

Huom. Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen painotettu keskiarvo. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna näiden talletuskantojen määrällä.

Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Kohtien a ja b harmaa pystyviiva osoittaa päivämäärää 31.10.2023. Tuoreimmat havainnot on päivätty tammikuussa 2024 pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen osalta ja 6.3.2024 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta.

### Tammikuussa 2024 yrityksille myönnettyjen pankkilainojen korot pysyivät

### pitkälti ennallaan, ja kotitalouksien asuntolainakorot puolestaan laskivat. Sekä

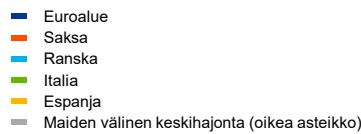
yritysten että kotitalouksien lainakorot lähtivät vuoden 2022 alussa jyrkkään nousuun kaikissa euroalueen maissa, ja marraskuusta 2023 alkaen ne ovat näyttäneet vakautuvan näille korkeille tasoille (kuvio 21). Tammikuussa 2024 yritysten lainakorot olivat 5,22 %, kun ne joulukuussa 2023 olivat 5,25 %. Kotitalouksille myönnettyjen uusien asuntolainojen korot puolestaan laskivat tammikuussa lievästi 3,87 prosenttiin joulukuun 3,97 prosentista. Korkojen lasku oli laaja-alaista euroalueen suurimmissa maissa, ja jyrkintä se oli lainoissa, joiden koronmääräytymisjaksot ovat keskipitkät tai pitkät. Korkojen laskun suuruuden vaihtelut supistivat osaltaan lainakorkojen välistä hajontaa. Samaan aikaan pankkien kotitalouksille myöntämien uusien kulutuslainojen ja tilin luottorajan ylittävien luottojen sekä muiden kulutusluottojen korot nousivat tammikuussa edelleen. Maiden välinen hajonta yritysten ja

kotitalouksien lainakoroissa pysyi vähäisenä (kuvio 21), mikä viittaa siihen, että rahapolitiikan välittyminen oli sujuvaa kaikissa euroalueen maissa. Pankkien antolainauskorkojen nousun välittyessä edelleen asuntolainakantoihin ja velanhoitokustannusten noustessa yhä suurempi osuus kotitalouksista varsinkin alemmissa tulokvintileissä ilmoitti EKP:n [kuluttajaodotuksia selvittävässä CES-kyselyssä](#) tammikuussa 2024, että ne odottivat asuntolainansa lyhennysten hoitamisen tuottavan vaikeuksia kolmen seuraavan kuukauden aikana.

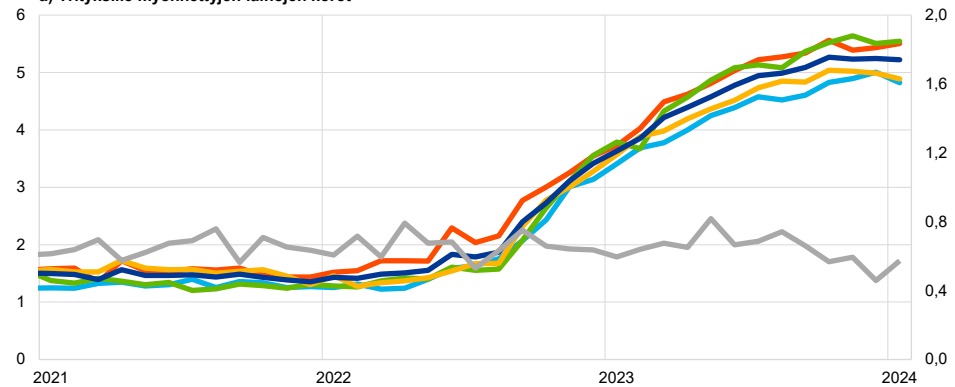
### Kuvio 21

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin maissa

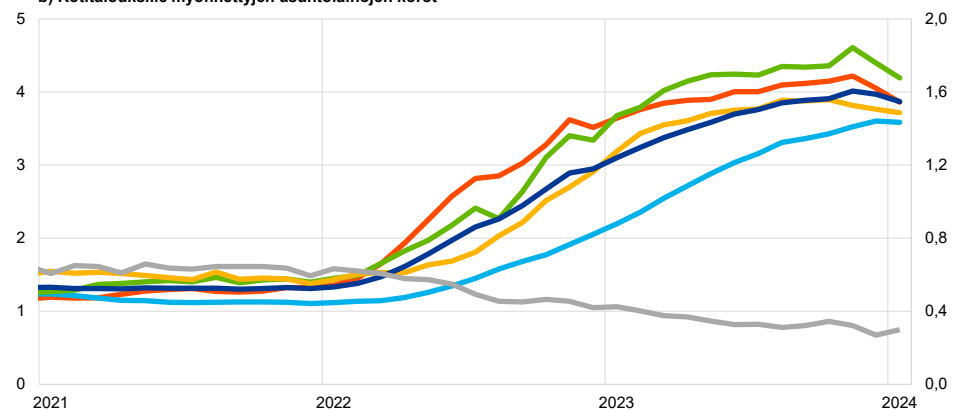
(prosentteja vuositasolla; keskihajonta)



a) Yrityksille myönnettyjen lainojen korot



b) Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen korot



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pankkilainojen yhdistelmäkorot lasketaan lyhyt- ja pitkäaikaisten korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2024.

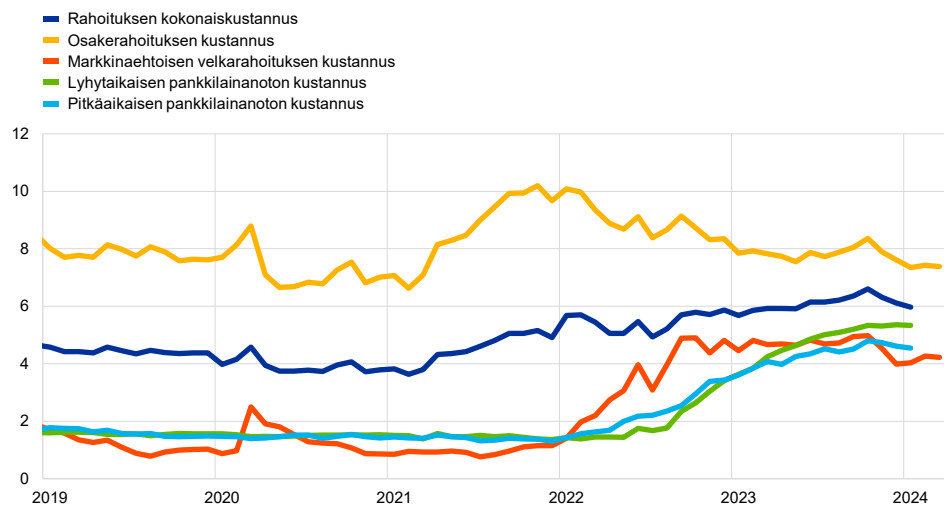
**Tarkastelujakson 14.12.2023–6.3.2024 päivittäistiedoista näkyy, että yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoi lievästi ja osakerahoituksen kustannus supistui marginaalisesti.** Kuukausittaisten tietojen perusteella yritysten rahoituksen kokonaiskustannus – eli pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen yhdistelmäkustannus –

pieneni tammikuussa 2024 huomattavasti lokakuun 2023 tasolta, joka oli korkein moneen vuoteen. Tammikuussa kokonaiskustannus oli 6,0 % eli 0,10 prosenttiyksikköä pienempi kuin joulukuussa (kuvio 22).<sup>12</sup> Tämä pieneneminen johtui pääasiassa osakerahoituksen kustannuksen supistumisesta, sillä muissa kustannuskomponenteissa ei tapahtunut merkittävää muutosta. Päivittäistietojen mukaan markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoi tarkastelujaksolla, koska riskittömät korot nousivat eikä yritysten joukkolainojen tuottoerojen supistuminen high yield -segmenteissä kokonaan kompensoinut niiden nousua. Samaan aikaan osakerahoituksen kustannus supistui lievästi, mikä johtui siitä, että osakerahoituksen riskipreemio supistui enemmän kuin edellä mainitut riskittömät korot (joita edustaa 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko) nousivat (ks. osa 4).

## Kuvio 22

### Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(prosentteja vuositasolla)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu kuukausittaisista tiedoista pankkilainanoton (kuukausikeskiarvot), markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen (kuukausittaiset tiedot) kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrin perusteella. Tuoreimmat havainnot on päivätty 6.3.2024 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen ja osakerahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistiedot) sekä tammikuussa 2024 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

### Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille vakautui tammikuussa 2024 alhaiselle tasolle korkeiden lainakorkojen, vaisun lainakysynnän ja tiukkojen luotonantokriteerien vallitessa.

Yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvu hidastui 0,2 prosenttiin tammikuussa 2024, kun se joulukuussa 2023 oli 0,5 % (kuvion 23 kohta a). Kasvussa oli huomattavaa maittaista vaihtelua. Samaan aikaan epävakaus on ollut lisääntymässä, kuten näkyy lyhytaikaisen lainanannon tammikuuisesta voimakkaasta supistumisesta, joka kumosi kahden edellisen kuukauden vastaavansuuruisen kasvun. Kaiken kaikkiaan lainanannon kasvun tämänhetkinen heikkous on jatkoa vuoden 2023 alusta asti vallinneelle lainanannon kehityksen pysähtyneisyydelle, jonka taustalla ovat heikko kokonaiskysyntä, tiukat luotonantokriteerit ja kireä rahapolitiikka. Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti, joka joulukuussa 2023 oli 0,4 %, hidastui 0,3 prosenttiin

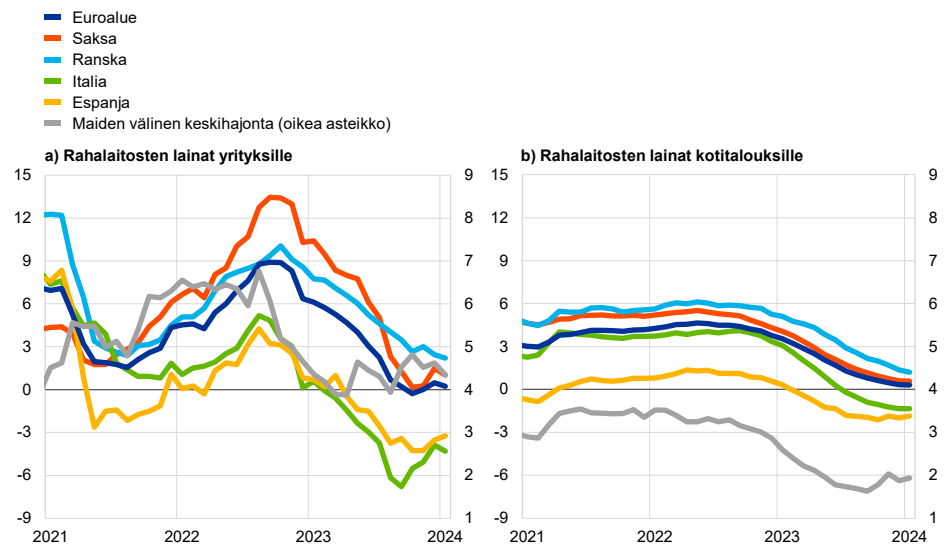
<sup>12</sup> Pankkilainanoton kustannuksesta saatavien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannuksesta on saatavilla tietoja vain tammikuuhun 2024 asti.

tammikuussa 2024 (kuvion 23 kohta b) negatiivisten asuntomarkkinanäkymien, hieman tiukentuneiden luotonantokriteerien ja korkeiden lainakorkojen vallitessa. Hidastumisen tärkeimpinä tekijöinä olivat asuntolainat ja yksinyrittäjille myönnetty lainat, kun taas kuluttajalainojen vakaan kasvun taustalla oli lähinnä alempien tulokvinttilien kysyntä, mikä näkyi lainahakemusten hylkäämisten kasvuna. Lisäksi EKP:n [kuluttajaodotuksia koskevan kyselyn](#) tammikuun 2024 tulokset viittaavat siihen, että suuri nettoprosenttiosuus kyselyn vastaajista piti luotonantokriteereitä tiukkoina ja odotti asuntolainan saamisen vaikeutuvan seuraavien 12 kuukauden aikana.

### Kuvio 23

#### Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuiset prosenttimuutokset; keskihajonta)



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

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

#### Vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä ja tammikuussa 2024 euroalueen yritysten nettomääräisen ulkoisen rahoituksen kasvu pysyi heikkona erityisesti velkarahoituksen vähäisyyden vuoksi.

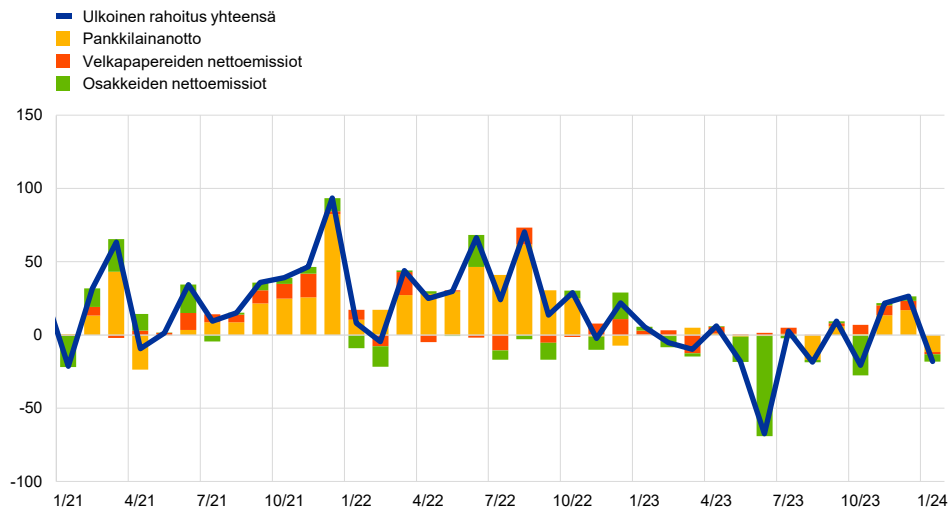
Vaikka nettomääräisen ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi 0,8 prosenttiin tammikuussa 2024, kun se lokakuussa 2023 oli ollut -0,9 %, kuukausitason kasvu muuttui tammikuussa jälleen negatiiviseksi (kuvio 24). Aiemmistä heikon lainakehityksen jaksoista poiketen yritysten joukkolainojen liikkeeseenlasku ei kompensoinut pankkilainojen kasvun yleistä hidastumista. Tammikuussa yritysten lainakysyntä koski ensisijaisesti lyhytaikaisia lainoja, ja pitempiaikaiset lainat korvautuivat yritysten joukkolainoilla. Lisäksi osakkeiden liikkeeseenlasku pysyi vaisuna.



## Kuvio 24

### Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(kuukausitasolla, mrd. euroa)



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

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

### Yritykset ja kotitaloudet siirsivät edelleen varoja yön yli -talletuksista

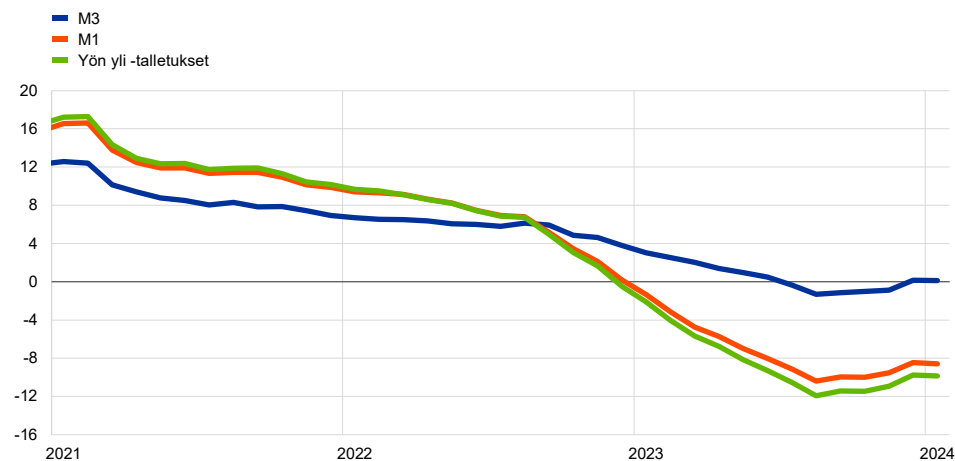
**määräaikaistalletuksiin tammikuussa 2024.** Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui edelleen -9,9 prosenttiin tammikuussa 2024, kun se joulukuussa 2023 oli ollut -9,7 % (kuvio 25). Määräaikaistalletusten vahvaa suosiota selittää niiden ja yön yli -talletusten välinen huomattava korkoero, jonka taustalla ovat hyvin likvidien instrumenttien hallussapidon suuret vaihtoehtokustannukset.<sup>13</sup> Tammikuussa yritysten määräaikaistalletuksille tarjotut korot olivat lähellä EKP:n talletuskorkoa ja pysyivät kotitalouksille tarjottuja korkoja korkeampina. Myös kotitaloudet siirsivät laajalti varojaan yön yli -talletuksista määräaikaistalletuksiin, ja yrityksillä näiden kahden instrumentin tasapainottamistahti kiihtyi vuoden 2023 viimeisen neljänneksen huomattavan hidastumisen jälkeen.

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

## Kuvio 25

### M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2024.

### **M3:n vuotuinen kasvutahdi pysyi tammikuussa 2024 lähellä nolaa suurten vaihtoehtokustannusten, paikallaan polkevan lainanannon ja eurojärjestelmän taseen supistumisen vuoksi.**

M3:n vuotuinen kasvuvauhti hidastui tammikuussa 2024 lievästi 0,1 prosenttiin, kun se joulukuussa 2023 oli ollut 0,2 % (kuvio 25). Suppean raha-aggregaatin (M1) – joka sisältää M3:n likvidit erät – vuotuinen kasvu hidastui tammikuussa hieman -8,6 prosenttiin, kun se joulukuussa oli -8,5 %. M3:n kasvu piristyi suhteellisen reippaasti vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä, mutta tammikuussa se hidastui kuukausitasolla tuntuvasti tilanteessa, jossa kasvava epävakaus ja sijoitusten siirrot pois M3:sta voimistivat rahan määrän heikkenevää kehityssuuntaa. Kasvun tammikuinen hidastuminen johtui pankkien tekemien valtion joukkolainojen ostojen osittaisesta kääntymisestä myynneiksi – jolloin rahaa hallussa pitävän sektorin valtion joukkolainoimukset vastaavasti kasvoivat – sekä uudesta pankkien pitkäaikaisten joukkolainojen liikkeeseenlaskusta ennen maaliskuussa 2024 tulossa olevaa TLTRO-operaatioissa lainattujen varojen takaisinmaksua. Hidastumista kompensoivat osittain rahan kasvanut sisäänvirtaus euroalueen ulkopuolelta, minkä taustalla oli huomattava vaihtotaseen ylijäämä tuonnin pysyessä vaisuna, sekä ulkomaisten sijoittajien kasvanut kiinnostus euroalueen arvopapereihin. Lisäksi eurojärjestelmän taseen supistuminen hillitsi edelleen rahan luomista yksityiselle sektorille suunnatun lainanannon pysyessä vaimeana.

*Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioissa euroalueen julkisen talouden alijäämän ennakoitaan supistuvan 2,9 prosenttiin BKT:stä vuonna 2024. Tämän jälkeen sen arvioidaan kohenevan vain marginaalisesti ja vakautuvan 2,8 prosenttiin BKT:stä vuosina 2025 ja 2026. Alijäämän vähittäisen supistumisen, joka on jatkunut pandemian huippuvaiheesta asti, ennakoitaan siis pysähtyvän ja muuttuvan jopa lieväksi kasvuksi. Kutakuinkin tämän kehityksen mukaisesti euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan kiristyvän merkittävästi vuonna 2024, mutta ei paljoakaan sen jälkeen. Finanssipolitiikan mitoituksen kiristymisen taustalla ovat odotukset, joiden mukaan jäsenvaltioiden energiatukitoimien purkamisen jatkuu. Koska kiristymisen ei odoteta jatkuvan vuoden 2024 jälkeen, euroalueen velan BKT-suhteen arvioidaan pysyvän suurena ja kasvavan lievästi arviointijakson aikana siten, että kun se vuonna 2023 oli arviolta 88,3 %, se olisi vuonna 2026 noin 88,6 %. Komissio julkaisi 21.2.2024 elpymis- ja palautumistukivälineen puoliväliarvioinnin. Vaikka jonkin verran edistystä onkin tapahtunut, on edelleen tärkeää nopeuttaa NGEU-ohjelman täytäntöönpanoa, jotta sen hyödyt saataisiin täysimittaisesti käyttöön. Ecofin-neuvoston ja Euroopan parlamentin päästyä äskettäin alustavaan poliittiseen sopuun EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamisesta sitä koskeva lainsäädäntöprosessi olisi vietävä pikaisesti päätökseen, jotta uusien sääntöjen täytäntöönpano voi alkaa viipymättä.*

**Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2024 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän ennakoitaan kohenevan jonkin verran vuonna 2024, mutta vain hienoisesti vuonna 2025.**<sup>14</sup> Arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä, joka

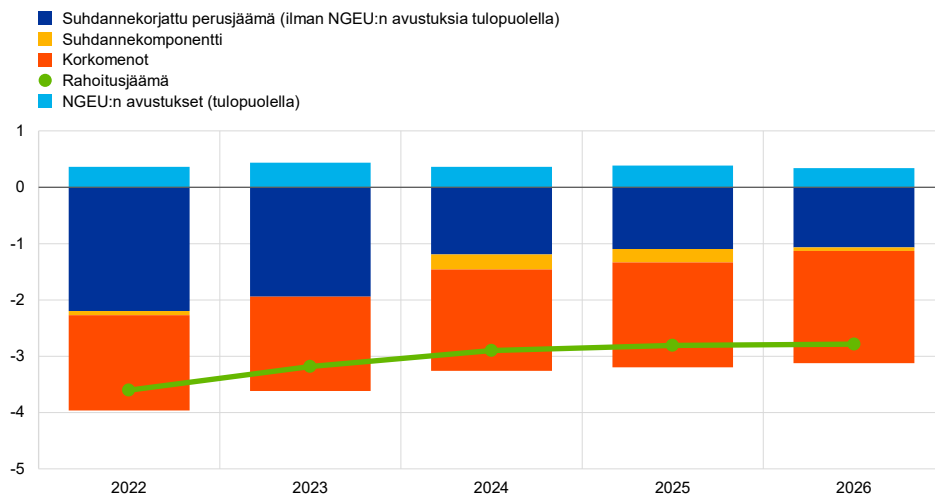
vuonna 2022 oli 3,6 % suhteessa BKT:hen, supistui 3,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2023 ja supistuu edelleen 2,9 prosenttiin BKT:stä vuonna 2024 ja 2,8 prosenttiin BKT:stä vuonna 2025 vakautuakseen tälle tasolle vuonna 2026 (kuvio 26). Arvioidun kehityksen taustalla on vuonna 2024 etenkin suhdannekorjatun perusjäämän vähemmän negatiivinen taso, joka vaikuttaa vähäisessä määrin myös vuonna 2025. Perusalijäämien supistumisen vaikutus kompensoituu vain osittain korkomenojen kasvulla. Aiemmat koronnousut välittyvät näet korkomenoihin hitaasti, sillä valtionvelan jäljellä olevien maturiteettien pituus on euroalueella tällä hetkellä keskimäärin hiukan alle 8 vuotta (kun se vuonna 2015 oli 6,5 vuotta). Suhdannekorjatun perusalijäämän supistuminen vuonna 2024 vuorostaan johtuu pääasiassa valtion finanssipoliittisten tukitoimenpiteiden purkamisesta energiasokin ja nopean inflaation laantuessa. Näiden toimenpiteiden arvioidaan nyt olleen vuonna 2023 laajuudeltaan 1,3 % BKT:stä euroalueen tasolla, mutta supistuvan vuonna 2024 merkittävästi eli 0,4 prosenttiin BKT:stä ja vuosina 2025 ja 2026 edelleen noin 0,2 prosenttiin BKT:stä.

<sup>14</sup> Ks. EKP:n verkkosivustolla 7.3.2024 julkaistut [euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot, maaliskuu 2024](#).

## Kuvio 26

### Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteja BKT:stä)



Lähde: Euroalueen talousnäkyä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot, maaliskuu 2024.

Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

### Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioihin verrattuna rahoitusjäämää on tarkistettu alaspäin lievästi eli vuositasolla

### 0,1 prosenttiyksikköä vuosina 2023, 2024 ja 2025 sekä 0,2 prosenttiyksikköä vuonna 2026.

Näiden tarkistusten taustalla ovat suhdannekomponentin tarkistukset alaspäin koko arviointijaksolla (vuositasolla 0,1–0,2 prosenttiyksikköä). Ne kompensoituvat osittain korkomenojen tarkistuksilla alaspäin rahoitusolojen kehittyessä suotuisammiksi.

### Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan kiristyvän merkittävästi vuonna 2024, mutta ei paljoakaan sen jälkeen.<sup>15</sup>

Suhdannekorjatun perusjäämän vuosimuutos, josta on puhdistettu NGEU-ohjelmasta jäsenvaltioille myönnetty avustukset, viittaa siihen, että vuosina 2023–2024 euroalueen finanssipolitiikka kiristyy yhteensä merkittävästi, kun suuri osa vuonna 2022 käyttöön otetuista energia- ja inflaatiotukitoimista päättyy. Arviointijakson myöhempinä vuosina 2025 ja 2026 finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan olevan neutraali. Käynnissä olevasta energiatukitoimien purkamisesta huolimatta euroalueen finanssipolitiittisten tukien odotetaan pysyvän pitkälti kasvua tukevalla tasolla koko arviointijaksolla, koska suhdannekorjattu perusjäämä pysyy selvästi pandemiaa edeltäneen tasonsa alapuolella kriisin aikana käyttöön otettujen ja pitkäaikaisiksi osoittautuneiden elvytystoimien vuoksi.

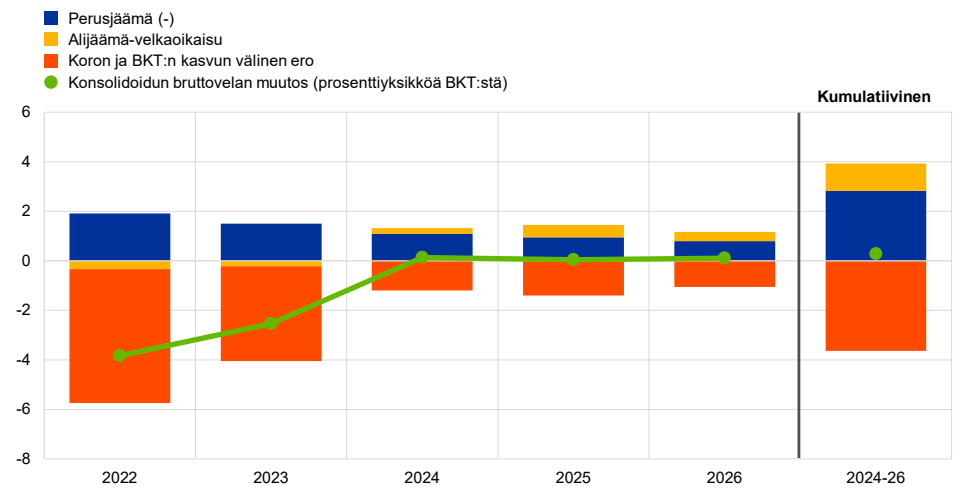
<sup>15</sup> Finanssipolitiikan mitoituksen taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipolitiittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mitoituksen mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa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

**Euroalueen velan BKT-suhteen arvioidaan pysyvän pandemiaa edeltäneen tasonsa yläpuolella ja jopa hivenen kasvavan arviointijaksolla siten, että kun se vuonna 2023 oli tasoltaan 88,3 %, vuonna 2026 se olisi 88,6 %.** Pandemian aikana velkasuhde kasvoi huomattavasti ja oli vuonna 2020 noin 97 %, mutta sittemmin se on asteittain supistunut. Tämä myönteinen kehitys näyttää kuitenkin pysähtyneen, ja velkasuhteen odotetaan sen sijaan kasvavan hieman arviointijaksolla perusalijäämien ja odotettujen positiivisten alijäämä-velkakoikaisujen vaikutuksesta, jonka vain osittain kompensoivat koron ja BKT:n kasvun väliset, edelleen negatiivisina pysyvät erot (kuvio 27).

### Kuvio 27

#### Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteja BKT:stä, ellei toisin ilmoiteta)



Lähde: euroalueen talousnäkyelmiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot, maaliskuu 2024.

Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

### On tärkeää, että jäsenvaltiot edistyvät riipeästi sekä NGEU:n

### täytäntöönpanossa että EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän

### uudistamisessa.

Komissio julkaisi 21.2.2024 [elpymis- ja palautumistukivälineen puolivälisarvioinnin](#).

Vaikka arvioinnissa korostetaan, että NGEU-ohjelman

täytäntöönpanossa on jonkin verran edistytty, siinä myönnetään myös, että ohjelman

tukien maksuissa ja investoinneissa on esiintynyt viivästyksiä, joiden vuoksi

positiivinen kasvuvaikutus on tähän mennessä jäänyt merkittävästi vähäisemmäksi

kuin alussa odotettiin. Nyt on olennaisen tärkeää nopeuttaa NGEU-ohjelman

täytäntöönpanoa, jotta sen hyödyt saadaan täysimittaisesti käyttöön. Kun lisäksi

Ecofin-neuvosto ja Euroopan parlamentti ovat äskettäin päässeet alustavaan

poliittiseen sopuun EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamisesta, sitä

koskeva lainsäädäntöprosessi on syytä viedä pikaisesti päätökseen, jotta uusien

sääntöjen täytäntöönpano voi alkaa viipymättä.

# Kehikot

## 1 Öljyn ja kaasun hinnoilla spekulointi geopoliittisten riskien aikoina

Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso ja Ana-Simona Manu

**Voimakkaat liikkeet öljyn ja kaasun hinnoissa ja samanaikainen hintojen lisääntynyt volatiliiteetti pandemian, Ukrainassa käydyn sodan ja Lähi-idän kiristyvien geopoliittisten jännitteiden aikana ovat herättäneet kysymyksen, missä määrin keinottelu määrittää öljyn ja kaasun hintakehitystä.** Öljyn ja kaasun hinnat ovat nousseet merkittävästi pandemian päätyttyä, ja hintojen heilahtelu pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla on ollut voimakasta. Israelin taannoisten terrori-iskujen ja Punaisenmeren kiristyneiden jännitteiden myötä hintojen heilahtelu on viime aikoina jälleen lisääntynyt – joskaan ei samassa määrin kuin pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla – ja aiheuttanut raakaöljyn Brent-viitelaadun hintaan jonkin verran nousupainetta (kuvio A, kohta a).<sup>16</sup> Nykyisessä tilanteessa geopoliittisten jännitteiden ja OPECin sekä eräiden muiden öljyntuottajamaiden toteuttamien tuotannonleikkausten aiheuttamaa hinnannousupainetta kuitenkin vaimentavat kysynnän heikkous ja OPECiin kuulumattomien maiden tuotannon kasvu. Vaikka myös kaasun hinta on reagoinut viimeaikaisiin geopoliittisiin jännitteisiin, se on pysynyt selvästi alempana kuin vuonna 2022. Tässä tilanteessa huomion kohteeksi ovat jälleen nousseet öljyn ja kaasun hintakehityksen taustatekijät. Erityisen kiinnostava kysymys on se, riippuko hintakehitys enemmän markkinoiden perustekijöistä (öljyn ja kaasun globaali kysyntä ja tarjonta) vai spekulatiivisempaan kaupankäyntiin liittyvistä tekijöistä. Aiheesta on väiteltä vilkkaasti jo yli kahden vuosikymmenen ajan, ja joidenkin arvioiden mukaan öljyn hintapiikit ovat johtuneet keskeisesti keinottelusta ja raaka-ainemarkkinoiden päätymisestä rahoitusmarkkinoiden ja rahoitusinstrumenttien välineeksi. Akateemisessa tutkimuksessa ei kuitenkaan ole yleisesti ottaen havaittu vahvaa näyttöä rahoitusmarkkinakeinottelun merkittävästä vaikutuksesta.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Ks. arvio öljyn hinnan reagoinnista geopoliittisiin sokkeihin *Talouskatsauksen* 8/2023 kehikosta [Geopoliittinen riski ja öljyn hinta](#)".

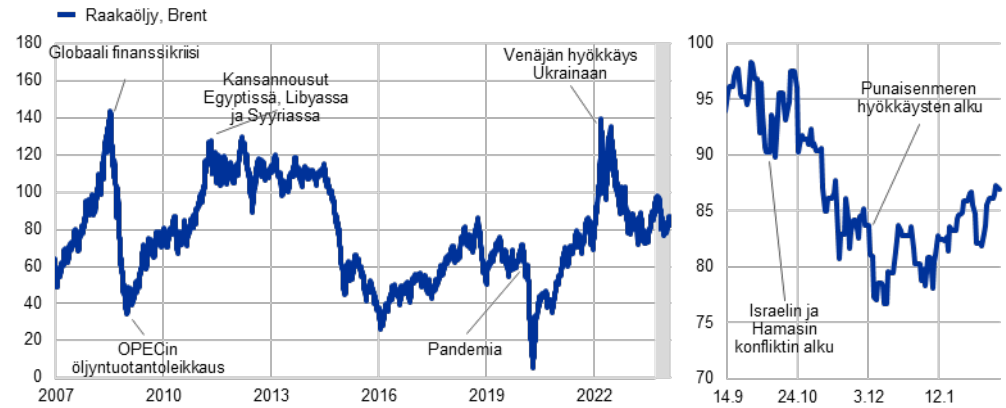
<sup>17</sup> Ks. esim. L. Kilian, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, Vol. 99, nro 3, 2009, s. 1053–1069, ja I. Vansteenkiste, "What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarjan nro 1371, 2011.

## Kuvio A

### Öljyn ja kaasun hintakehitys keskeisten tapahtumien aikaan

#### a) Öljyn hinta

(Yhdysvaltain dollaria barreilta)



#### b) Kaasun hinta

(€/MWh)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat

Huom. Dutch TTF on maakaasun viitehintaa Euroopassa. Varjostettu alue vastaa suurennettua näkymää. Tuoreimmat havainnot 15.2.2024.

### Markkinatietoihin perustuvat mittarit viittaavat yleisesti siihen, että suojaustarpeisiin liittymättömän keinottelun vaikutus on ollut rajallista.

Keinottelun merkitystä voidaan mitata muodostamalla öljy- ja kaasumarkkinoille Working T-indeksiin perustuvia keinottelumittareita. Indeksissä käytetyt Yhdysvaltojen raaka-ainefutuurimarkkinoiden tiedot perustuvat niitä valvovan Commodity Futures Trading Commissionin (CFTC) raporttiin kaupankäyntiosapuolten sitoumuksista (Commitments of Traders, COT). Indeksillä mitataan keinottelua siten, että se on määritelty ei-teollisten toimijoiden futuurisopimusten määrällä, joka ylittää teollisten toimijoiden tarpeen suojausasemien tasapainottamiseen (jotka raportoiva laitos mittaa) tasapainottamiseksi tarvittavien sopimusten volyymin.<sup>18</sup> Jos arvo on suurempi kuin

<sup>18</sup> Raportoivat laitokset määrittelevät positiot spekulatiivisiksi tai suojaaviksi kyseessä olevan sopimuksen ja vastapuolen perusteella. On tärkeää huomata, että tietoihin liittyy useita rajoitteita, kuten se, että raaka-ainesopimusten kauppaa valvova viranomainen CFTC luokittelee positiot yhteisön (teollinen (*commercial*)) tai ei-teollinen (*non-commercial*)) eikä kaupankäynnin luonteen mukaan (keinottelu tai suojaus). Ks. myös I. Vansteenkisten siteeratusta teoksessa samankaltainen esimerkki CFTC:n tilastojen käytöstä ja Working T -indeksin sovelluksista.

yksi, se viittaa siihen, että sijoittajat pitävät hallussaan enemmän sopimuksia kuin ne tarvitsisivat markkinariskin suojaamiseen. Sijoittajien positioista riippuu, voimistaako keinottelu mahdollisesti hintojen muutoksia (nousua tai laskua); tämän kehikon jälkimmäisessä osassa arvioidaan spekulatiivisen kaupankäynnin keskimääräistä vaikutusta otoksessa. Historiallinen tarkastelu osoittaa, että öljyn T-indeksi pysyi vakaana noin vuoden 2002 lopulle, ja sen keskiarvo oli yhden tuntumassa. Sen jälkeen indeksi nousi tasaisesti noin vuoteen 2010 saakka ja jälleen vuonna 2015, jolloin se oli korkeimmillaan noin 1,3, mutta sittemmin se on laskenut (kuvio B, kohta a).<sup>19</sup> Kaiken kaikkiaan keinotteluindeksin ja öljyn hinnan korrelaatio näyttää vähäiseltä.

**Kaasumarkkinoiden keinotteluindeksit ovat pysyneet viime vuodet verrattain vakaina sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa.** Koska kaasumarkkinoiden globaali integraatio on öljymarkkinoita vähäisempää, Yhdysvaltojen ja Euroopan markkinoita tarkastellaan kumpaakin erikseen. Yhdysvaltojen markkinoiden kehitystä tarkastellaan CFTC:n tietojen ja Euroopan markkinoita Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) tietojen perusteella. Analyysin perusteella suojaustarpeen ylittävä keinottelu on historiallisesti suurempaa Euroopassa kuin Yhdysvalloissa (kuvio B, kohta b).<sup>20</sup> Euroopan näkökulmasta kaasukeinotteluindeksi nousi Venäjän hyökättyä Ukrainaun, vaikka se pysyikin verrattain vakaana kesällä 2022, kun kaasun hinta kääntyi jälleen nopeaan nousuun. Keinotteluindeksin ja kaasun hinnan korrelaatio vaikuttaa yleisesti ottaen rajalliselta, ja aikasarjat ovat irtaantuneet toisistaan muutaman viime kuukauden aikana.

---

<sup>19</sup> On syytä huomata, että vaikka keinotteluindeksi nousi vuonna 2015, öljyn hinta laski ylitarjonnan takia, kun kysyntä oli heikkoa, tarjonta kasvoi voimakkaasti Yhdysvaltojen liuskeöllybuumin takia ja OPEC kasvatti vientikiintiöitä; ks. C. Baumeister ja L. Kilian, "Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 30, nro 1, 2016, s. 139–160.

<sup>20</sup> ESMAn aineiston ajallinen kattavuus on paljon lyhyempi, sillä kyseisiä tietoja on raportoitu vain vuoden 2018 jälkeen.

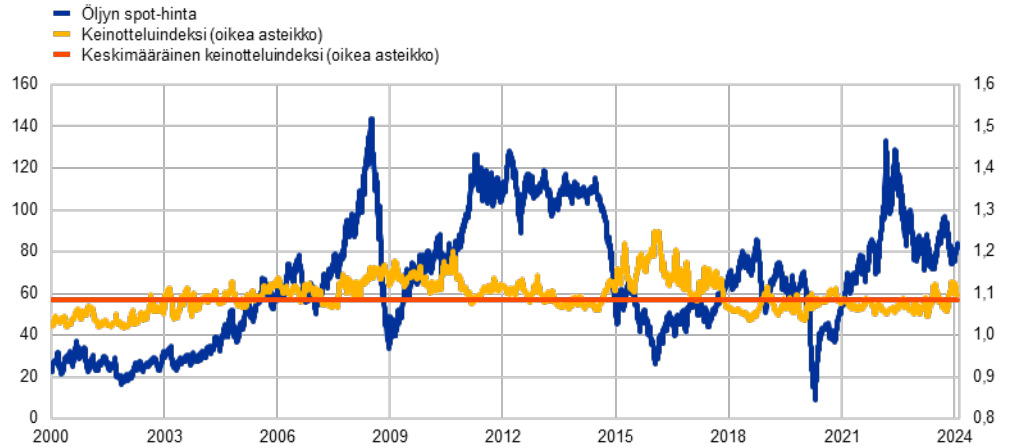


## Kuvio B

### Öljy- ja kaasumarkkinoiden keinotteluindeksit

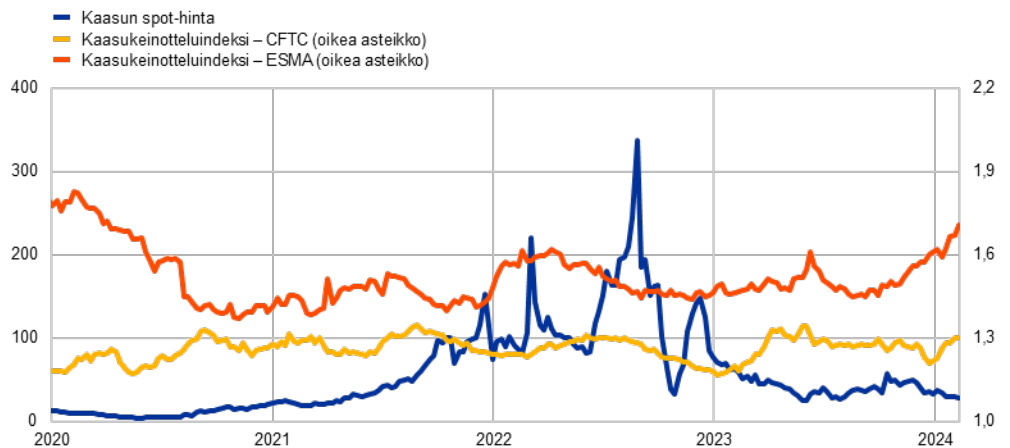
#### a) Öljyn spot-hinta ja CFTC:n tietoihin perustuva öljykeinotteluindeksi

(vasen asteikko: Yhdysvaltain dollaria / barreli; oikea asteikko: prosentteja)



#### b) Kaasun spot-hinta ja kaasukeinotteluindeksit

(vasen asteikko: euroa/MWh; oikea asteikko: prosentteja)



Lähteet: CFTC, ESMA, LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohta a: Indeksien alaraja on yksi. Suuremmat arvot tarkoittavat, että avoimien ei-teollisten (spekulatiivisten) positioiden volyyymia on suurempi kuin teollisten (suojaavien) positioiden. Siltä osin kuin ei-teollisten yritysten ottamat positiot eivät ole teollisten yritysten positioiden vastapuolella, epätasapainon suuruus vastaa suojaustarpeen ylittävien keinottelupositioiden tasoa. Keinotteluindeksin keskiarvo on laskettu vuodesta 1995 lähtien. Kohta b: CFTC:n tietoihin perustuva kaasukeinotteluindeksi perustuu Yhdysvaltojen markkinoihin, kun taas ESMA:n tietoihin perustuva kaasukeinotteluindeksi kuvaa Euroopan kaasumarkkinoilla tapahtuvaa keinottelua.

Kohdassa a tuoreimmat havainnot ovat päivämäärältä 15.2.2024 (päivähavainnot) ja kohdassa b päivämäärältä 9.2.2024 (viikkohavainnot).

**Öljyn hinnan ja keinottelun yhteyden empiirisen tarkastelun perusteella on vain vähän näyttöä siitä, että keinottelu vaikuttaa kysynnän tai tarjontasokkien välittymiseen öljyn hintaan.** Empiirinen tarkastelu keinottelun vaikutuksesta energian hintaan keskittyy öljymarkkinoihin, koska kaasun hinta vaihtelee voimakkaammin alueellisten tekijöiden vaikutuksesta.<sup>21</sup> Perusajatuksena on käyttää rakenteellista mallia tunnistamaan yllättäviä öljyn hinnan muutoksia (öljyn hintasokki), joita markkinaosapuolet eivät ole osanneet odottaa. Tämän perusteella

<sup>21</sup> Tässä yhteydessä käytetty empiirinen kehikko on vastaava kuin artikkelissa P. Altmeyer, L. Boneva, R. Kinston, S. Saha ja E. Stoja, "Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks", *Staff Working Papers* -julkaisusarjan nro 1029, Bank of England, 2023.

voidaan arvioida, onko sijoittajien spekulatiivisilla positioilla merkittävää vaikutusta öljyn hintakehitykseen sokin yhteydessä. Esimerkiksi sellaisen markkinatasapainoon vaikuttavan sokin seurauksena, joka johtaa öljyn hinnan odottamattomaan nousuun, öljyn hinnan muutoksille liiallisesti altistuneet sijoittajat saattavat muokata sijoitussalkkuaan, mikä voimistaa sokin vaikutusta. Samaan aikaan sijoittajat, joiden positiot tuottavat voittoa öljyn hinnan noustessa odottamattomasti, saattavat sulkea positioitaan realisoidakseen voittonsa, mikä puolestaan vaimentaa sokin vaikutuksia. Tätä hypoteesia voidaan testata regressoimalla öljyn hinnan muutoksia fundamenttisokeilla ja tarkastelemalla tuloksia sijoittajien öljypositioiden tason mukaan (kuvio C, kohta a).<sup>22</sup> Empiiristen estimaattien mukaan öljyn hinnassa näkyvät reaktiot eroavat vain vähäisesti, jos spekulatiiviset positiot ovat korkeammalla tasolla.<sup>23</sup> Raakaöljyn spot-hinnan jousto vakioituun tarjontasokkiin on noin 1,6, kun spekulatiivisten sopimusten määrä on vähäinen, ja se nousee noin 1,8:aan, kun sijoittajien nettomääräiset pitkät positiot ovat suuria. Nämä estimaatit eivät tilastollisesti poikkea toisistaan, koska luottamuskäytöt ovat merkittävässä määrin keskenään päällekkäisiä. Öljyfutuuriin osalta erot ovat sitäkin pienempiä, koska tässä tapauksessa riskejä karttavat sijoittajat tekevät voittoa, koska he ovat ennakoineet öljyn hinnan nousun oikein. Tällaisten positioiden purkaminen vaimentaa fundamenttisokkien vaikutusta öljyn hintaan. Kaiken kaikkiaan keinottelulla ei havaittu olevan merkittävää vaikutusta, joka voimistaisi fundamenttisokkien välittymistä öljyn spot- tai futuurihintoihin. Tämä havainto on sopusuhteissa myös edellä mainitun tutkimuskirjallisuuden kanssa.

---

<sup>22</sup> Erityisesti öljyn hinnat regressoidaan päivittäisten öljyntoimitushokkien suhteen, jotka ovat vuorovaikutuksessa öljyspekulaatioindeksin tai ei-kaupallisten positioiden tason kanssa. Päivätasoiset öljynhintasokit on poimittu artikkelista A. Gazzani, F. Venditti ja G. Veronese, "Oil price shocks in real-time", *Journal of Monetary Economics*, ilmestyy lähiaikoina.

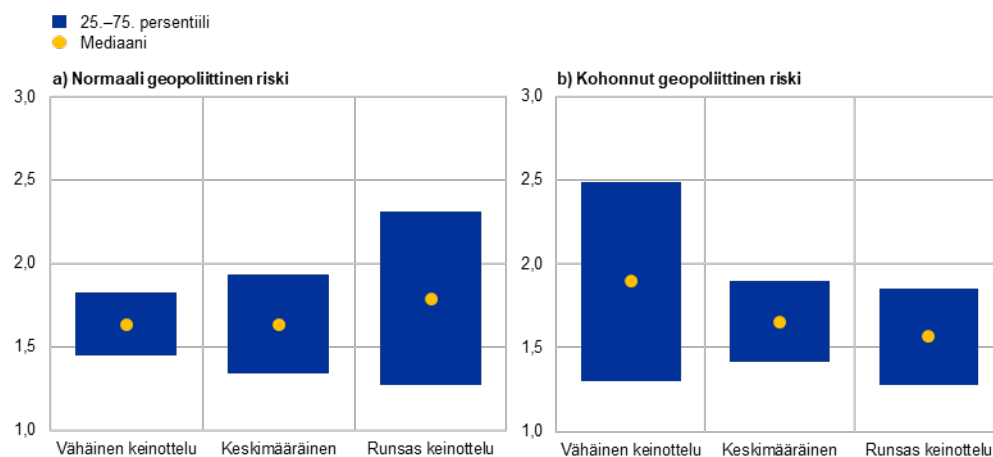
<sup>23</sup> Tulokset pätevät myös, kun Working T -indeksiä koetellaan negatiivisella tarjontasokilla.

## Kuvio C

### Öljyn hinnan reaktiot öljyn tarjontasokkeihin spekulatiivisten positioiden tason mukaan

#### Estimoitu vaikutus öljyn spot-hintaan

(prosentteja)



Lähteet: LSEG, Caldara ja Iacoviello<sup>1)</sup>, Gazzani ym.<sup>2)</sup> ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohta a: Kuviossa käytetään Gazzanin ym.-tunnistamia rakenteellisia öljysokkeja, jotka on normalisoitu siten, että ne nostavat öljyn hintaa vaikutuksen yhteydessä. Tarkemmin sanoen negatiivinen tarjontasokki nostaa öljyn hintaa 1,2 % sokin tapahtuessa ja 1,8 % viikon kuluttua. Kuvio osoittaa öljyn hinnan prosenttimuutoksen vastauksena samaan sokkiin tilanteessa, jossa avoimet nettopositiot ovat otoksen keskiarvotasolla (keskiarvo), yhden keskihajonnan verran sen alle (vähäinen keinottelu) ja yhden keskihajonnan sen yläpuolella (runsas keinottelu). Otsajakso on 2008–2022; havainnot ovat viikkotasoisia. Kohta b: Tässä kuviossa toistetaan sama analyysi mutta ainoastaan kohonneen geopoliittisen riskin jaksoilla, jotka määritellään sellaisiksi jaksoiksi, joiden ajan Caldaran ja Iacoviellon laskema geopoliittisen riskin indeksi on pitkän aikavälin keskiarvoaan korkeampi. Otsajakso on 2008–2022; havainnot ovat viikkotasoisia.

1) D. Caldara ja M. Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, Vol. 112, nro 4, 2022, s. 1194–1225.

2) A. Gazzani, F. Venditti ja G. Veronese, "Oil price shocks in real-time", *Journal of Monetary Economics*, julkaistaan myöhemmin.

### Keinottelun ei havaittu voimistavan fundamenttisokkien välittymistä myöskään kohonneen geopoliittisen riskin jaksoilla.

Geopoliittiset jännitteet voivat vaikuttaa öljyn hintaan kahden keskenään vastakkaisuuntaisen kanavan kautta. Ensinnäkin geopoliittinen epävarmuus toimii negatiivisena globaalina kysyntäsokkina, sillä se lisää talousnäkymien epävarmuutta ja aiheuttaa heijastusvaikutuksia kulutukseen, investointeihin ja ulkomaankauppaan. Tämän kanavan kautta geopoliittinen epävarmuus viime kädessä vaimentaa globaalia öljyn kysyntää ja öljyn hintaa. Toiseksi geopoliittiset jännitteet saattavat kasvattaa riskiä, joka kohdistuu tulevaan öljyn tarjontaan, mikä lisää öljyntoimitussopimusten hallussapidon käteisarvoa (ns. convenience yield eli kätevyystuotto) ja siten aiheuttaa hintoihin nousupainetta. Nämä kaksi kanavaa työntävät öljyn hintaa päinvastaisiin suuntiin ja on empiirinen kysymys, kumpi kanava on kulloinkin voimakkaampi.<sup>24</sup> Kun testataan, voiko keinottelusta tulla geopoliittisten jännitteiden aikana aiempaa keskeisempi hintamuutosten vahvistaja, edellä esitetty analyysi toistetaan siten, että siinä keskitytään kohonneen geopoliittisen jännitteen jaksoihin (määriteltynä jaksoiksi, jolloin Caldaran ja Iacoviellon laskema geopoliittisen riskin indeksi on pitkän aikavälin keskiarvoaan korkeampi). Tulokset viittaavat siihen, että jousto suhteessa öljyntarjontasokkeihin on verrattain vakaa, koska vähäisen ja runsaan keinottelun jaksosten luottamusvälit ovat keskenään täysin päällekkäiset (kuvio C, kohta b). Näiden tulosten valossa keinottelulla – mitattuna sijoittajien nettopositioiden tasolla –

<sup>24</sup> Ks. D. Caldara ja M. Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, Vol. 112, nro 4, 2022, s. 1194–1225.

on varsin rajallinen vaikutus siihen, miten hinnat reagoivat fundamenttisokkeihin, myös kohonneiden geopoliittisten jännitteiden jaksoilla.

Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora ja Giovanni Stamato

**Ulkomaankaupan jännitteiden lisääntyminen ja lukuisat politiikkatoimet kansallisen turvallisuuden huomioon ottamiseksi kauppasuhteissa ovat herättäneet huolta geotaloudellisen sirpaloitumisen mahdollisista vaikutuksista.**<sup>25</sup>

Globaalin finanssikriisin jälkeen ulkomaankauppa on kasvanut BKT:tä hitaammin, ja tätä ajanjaksoa on kutsuttu ”slowbalisaatioksi” (kuvio A, kohta a).<sup>26</sup> Ilmiön on arvioitu johtuvan muun muassa globaalien arvoketjujen integraation laskevasta rajahyödydestä, kysynnän rakenteellisesta siirtymästä tehdasteollisuuden tuotteista palveluihin sekä avoimen ulkomaankaupan nauttiman poliittisen tuen heikkenemisestä. Ulkomaankaupan rajoitteet ovatkin lisääntyneet selvästi viime vuosina.<sup>27</sup> Huolet ulkomaankaupan kriisinkestävydestä ja kansallisesta turvallisuudesta ovat lisääntyneet Venäjän hyökättyä Ukrainaan, ja puheenvuorot protektionismin puolesta sekä kaukomaille ulkoistetun tuotannon siirtämisestä lähialueille (near-shoring) tai kumppanimaihin (friend-shoring) ovat alkaneet yleistyä. Viime aikoina teollisuuspolitiikassa on alkanut näkyä reunaehtoja, joilla pyritään luomaan kannustimia kotimaisille tuottajille erityisesti korkean teknologian sektoreilla – ja samalla mahdollisesti esteitä ulkomaisille tuottajille. Samaan aikaan mallipohjaiset arviot havainnollistavat sitä, että vastakkaisiin geopolitiittisiin blokkeihin kuuluvien maiden välisen väli tuotteiden kaupan esteet voivat aiheuttaa huomattavia taloudellisia kustannuksia ulkomaankaupan vähenemisen, hyvinvointitappion ja hintojen nousun kautta.<sup>28</sup>

<sup>25</sup> Ks. esim. S. Aiyar, J. Chen, C. H. Ebeke, R. Garcia-Saltos, T. Gudmundsson, A. Ilyina ja J. P. Trevino (2023), ”[Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#)”, *Staff Discussion Notes*, nro 2023/001, Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF), Washington, DC.

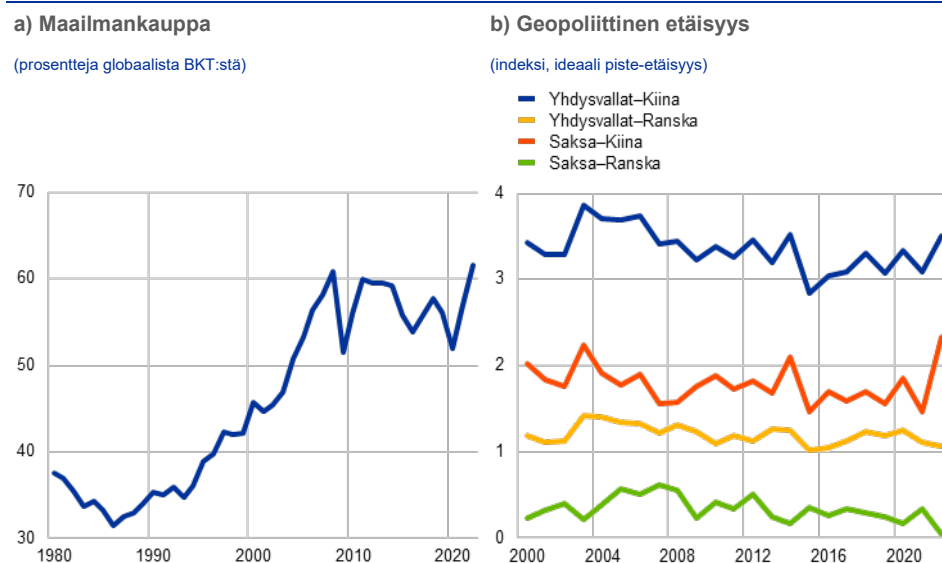
<sup>26</sup> Ks. P. Antràs (2021), ”[De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age](#)”, in *Central Banks in a Shifting World: Conference Proceedings* – EKP:n foorumi.

<sup>27</sup> Ks. ICC (2023), ”[ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world](#)”, Kansainvälinen kauppakamari (ICC).

<sup>28</sup> Ks. M. G. Attinasi, L. Boeckelmann ja B. Meunier (2023), ”[The economic costs of supply chain decoupling](#)”, EKP:n *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2023/2389.

## Kuvio A

### Maailmankaupan ja valikoitujen maaparien geopoliittisen etäisyyden kehitys



Lähteet: World Bank – World Development Indicators, Bailey ym. (2017).

Huom. Kohta a: maailmankauppa on mitattu viennin ja tuonnin summana, tuorein havainto on vuodelta 2022. Kohta b: ideaali piste-etäisyys mittaa maiden havaittavissa olevaa käyttäytymistä ulkopoliittisissa kysymyksissä, kuten erimielistä äänestyskäyttäytymistä YK:n yleiskokouksissa. Korkeammat arvot tarkoittavat suurempaa geopoliittista etäisyyttä. Ks. Bailey ym. (2017), tuorein havainto vuodelta 2022.

**Koska tällä hetkellä on vain rajallisesti empiiristä näyttöä siitä, että geopoliittiset huolet vaikuttaisivat jo olennaisella tavalla ulkomaankauppaan, tässä kehikossa tutkitaan geopoliittisten jännitteiden vaikutusta ulkomaankauppaan viime vuosikymmenen aikana.** Analyysi perustuu rakenteelliseen gravitaatiomalliin, jolla arvioidaan geopoliittisen etäisyyden vaikutusta kansainvälisen kaupan kehitykseen. Ulkomaankaupan gravitaatiomalleissa oletetaan, että kahden maan välisen kaupan taso määräytyy niiden taloudellisen massan ja keskinäisessä kaupassa esiintyvien kitkojen mukaan, jotka voivat olla joko tariffiluonteisten tai muiden kaupan esteiden funktioita.<sup>29</sup> Tyypillisesti muita kaupan esteitä kuin tariffeja kuvataan malleissa maiden välisellä maantieteellisellä etäisyydellä ja muilla ominaisuuksilla, jotka saattavat edistää tai haitata maiden välistä kauppaa, kuten yhteinen kieli tai kauppasopimukset. Näiden tutkimuskirjallisuudessa tavanomaisten ei-tariffiluonteisten muuttujien lisäksi tässä analyysissä esitellään apumuuttuja geopolitiikalle. Analyysi keskittyy tehdasteollisuuden tuotteisiin, eikä siinä siten käsitellä energiatuotteita eikä palvelujen kauppaa.

**Tavanomaista ulkomaankaupan gravitaatiomallia laajennetaan geopoliittisen etäisyyden mittarilla.** Tämä muuttuja on saatavilla pitkältä aikaväliltä, ja se mittaa maapareittain maiden ulkomaanpolitiikan eroavaisuutta perustuen niiden äänestyskäyttäytymiseen YK:n yleiskokouksissa. Mittari muodostetaan muuntamalla kunkin kahden maan äänestysthistoria kahdenväliseksi geopoliittisen etäisyyden mittariksi, joka kuvaa kyseisten maiden keskimääräistä erimielisyyttä YK:n

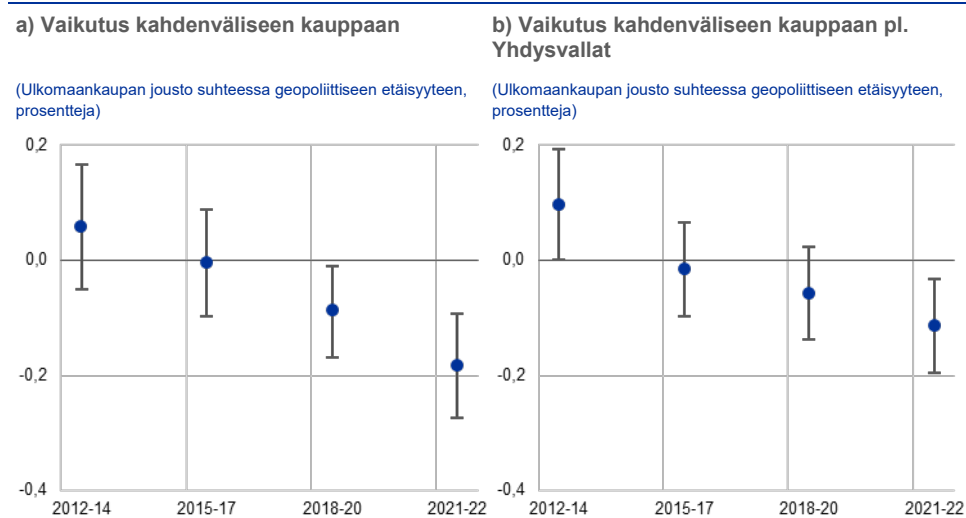
<sup>29</sup> Ks. J. Anderson ja E. Van Wincoop (2003), "Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle", *American Economic Review*, Vol. 93(1), s. 170–192.

yleiskokouksissa.<sup>30</sup> Mittarin havainnollistamiseksi kuvion A kohdassa b esitetään seuraavien neljän maaparin keskinäisen geopoliittisen etäisyyden kehitys ajan kuluessa: Yhdysvallat–Kiina, Yhdysvallat–Ranska, Saksa–Kiina ja Saksa–Ranska. Kuvio osoittaa, että sekä Yhdysvaltojen että Saksan etäisyys Kiinasta on ollut johdonmukaisesti suurempi ja että se on lisäksi kasvanut viime vuosina edelleen.

**Geopoliittisen etäisyyden merkityksen maailmankaupan virtojen määrittäjänä havaitaan nousseen entistä tärkeämmäksi (kuvio B, kohta a).** Ulkomaankaupan estimoitu jousto suhteessa geopoliittiseen etäisyyteen muuttui negatiiviseksi ja merkittäväksi vuodesta 2018 eteenpäin eli samoihin aikoihin, kun Yhdysvaltojen ja Kiinan kauppakiistat kärjistyivät.<sup>31</sup> Geopoliittisen etäisyyden vaikutus on taloudellisesti merkittävä: esimerkiksi 10 prosentin kasvun geopoliittisessa etäisyydessä on havaittu vähentävän kahdenvälistä kauppaa noin 2 %, eli noin kymmenesosan vapaakauppasopimuksen arvioidusta vaikutuksesta ulkomaankauppaan. Tulokset eivät perustu pelkästään Yhdysvaltojen ulkomaankaupan kehitykseen, sillä estimaatit pysyvät merkittävänä myös silloin, kun Yhdysvallat suljetaan otoksen ulkopuolelle (kuvio B, kohta b).

## Kuvio B

Ajassa muuttuva geopoliittisen etäisyyden vaikutus kahdenvälisiin kauppavirtoihin



Lähteet: Trade Data Monitor (TDM), IMF, Bailey ym. (2017), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat ja EKP:n laskelmat. Huom. Pisteet edustavat geopoliittisen etäisyyden kertoimia, jotka ovat vuorovaikutuksessa aikanopeuteen käyttäen kolmen vuoden keskiarvoja ja perustuen gravitaatiomalliin, joka on arvioitu 67 maalle vuosina 2012–2022. Geopoliittinen etäisyys on mitattu ihanteellisen piste-etäisyyden logaritmillä Bailey ym. (2017) menetelmällä. Janat kuvaavat 95 prosentin luottamusvälejä. Selitettävänä muuttujana on tehdasteollisuustuotteiden (pl. energia) ulkomaankaupan arvo. Estimoinnissa käytetään Poissonin pseudo-maximum likelihood (PPML) -estimaattoria. Arvioissa otetaan huomioon kahdenväliset ajassa vaihtelevat tarkastukset, viejä/tuoja-vuoden kiinteät vaikutukset ja parin kiinteät vaikutukset. Vakiovirheet on ryhmitelty maaparin ja vuoden mukaan. Kohdan b estimoinnit perustuvat 66 maan otokseen, koska Yhdysvallat on suljettu sen ulkopuolelle.

## Geopolitiikan vaikutus ulkomaankaupan kehitykseen näyttää heterogeeniseltä.

Ymmärtääksemme geopoliittisten tekijöiden vaikutusten heterogeenisyyttä

<sup>30</sup> Ks. M. A. Bailey, A. Strezhnev ja E. Voeten (2017), "Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data", *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 61(2), s. 430–456.

<sup>31</sup> Tulokset pätevät kaikkiin globaaleihin sokkeihin, kuten koronapandemiaan, koska malliin on sisällytetty ajassa vaihtelevia ulkomaankaupan kustannusten rajavaikutuksia, joilla kontrolloidaan kaikkia kansainväliseen kauppaan vaikuttavia havaitsemattomissa olevia tekijöitä kotimaiseen kauppaan verrattuna (ks. C. Beverelli, A. Keck, M. Larch ja Y.V. Yotov (2023), "Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade", *Oxford Economic Papers*).

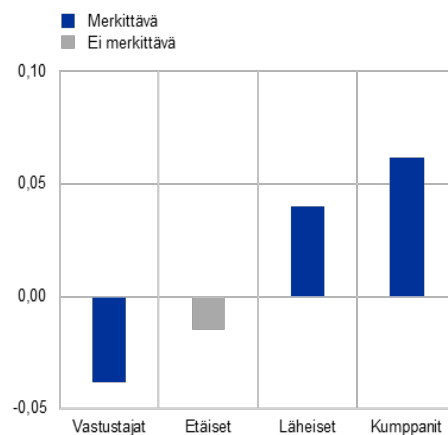
kahdenväliset kauppavirrat regressoidaan neljän dummy-muuttujan avulla. Ne tunnistavat maaparien välisen geopoliittisen etäisyyden jakautumisen neljällä kvartiililla. Lisäksi kasvavien geopoliittisten jännitteiden vaikutuksen havaitsemiseksi jokainen neljäs-dummy on vuorovaikutuksessa aika-dummyn kanssa, joka on yhtä suuri vuoden 2017 jälkeisellä ajanjaksolla. Geopolitiikka on lisännyt kauppaa ”kumppanien” kesken (ensimmäinen kvartiili) vuoden 2017 jälkeisellä jaksolla. Sitä vastoin se on vähentänyt kauppaa ”vastustajien” kesken (neljäs kvartiili; kuvio C, kohta a). ”Vastustajien” välinen kauppa on jäänyt noin 4 % vähäisemmäksi kuin jos geopoliittiset jännitteet eivät olisi lisääntyneet vuoden 2017 jälkeen, kun taas ”kumppanien” välinen kauppa on jännitteiden takia lisääntynyt noin 6 %. Vaikka geopolitiikka kaiken kaikkiaan vähentää kauppaa geopoliittisesti etääntyneiden maiden välillä, se saattaa myös vahvistaa geopoliittisesti läheisten maiden välisiä kauppasuhteita.

### Kuvio C

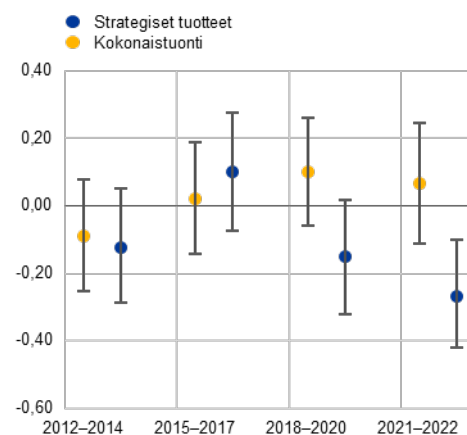
#### Geopoliittisen etäisyyden vaikutus maaryhmiin ja EU:n tuontiin

##### a) Vaikutus maaryhmiin vuodesta 2017 alkaen b) Vaikutus EU:n tuontiin

(kaupan puolijousto suhteessa maaryhmään)



(kaupan jousto suhteessa geopoliittiseen etäisyyteen)



Lähteet: TDM, IMF, Bailey ym. (2017), Egger ja Larch (2008), WITS, Eurostat, Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat. Huom. Tulokset perustuvat rakenteelliseen gravitaatiomalliin, joka on estimoitu 67 maalle jaksolla 2012–2022 vuotuisten tietojen perusteella. Ks. estimaation yksityiskohtainen kuvaus kuvion B yhteydestä. Kohta a: vaikutukset kuhunkin ryhmään tunnistetaan kutakin maaparien geopoliittisen etäisyyden kvartiilia vastaavan apumuuttujan perusteella. Sijaismuuttujan arvo on 1 sellaiselle maaparille, joka on kuulunut yhtäjaksoisesti samaan kvartiiliin vuodesta 2017. Puolijousto  $\beta$  vastaa prosenttimuutosta  $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$ . Kohta b: pisteet edustavat geopoliittisen etäisyyden kertoimia koeteltuna ajan apumuuttujalla sekä EU:n tuonnin apumuuttujalla perustuen kolmen vuoden keskiarvoihin. Keltaiset pisteet kuvaavat estimaatteja, jotka perustuvat kahdenväliseen kauppaan selitettävänä muuttujana. Siniset pisteet kuvaavat strategisten tuotteiden (Euroopan komission määritelmän mukaan) kahdenvälisiä kauppaa. Viivat kuvaavat 95 prosentin luottamusvälejä.

#### EU:n kokonaistuonnin merkittävästä near-shoringista tai friend-shoringista on niukasti näyttöä.

Samassa gravitaatiomallissa geopoliittisen etäisyyden ajassa muuttuva vaikutus EU:n kannalta on yksilöity koettelemalla geopoliittisen etäisyyden apumuuttujaa EU:n tuonnin apumuuttujalla. Estimoinnissa otetaan huomioon EU:n ulkomaankaupan suhteelliset vaikutukset eri maissa. Sen perusteella geopolitiikka ei vaikuta merkittävässä määrin tehdasteollisuustuotteiden tuontiin EU:hun (kuvio C, kohta b). Tulos pätee myös vaihtoehtoisilla mallispesifikaatioilla, ja se saattaa johtua siitä, että EU:n talous on pitkälti integroitunut globaaleihin toimitusketjuihin, että tuotantorakenteet ovat varsin joustamattomia hintojen muutosten suhteen ainakin



lyhyellä aikavälillä ja että tällaiset jäykkyydet lisääntyvät, kun maiden integraatio globaaleihin toimitusketjuihin on syvää.<sup>32</sup>

#### **Riskien vähentämisestä on kuitenkin näyttöä EU:n strategisilla sektoreilla.**

Strategiset tuotteet (sotilaalliset varusteet, raaka-aineet, akut, huipputekniikka ja lääketieteelliset tuotteet ym.) muodostavat noin 9 % kokonaistuonnista EU:n ulkopuolelta, ja ne ovat erityisen tärkeitä muun muassa turvallisuuden, kansanterveyden sekä vihreän ja digitaalisen siirtymän kannalta. Kun selitettävänä muuttujana käytetään Euroopan komission määritelmän mukaisten strategisten tuotteiden kauppaa, geopoliittisen etäisyyden havaitaan vähentävän merkittävästi EU:n tuontia (kuvio C, kohta b). Empiirisen näytön perusteella EU näyttää vähentävän valikoivasti riippuvuuttaan geopoliittisesti etäisistä toimittajista strategisilla sektoreilla.

**Euroalueen viennin uudelleen suuntautuminen geopoliittisesti läheisiin maihin on kiihtynyt Venäjän hyökättyä Ukraina.** Tapahtuma-analyysi viittaa siihen, että Venäjän hyökkäys Ukraina on johtanut EU:n Venäjälle suuntautuvan viennin vähentymiseen alle puoleen (kuvio D). Samaan aikaan kauppavirrat Venäjän naapurimaihin ovat vilkastuneet, mikä saattaa johtua toimitusketjujen uudelleenohjautumisesta. Euroalueen kaupan geopoliittisesti läheisten maiden kanssa arvioidaan kasvaneen noin 13 % sodan jälkeen kontrafaktuaaliseen sodattomaan skenaarioon verrattuna, mikä selittyy pääasiassa Yhdysvaltojen kanssa käydyn kaupan kasvulla. Samaan aikaan near-shoringista on kohtalaista näyttöä, sillä euroalueen sisäisen kaupan arvioidaan kasvaneen noin 4 % Venäjän–Ukrainan sodan takia kontrafaktuaaliseen skenaarioon verrattuna. Merkkejä kaupan ohjautumisesta pois Kiinasta ei kuitenkaan ole havaittavissa, mikä saattaa johtua Kiinan markkinavoimasta monilla keskeisillä aloilla. Kun Kiina suljetaan pois geopoliittisesti etäisten maiden joukosta, Venäjän hyökkäyksellä Ukraina havaitaan kuitenkin olleen hyvin merkittävä ja negatiivinen vaikutus euroalueen vientiin.

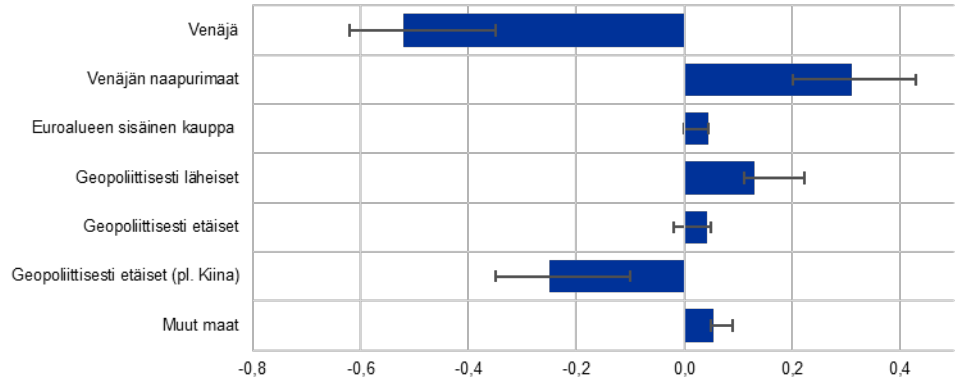
---

<sup>32</sup> Ks. esim. T. Bayoumi, J. Barkema ja D. Cerdeiro (2019), "The Inflexible Structure of Global Supply Chains", *IMF Working Papers* -julkaisusarjan nro 2019/193. Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF).

## Kuvio D

### Venäjän Ukrainassa käymän hyökkäyssodan vaikutus euroalueen vientiin

(puolijousto)



Lähteet: TDM, IMF, UN, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Gravitaatiomallin estimoidut kertoimet; neljännesvuosittaiset tiedot 2012–2022. Otos sisältää 67 viejää ja 118 tuojaa. Vaikutukset euroalueen viennin määrään on tunnistettu apumuuttujalla, jota sovelletaan päivämääriin Venäjän hyökkäyksen jälkeen. Kauppakumppaneita ovat Venäjä; Venäjän naapurimaat Armenia, Kazakhan, Kirgisia tasavalta ja Georgia; geopoliittisia kumppaneita ovat Venäjää vastaan YK:n yleiskokouksen äänestyksissä 7.4.2022 ja 11.10.2022 äänestäneet maat, kun taas geopoliittisesti etäisiä maita ovat Venäjän puolesta äänestäneet maat ja geopoliittisesti neutraaleja ovat äänestämistä pidättäytyneet maat. Myös euroalueen sisäinen kauppa sisältyy malliin. Estimoinnissa käytetään Poissonin pseudo-maksimitodennäköisyyttä (PPML). Estimoinnissa otetaan huomioon kahdenvälisiä ajassa muuttuvia kontroleja, kiinteitä aikakohtaisia viejä/tuoja-vaikutuksia sekä kiinteitä viejä-tuoja-vaikutuksia. Keskivirheet on klusteroitu maapareittain ja ajankohdittain. Palkit kuvaavat merkittävien kerrointen keskimääräisiä vaikutuksia. Janat kuvaavat useiden robustisuustarkistusten perusteella estimoituja minimi- ja maksimikertoimia.

## Miten kotitaloudet ovat sopeuttaneet kulutus- ja säästämiskäyttäytymistään nopean inflaation jaksolla?

Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis ja Omiros Kouvavas

**Kotitaloudet ovat viime vuosina kohdanneet useita sokkeja ja sopeuttaneet käyttäytymistään hyödyntämällä erilaisilla joustokeinoja.** Muutaman viime vuoden aikana esiintyneen nopean inflaation taustalla on useita tekijöitä, esimerkiksi pandemian aiheuttamat tarjontakapeikat ja energiahintojen voimakas nousu Venäjän hyökättyä Ukrainaan. Inflaationsokki vaikutti kuluttajien käyttäytymiseen ja hillitsi kulutusta. Yleisesti kuluttajat käyttivät erilaisia strategioita selvitäkseen hintatason noususta – sopeuttavat kulutustaan, vähentävät säästämistä ja/tai lisäävät tulojaan. Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n kuluttajaodotuskyselyn eli CES-kyselyn pohjalta, miten kotitaloudet ovat reagoineet viimeaikaiseen nopean inflaation jaksoon näillä joustokeinoilla.

**CES-kyselyn perusteella kuluttajien käyttämä ensisijainen strategia inflaatiosta selviämiseksi on kulutuksen sopeuttaminen (kuvio A).**<sup>33</sup> CES-kyselyn osallistujilta tiedusteltiin, mihin toimiin he olivat ryhtyneet viimeisten 12 kuukauden aikana inflaation vuoksi. Vaihtoehtoja olivat kulutuksen vähentämisen lisäksi lainanotto, säästöjen käyttäminen, lisätyötuntien tekeminen, toisen työn ottaminen tai palkankorotuksen pyytäminen. Tammikuussa 2024 useimmat vastaajat (69 %) olivat muuttaneet kulutustaan, mutta merkittävä osuus oli myös käyttänyt säästöihin/luottoon (43 %) ja tuloihin (31 %) liittyviä strategioita.<sup>34</sup> Yleisin reaktio hintojen nousuun oli hintojen vertailu (50 %), ja seuraavaksi yleisimmät olivat halvempaan vaihtoehtoon siirtyminen (33 %) ja ostettavien määrien vähentäminen (28 %).<sup>35</sup> Vastaajista 35 % ilmoitti käyttäneensä säästöjään kulutukseen. Tuloihin liittyvissä strategioissa puolestaan noin 15 % ilmoitti neuvotelleensa palkankorotuksen ja 17 % tehneensä enemmän työtunteja tai hankkineensa toisen työn. Ne kotitaloudet, joilla oli budjettirajoitteita – eli määritelmän mukaan ne, joiden tuloista suuri osa kului välttämättömyystarvikkeisiin – muuttivat osto- ja säästämiskäyttäytymistään todennäköisemmin kuin sellaiset kotitaloudet, joilla rajoitteita ei ollut (kuvio A).<sup>36</sup> Tuloihin liittyvien joustokeinojen osalta näiden kahden

<sup>33</sup> Tutkimuskirjallisuudessa on runsaasti näyttöä siitä, että kuluttajat muuttavat kulutuskäyttäytymistään suurten sokkien esiintyessä. Ks. esim. *Talouksatsauksen 7/2020* kehikko "Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic", *Talouksatsauksen 3/2020* kehikko "Inflation measurement in times of economic distress" ja *Talouksatsauksen 2/2021* kehikko "Vuoden 2021 yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin painot ja niiden vaikutus inflaation mittaamiseen". Kulutuskäyttäytymisen sopeuttaminen voi tarkoittaa yleisen kulutuksen muutosta tai kulutuksen koostumuksen muutosta 1) siirtymällä pois tietyistä tuotteista ja/tai tuoteryhmästä, 2) etsimällä parempia hintoja ja alennuksia ja/tai 3) siirtymällä halvempaan vaihtoehtoon.

<sup>34</sup> Prosenttiosuudet viittaavat keskiarvolukuun, kun vastaukset on jaettu kotitalouksiin, joilla on budjettirajoitteita (määritelmän mukaan kotitalouksia, joiden tuloista suuri osa kuluu välttämättömyystarvikkeisiin) ja niihin, joilla ei ole rajoitteita.

<sup>35</sup> Nämä tulokset saavat vahvistusta Google-hauista, jotka viittaavat siihen, että vuoden 2022 puolivälistä lähtien kuluttajat ovat aktiivisesti etsineet edullisempia vähittäiskauppavaihtoehtoja ja osoittaneet enemmän kiinnostusta etenkin elintarvikkeiden alennettuihin hintoihin (hakusanoja esimerkiksi "food promotions", "menus with prices" ja "discounts on food").

<sup>36</sup> Eri kotitaloudet sopeutuvat inflaationsokkeihin erilaisilla strategioilla, jotka riippuvat niiden kulutuskorista, tuloista ja taseen ominaisuuksista. Viimeaikainen analyysi energian hintasokin vaikutuksista heterogeenisten agenttien malleihin on esitetty artikkelissa A. Auclert, H. Monneray, M. Rognlie ja L. Straub, "Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy", 2023.

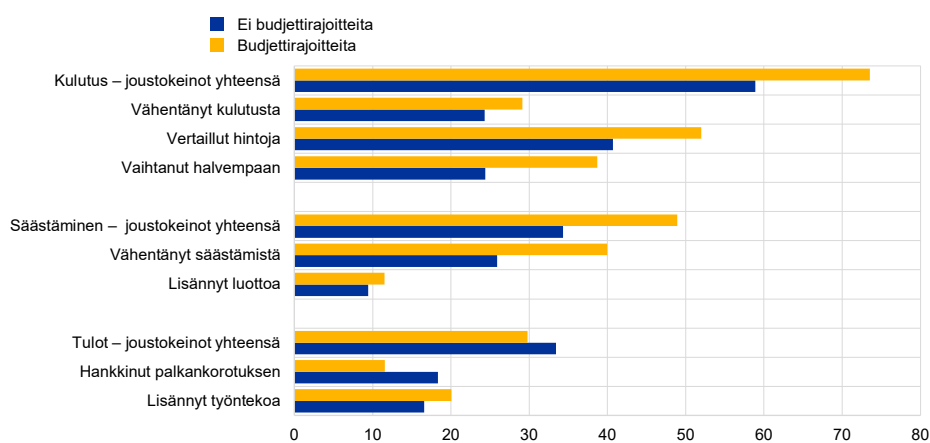
ryhmän prosenttiosuudet olivat samat.<sup>37</sup> Kuluttajien vastauksista kävi ilmi, että kaikkien joustokeinojen käyttö oli lisääntynyt edellisestä kerrasta, jolloin kysymys sisältyi kyselyyn (elokuu 2023). Kulutukseen liittyvien joustokeinojen käyttö oli lisääntynyt eniten (9 prosenttiyksikköä), ja seuraavaksi eniten olivat lisääntyneet säästämiseen (7 prosenttiyksikköä) ja tuloihin liittyvien joustokeinojen käyttö (7 prosenttiyksikköä).

## Kuvio A

### Kuluttajien vastaukset CES-kyselyyn, kaikki joustokeinot

Vastaukset tammikuussa 2024 (edellisten 12 kuukauden osalta)

(prosentteja)



Lähteet: CES ja EKP:n laskelmat.

Huom. CES-kyselyssä kysyttiin seuraavaa: "Mieti odotuksiasi hintojen yleisistä muutoksista 12 viime kuukauden aikana. Mitä seuraavista toimista (jos mitään) olet tehnyt 12 viime kuukauden aikana näiden hintojen muutosten takia? Valitse kaikki soveltuvat vaihtoehdot. 1 Aikaistanut kestokulutustavaroiden suuria hankintoja. 2 Vähentänyt tavanomaista kulutusta ja säästänyt enemmän. 3 Vertailut aktiivisemmin hintoja parhaan hinnan löytämiseksi samalle tuotteelle tai palvelulle. 4 Vaihtanut tuotteita ja palveluita halvempaan vaihtoehtoon. 5 Säästänyt vähemmän kuin tavallista tai ottanut käyttöön osan säästöistä tai kaikki säästöt kulutuksen rahoittamiseksi. Käyttänyt tavallista enemmän luottoa kulutuksen rahoittamiseksi (esim. käyttänyt enemmän luottokortteja tai muita kulutusluottoja). 7 Saanut palkankorotuksen nykyiseltä työnantajalta tai hankkinut parempipalkkaisen työn. 8 Kasvattanut tuloja muilla tavoin (esim. toisen työpaikan hankkiminen, lisätuntien tekeminen tämänhetkiselä työnantajalle). 9 Ei mikään edellä mainituista."

## Kotitalouksien kulutuskorin koostumuksessa ilmeni suurempia muutoksia sellaisissa kategorioissa, joissa oli tapahtunut suhteellisesti suurempi hintamuutos.

Kuvion B kohdassa a esitetään vuoden 2023 kulutuskorin koostumus vuoteen 2021 verrattuna. Sellaisten kategorioiden osuus kokonaiskulutuksesta, joissa hintamuutokset olivat suhteellisesti suurempia, oli muuttunut enemmän viimeisten kahden vuoden aikana. Tämä vastaa tutkimuskirjallisuuden havaintoja siitä, että kotitaloudet korvaavat suhteellisesti eniten kallistuneet tuotteet halvemmilla tuotteilla.<sup>38</sup> Etenkin elintarvikkeiden sekä kalusteiden ja kotitalouskoneiden kaltaisten erien kulutus on vähentynyt huomattavasti reaktiona suurin hinnannousuihin. Nämä kvantitatiiviset havainnot noudattavat kuviossa A esitettyjä kvalitatiivisia vastausten linjaa. Myös muut sokit ovat kuitenkin vaikuttaneet kotitalouksien kulutuskäyttäytymiseen. Vapaa-ajan palveluiden (esim. ravintoloiden) sekä virkistyspalveluiden ja matkojen kulutuksen jatkuvan kasvun (kuvion B kohta b)

<sup>37</sup> Näiden kahden ryhmän samojen prosenttiosuuksien selityksenä saattaa olla käännteinen kausaliteetti, eli se, että kotitalouksilla, jotka onnistuvat lisäämään tulojaan, ei enää ole budjettirajoituksia. Tässä tapauksessa tulot ovat kontrolloitava muuttuja määritettäessä ryhmiä ja joustokeinoja.

<sup>38</sup> Ks. D. Argente ja M. Lee, "Cost of living inequality during the Great Recession", *Journal of the European Economic Association*, vol. 19, n:o 2, 2021, s. 913–952 ja "Grocery prices in the euro area: findings from the analysis of a disaggregated price dataset", *Taloukskatseus* 1/2015.

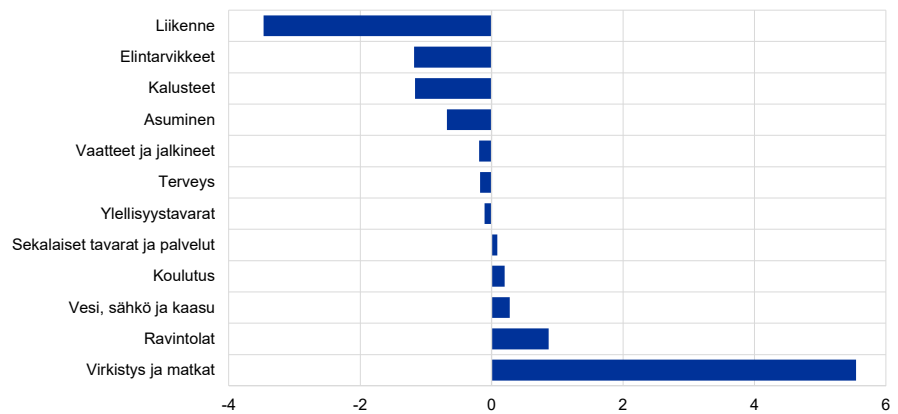
taustalla oli kulutusmieltymysten muutos pandemian aikaisten rajoitusten poistuttua. Sen seurauksena näiden luokkien osuus kokonaiskulutuksesta kasvoi 7,4 prosentista vuonna 2021 kaikkiaan 12,9 prosenttiin vuonna 2023. Lisäksi liikenteen osuus (johon sisältyy ajoneuvojen hankinta) kääntyi laskuun vuoden 2022 alussa puolijohteiden tarjontakapeikkojen vuoksi, mutta elpyi jonkin verran vuonna 2023.

## Kuvio B

### Kulutuskorin muutos ja kulutuksen hajotelma luokittain

a) Kulutuksen suhteelliset muutokset (2023 vs. 2021)

(osuus kokonaiskulutuksesta, prosentteja)



b) Nimelliskulutus

(vuotuinen muutos prosentteina ja vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: CES ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdassa a esitetään kulutuksen suhteelliset muutokset kussakin luokassa (liikenne, elintarvikkeet, kalusteet ja kotitalouskoneet, asuminen, vaateet ja jalkineet, terveys, ylellisyystavarat, muut tavarat ja palvelut, koulutus, vesi, sähkö ja kaasut, ravintolat sekä virkistys ja matkat) vuonna 2023. Otokseen kuuluvat EA-11-maat: Belgia, Saksa, Irlanti, Espanja, Ranska, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi. Kohdan b hajotelma perustuu nimellisarvoihin, ja vuosittaiset kasvuluvut on skaalattu sen mukaan, mikä on kunkin erän osuus kokonaisnimelliskulutuksesta. Uusimmat havainnot kohdassa a ovat vuodelta 2023 ja kohdassa b vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä.

**Säästöihin liittyvien joustokeinojen osalta tutkimuksissa on todettu, että säästämisaste on laskenut viimeisten kahden vuoden aikana. Yhdistämällä CES-kyselyn kulutus- ja tulotiedot voidaan laskea ajantasaisesti sekä**

kotitalouskohtainen säästämisaste että neljännesvuosittaiset aggregoidut tiedot. Muutokset CES-kyselyn perusteella määritetyssä kokonaissäästämisasteessa (osuutena nettotuloista) vastaavat tarkasti Eurostatin neljännesvuosittaisen sektoritilinpidon (QSA) aggregoidun (kausivaihtelusta puhdistamattoman) säästämisasteen muutoksia (kuvion C kohta a). Vuosina 2022 ja 2023 on nähtävissä CES-kyselyyn perustuvan säästämisasteen lasku, joka on hieman suurempi kuin QSA-indikaattorin osoittama lasku. Eurostat-tilastojen säästämisaste kuitenkin siirtyi lähemmäs pitkän ajan keskiarvoaan vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä.

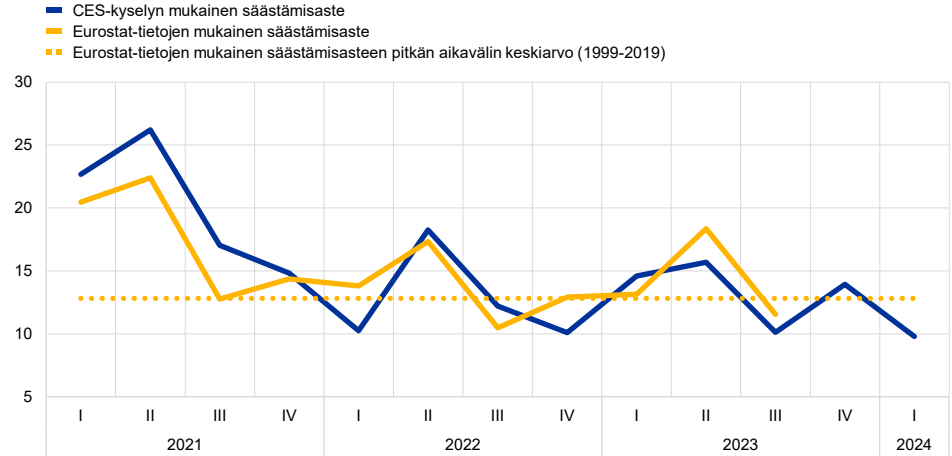
**Hajotelmasta käy ilmi, että säästämisasteen lasku johtui ennen kaikkea kulutuksen lisääntymisestä virkistyspalveluissa ja matkoissa pikemminkin kuin välttämättömyystarvikkeissa.** CES-kyselyn mikrotason tietojen pohjalta voidaan tarkastella säästämisasteen muutosta viimeisten kahden vuoden aikana eri tulo- ja kulutusluokissa tuloryhmittäin eriteltynä. Säästämisasteen viimeaikainen lasku selittyy pitkälti sillä, että pandemian jälkeen pääasiassa ylempiin tuloluokkiin kuuluvat kotitaloudet ovat suosineet kulutusta virkistyspalveluihin ja matkoihin (kuvion C kohta b). Vähemmässä määrin säästämisasteen laskuun vuonna 2023 vaikutti myös se, että ennen kaikkea alempiin tuloluokkiin kuuluvat kotitaloudet lisäsivät kulutusta kestopalveluhyödykkeisiin tuotannon rajoitteiden normalisoiduttua. Sen sijaan kulutus peruselinkustannuksiin, kuten asumiseen, elintarvikkeisiin ja energiaan, vaikutti säästämisasteen laskuun vuosina 2022 ja 2023 suhteellisen vähän, vaikka näissä erissä hinnat nousivatkin huomattavasti. Se kertoo hankittujen välttämättömyystarvikkeiden määrän vähenemisestä ja laadun alenemisesta, mikä vastaa kotitalouksien kulutuskäyttäytymisen havaittuja muutoksia.

## Kuvio C

### Säästämisaste euroalueella

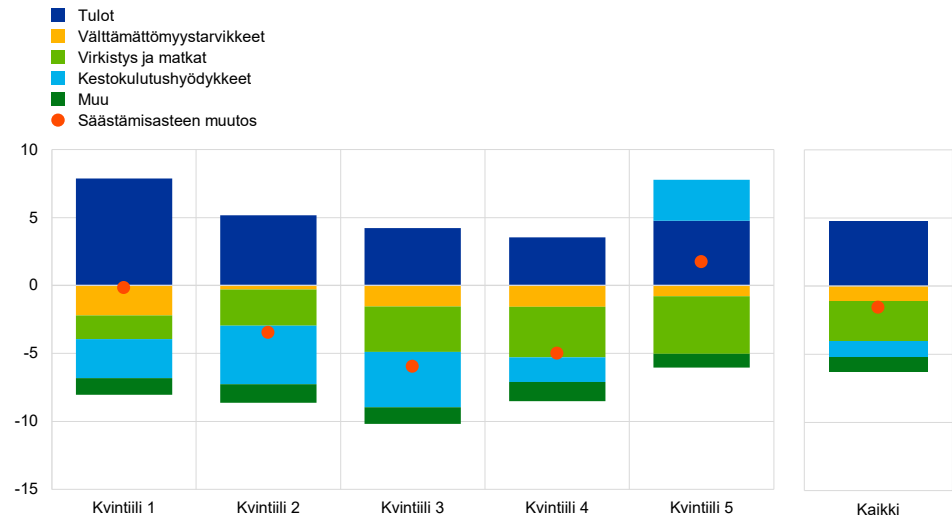
#### a) Kotitalouksien säästämisaste

(prosentteja tuloista)



#### b) Säästämisasteen hajotelma CES-kyselyn tulokvinttiilien mukaan ja kulutuslajin mukaan (2023 vs. 2022)

(muutos prosenttiyksikköinä)



Lähteet: CES, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdassa a CES-kyselyyn perustuva säästämisaste on säästöjen suhde kotitalouden nettotuloihin. Säästöt on laskettu vähentämällä kotitalouden nettotuloista kulutus. Eurostatin tietoihin perustuva säästämisaste on bruttosäästöjen suhde kotitalouksien käytettävissä oleviin bruttotuloihin. Katkoviiva osoittaa pitkän aikavälin keskiarvon vuosina 1999–2019. Aikasarjoista ei ole poistettu kausivaihtelun vaikutusta. Kohdassa b vasemmalla on säästämisasteen hajotelma tulokvinttiileittäin vuonna 2023 ja oikealla aggregoidun säästämisasteen hajotelma vuonna 2023. CES-tietojen osalta otokseen kuuluvat EA-11-maat: Belgia, Saksa, Irlanti, Espanja, Ranska, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi. Uusimmat CES-tiedot ovat vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä. Uusimmat Eurostat QSA-indikaattorin tiedot kohdassa a ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä ja kohdassa b vuodelta 2023.

#### Tuloihin liittyvien joustokeinojen osalta yli puolet vastaajista ilmoitti

#### nimellistulojensa kasvun olleen inflaatiota alempi vuonna 2023. CES-kyselyn

kvalitatiiviset tiedot osoittavat, että useimmilla vastaajilla (54 %) tulojen nousu oli inflaatiota hitaampaa, kun taas 21 prosentilla tulot olivat nousseet inflaatiota nopeammin ja 25 prosentilla laskeneet.<sup>39</sup> Säästämisasteen hajotelmasta saatujen määrällisten tietojen perusteella suuremmat tulot vuonna 2023 tasapainottavat

<sup>39</sup> Ks. *Talouksatsauksen* 8/2023 kehikko "Kotitalouksien tulojen mittaamisen perusteet".

suurella määrällä kulutuksen kasvua (kuvion C osa b). Yleensä tulojen sopeutus kuitenkin toteutuu vaihtoehtoista viimeisenä, sillä kotitaloudet eivät voi suoraan vaikuttaa siihen yhtä paljon kuin muihin vaihtoehtoihin. Jakaumanäkökulmasta tarkasteltuna suurimmasta tulojen kasvusta ilmoittivat alempiin tulokvintileihin kuuluvat kotitaloudet, mikä kuvastaa minimipalkkojen kasvua euroalueella viimeisten kahden vuoden aikana.<sup>40</sup>

---

Ks. myös *Talouksatsauksen* 3/2022 kehikko "[Minimum wages and their role for euro area wage growth](#)".



## Euroalueen elintarvikehintojen inflaatiota vauhdittaneet tekijät viimeisten kahden vuoden aikana

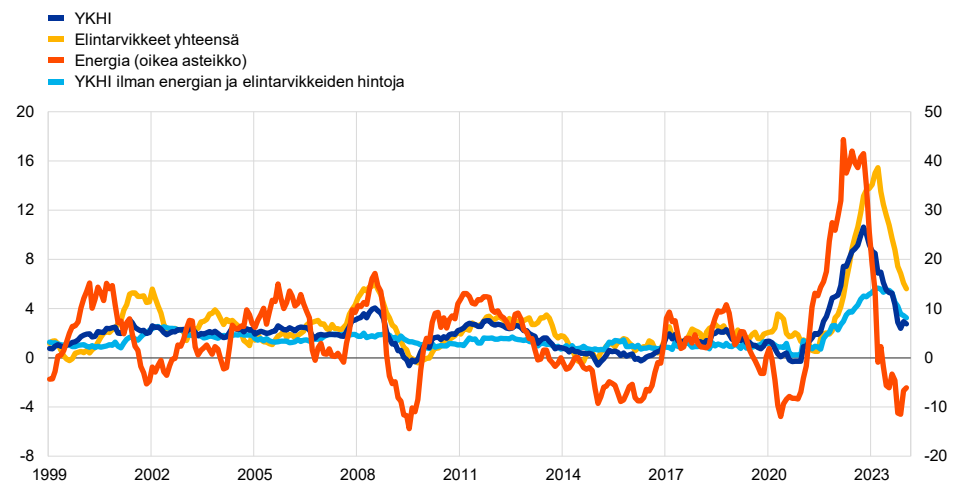
Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes ja Ieva Rubene

**Elintarvikehintojen inflaatio oli yksi keskeisistä tekijöistä, jotka vaikuttivat euroalueen kokonaisinflaatiovauhdin kiihtymiseen vuonna 2022 ja myös sen hidastumiseen elintarvikehintojen kääntyttyä laskuun.** Maaliskuussa 2023 elintarvikehintojen inflaatio nopeutui 15 prosenttiin. Se oli kirjaushistorian korkeimpia lukemia, jota ylemmäksi on yltänyt vain kerran energiahintojen inflaatio (kuvio A). Sitten elintarvikehintojen inflaatio on hidastunut. Tammikuussa 2024 se oli 5,7 %, mutta on edelleen pandemiaa edeltänyttä pitkän aikavälin keskiarvoaan (2,1 %) nopeampi.<sup>41</sup> Elintarvikkeiden osuus yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) yleisestä hyödykekorista on noin 20 %, ja se kattaa suurelta osin välttämättömyystarvikkeiden luokan. Niinpä YKHI-inflaation nopeutuminen vaikutti kotitalouksien ostovoimaan erityisesti pienituloisemmissa kotitalouksissa. Tässä kehikossa tarkastellaan elintarvikehintojen viimeaikaisen kehityksen tärkeimpiä taustatekijöitä.

### Kuvio A

#### Elintarvikkeiden kuluttajahintojen muutokset euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2024.

**Elintarvikkeiden kuluttajahintainflaation huomattava nopeutuminen vuoden 2021 puolivälistä vuoden 2023 alkuun näkyi molemmissa pääerissä – sekä jalostetuissa että jalostamattomissa elintarvikkeissa.** Jalostetut elintarvikkeet muodostavat suurimman osuuden elintarvikkeiden kulutuksesta (75 %), ja loppuosan muodostavat jalostamattomat elintarvikkeet. Eurostatin panos-

<sup>41</sup> Aiemmat piikit vuotuisessa elintarvikehintojen inflaatiossa johtuivat eläintauteihin liittyvistä terveysriskeistä (5,6 % alkuvuodesta 2002) sekä elintarvikeraaka-aineiden ja lannoitteiden maailmanmarkkinahintojen noususta (6,1 % vuonna 2008). Elintarvikehintojen kehityksestä koronaviruspandemian aikana ks. *Talousskatsumuksen* 5/2020 kehikko "Recent developments in euro area food prices" ja *Talousskatsumuksen* 4/2022 kehikko "Elintarvikkeiden inflaation kiihtyminen euroalueella ja Venäjän Ukrainassa käymän sodan vaikutukset".

tuotos-tilaukset viittaavat siihen, että jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden sektorien kulurakenteet ovat jokseenkin samanlaiset, joskin muutamia tärkeitä eroja esiintyy. Jalostettujen elintarvikkeiden tuotannossa suorat energiakustannukset kattavat noin 2 % muista kuin työvoimakustannuksista, kun taas jalostamattomien elintarvikkeiden tuotannossa vastaava luku on noin 7 %. Kaasun ja sähkön osuus energiakustannuksista (öljyyn nähden) on suurempi jalostettujen elintarvikkeiden tuotannossa (noin 80 %) kuin jalostamattomien elintarvikkeiden tuotannossa (noin 50 %). Lisäksi jalostamattomien elintarvikkeiden tuotannossa lannoitekustannusten merkitys on lähes yhtä suuri kuin energiakustannusten. Yleensä jalostamattomien elintarvikkeiden hinnoissa näkyvät myös vahvemmin kausivaikutukset, esimerkiksi epäsuotuisat sääolot. Kummassakin erässä välituotteet muodostavat suuren osan muiden tuotantopanosten kuin työvoiman kustannuksista (jalostamattomissa elintarvikkeissa noin 40 % ja jalostetuissa 50 %), mikä tarkoittaa, että elintarvikehintojen kehityksellä voi olla merkittäviä heijastusvaikutuksia sektorin sisällä.

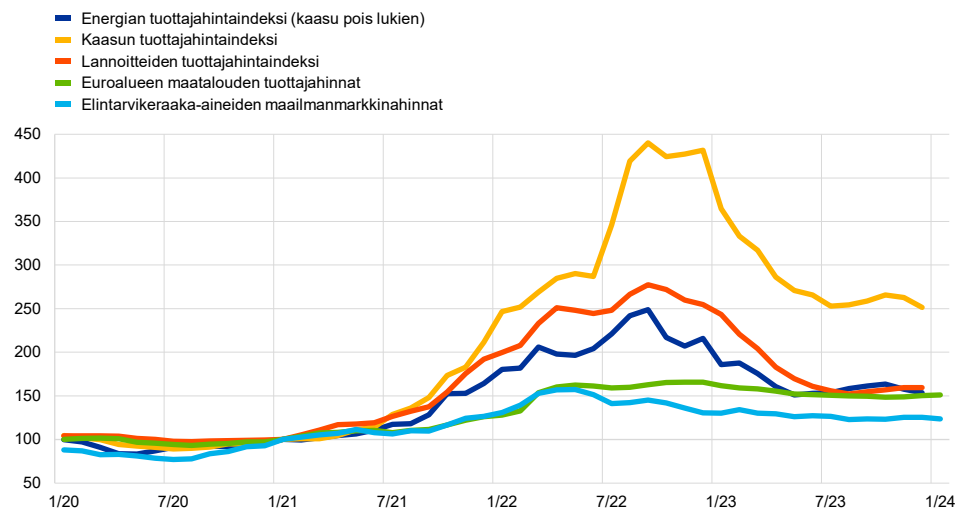
**Vuosina 2021 ja 2022 elintarvikkeiden kuluttajahintojen inflaation tärkeimpänä syynä oli energiahintojen epätavallisen voimakas nousu.** Vuoden 2021 mittaan öljyn hinta nousi huomattavasti maailmantalouden alkaessa elpyä koronaviruspandemian vaikutuksista samaan aikaan, kun öljyn tarjonnassa oli rajoitteita. Lisäksi kesällä 2021 kaasun tukkuhinnat Euroopassa nousivat jyrkästi, mikä johtui sekä tarjonta- että kysyntätekijöistä. Tämä kehitys kärjistyi alkuvuodesta 2022 Venäjän hyökättyä Ukrainaan.<sup>42</sup> Energiaraaka-aineiden hintanoususta seurasi voimakas nousu myös energian tuottajahinnoissa ja lannoitehinnoissa, jotka ovat tiiviisti yhteydessä kaasun hintaan (kuva B). Energian tuottajahintojen nousu oli aiempaan kehitykseen nähden poikkeuksellisen suuri. Erityisen paljon nousivat kaasun ja sähkön hinnat. Kaasun tukkuhinnat olivat korkeimmillaan syyskuussa 2022, jolloin ne ylittivät joulukuun 2020 tason 440 prosentilla. Vuoden 2019 Eurostatin panos-tuotos-tilaukkojen perusteella arvioiden energiakustannukset muodostavat noin 3 % muiden tuotantopanosten kuin työvoiman kustannuksista elintarvikesektorilla. Vaikka osuus saattaa vaikuttaa pieneltä, energian hintasokin mittaluokka oli niin suuri, että se aiheutti huomattavan yleisten tuotantokustannusten kasvun. Korkeimmillaan energian (tärkeimpinä erinä sähkö, kaasu ja ilmastointi) tuottajahinnat nousivat lähes 280 prosentilla joulukuun 2020 tasosta. Vastaava hintanousu tarkoittaisi elintarvikesektorin kokonaistuotantopanosten (muiden kuin työvoiman) kustannusten nousua noin 9 prosentilla (vain tämän nimenomaisen kustannussokin osalta).

<sup>42</sup> Tarkempi erittely energian hintakehityksestä vuosina 2021–2022 ks. *Taloussatsauksen 4/2022* artikkeli "Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices".

## Kuvio B

### Elintarvikkeiden kuluttajahintojen keskeisten tuotantopanostuskustannusten kehitys

(indeksi: tammikuu 2021 = 100)



Lähteet: Eurostat, Hamburg Institute of International Economics (HWWI), EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottajahintaindeksit viittaavat euroalueeseen. Raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat ovat euromääräisiä. Uusimmat havainnot ovat joulukuulta 2023 (tuottajahintaindeksit) ja tammikuulta 2024 (euroalueen maatalouden tuottajahinnat ja raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat).

### Huomattava vaikutus oli myös elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen ja euroalueen maatalouden tuottajahintojen nousulla, missä yhtenä taustatekijänä oli energian korkeampien maailmanmarkkinahintojen nousun epäsuora vaikutus.<sup>43</sup>

Elintarvikeraaka-aineiden (etenkin maissin, vehnän ja soijapapujen) maailmanmarkkinahinnat, jotka laskivat alhaisiin lukemiin pandemian alussa, alkoivat elpyä vuoden 2020 jälkipuoliskolla ja jatkoivat voimakasta nousuaan vuoden 2021 mittaan. Tähän kehitykseen vaikuttivat rehunkysynnän vilkastuminen Kiinassa, pääasiassa sääoloista johtuvat tarjontakapeikot Etelä-Afrikassa sekä kasvaneet energiakustannukset.<sup>44</sup> Vehnän hinta nousi voimakkaasti etenkin Venäjän hyökättyä Ukrainaan, mikä herätti maailmanlaajuisia huolta näiden kahden maan viljantarjonnasta. Euroalueen maatalouden tuottajahinnat nousivat tämän vuoksi huomattavasti, ja nousuun vaikuttivat myös elintarvikeraaka-aineiden hintakehitys sekä kohonneet energia- ja lannoitehinnat. Nousu oli voimakkainta viljojen osalta. Eniten siihen vaikuttivat vehnän hinnat ja seuraavaksi eniten lihan ja maitotuotteiden hinnat, koska maissi on tärkeä eläinrehu. Näiden maatalouden tuottajahintojen nousun myötä tuottajahinnat nousivat myös elintarviketeollisuudessa, jossa myös suorat energian tuotantokustannukset olivat jo kohonneet. Tuotantopanosten kustannuspaineet helpottivat, kun energian ja elintarvikkeiden maailmanmarkkinahinnat alkoivat laskea vuoden 2022 puolivälissä. Euroalueella maatalouden tuottajahinnat pysyivät silti korkeina, mihin saattoi osaltaan vaikuttaa

<sup>43</sup> Elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat ovat hintoja, joilla käydään kauppaa globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. Euroalueen maatalouden tuottajahinnat ovat hintoja, jotka euroalueen maanviljelijöille maksetaan, kun tuotteet toimitetaan eteenpäin tilalta (ns. "farm gate price"). EU-jäsenvaltiot raportoivat maatalouden tuottajahinnat EU:n komission maatalouden ja maaseudun kehittämisen pääosastolle. Euroalueen aggregoidut maatalouden tuottajahinnat raportoi EKP.

<sup>44</sup> Ks. "Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand", World Bank Group, Washington DC, lokakuu 2021. Käyttölupa: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

lihan korkea hintataso, mutta myös muut kotimaiset tekijät.<sup>45</sup> Lisää nousupainetta elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintoihin ja euroalueen maatalouden tuottajahintoihin aiheuttivat epäsuotuisat maailmanlaajuiset ja paikalliset sääilmiöt, jotka ilmastonmuutoksen vuoksi ovat yleistymässä. Osa tästä nousupaineesta välittyi kuluttajahintoihin.<sup>46</sup> Vaikka elintarvikkeiden kuluttajahintojen nousua tapahtuikin useissa erissä, suurimmillaan se oli niissä erissä, joihin liittyivät tiiviimmin elintarvikeraaka-aineiden tuotantopanokset ja joissa energiankäyttö oli suurta.

### **Energiakustannusten ja jossain määrin myös elintarvikeraaka-aineiden merkittävä rooli saa vahvistusta laskentamalliin perustuvista tuloksista (kuvio C).**

Bayesilaisen vektoriautoregressiomallin (BVAR) mukaan elintarvikkeiden hintainflaation poikkeama pitkän aikavälin keskiarvosta viimeisten kahden vuoden aikana johtui merkittävässä määrin energiakustannusten noususta. Tärkeitä tekijöitä olivat myös elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat (euromääräisinä) ja euroalueen maatalouden tuottajahinnat.<sup>47</sup> Mallissa näkyy euroalueen maatalouden tuottajahintojen jäljelle jäävä vaikutus, kun energian tuottajahintojen vaikutus on otettu huomioon. Vastaavasti mallissa näkyy euroalueen elintarvikesektorin tuottajahintojen vaikutus kuluttajahintoihin, kun energian, elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen ja maatalouden tuottajahintojen vaikutukset on otettu huomioon. Se tarkoittaa, että kuviossa C esitettyjen elintarvikesektorin tuottajahintojen vaikutuksessa kuvastuvat sellaiset elintarvikkeiden kuluttajahintojen tuotantopuolesta johtuvat tekijät, jotka eivät liity energian ja elintarvikkeiden tuotantopanosten hintoihin. Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että kun tämä vaikutus yhdistetään muihin mallissa selittämättä jääviin vaikutuksiin, elintarvikkeiden hintainflaation nopeutumisesta jää selittämättä merkittävä osa.<sup>48</sup> Tämä saattaa johtua tekijöistä, jotka sopivien tietojen puuttuessa eivät ole eksplisiittisesti mallinnettuja. Niitä ovat esimerkiksi kotimaiset tekijät, kuten palkat ja tuotot. Nämä tekijät koskevat elintarvikkeiden kuluttajahintojen tuotantopuolta ja myös jakelu- ja vähittäismyymintipuolta. Mallilla ei välttämättä tavoiteta myöskään energiakustannusten nousun mahdollisia epälineaarisia vaikutuksia elintarvikehintoihin.

<sup>45</sup> Sianlihan, naudanlihan ja vasikanlihan hinnat ovat pysyneet korkeina kotimaisen tuotannon vähenemisen vuoksi.

<sup>46</sup> Äärimmäisten sääilmiöiden vaikutus voi osittain realisoitua elintarvikeraaka-aineiden hinnoissa, etenkin jos kyseessä ovat Euroopan ulkopuoliset ilmiöt. Esimerkiksi vuosien 2023–2024 El Niño -ilmiö (säännönmukainen ilmiö, joka voi aiheuttaa äärimmäisiä sääolosuhteita) todistetusti vaikuttaa elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahintoihin (ks. *Talouskatsauksen 6/2023* kehikko "El Niñoon liittyvät elintarvikehyödykkeiden globaalit hintariskit"). Euroopan äärimmäisillä sääilmiöillä voi kuitenkin olla suoria vaikutuksia elintarvikkeiden kuluttajahintoihin erityisesti muiden kuin maailmanmarkkinatuotteiden osalta. Niitä olisivat esimerkiksi tuoreiden hedelmien tai vihannesten hinnat. Esimerkiksi kesällä 2022 Euroopassa vallinneen äärimmäisen helteen arvioidaan lisänneen noin 0,8 prosenttiyksikköä euroalueen elintarvikkeiden kuluttajahintoihin vuoden kuluessa (ks. F. Kuik, W. Modery, C. Nickel ja M. Parker, "The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy", *EKP:n blogi*, 12.12.2023). Lisätietoja on myös *Talouskatsauksen 1/2024* kehikossa "Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies".

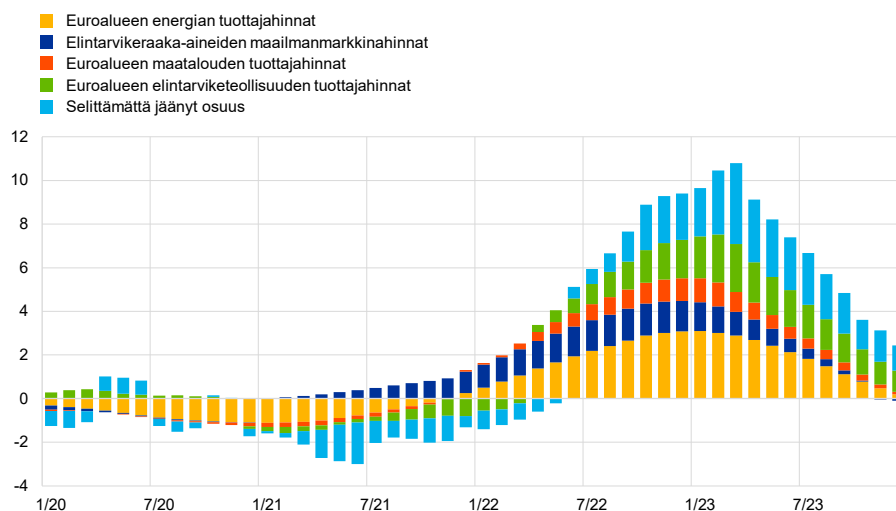
<sup>47</sup> Elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen vaikutuksessa saattaa kuitenkin näkyä osittain myös energian maailmanmarkkinahintojen nousu. Lisäksi analyysissä on käytetty euromääräisiä elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahintoja, joten mallilla lasketuissa vaikutuksissa voi myös näkyä vaihtokurssin vaihtelu.

<sup>48</sup> Äskettäisessä artikkelissa todetaan, että sittenkin, kun huomioidaan muitakin tunnistettuja sokkeja (mukaan lukien energian ja elintarvikeraaka-aineiden hintasokit), suuri osa elintarvikkeiden hintainflaatiosta jää selittämättä (ks. M. Bańbura, E. Bobeica ja C. M. Hernández, "What drives core inflation? The role of supply shocks", *Working Paper -julkaisusarja*, nro 2875, EKP, marraskuu 2023).

## Kuvio C

### Elintarvikkeiden kuluttajahintoihin vaikuttavat tekijät euroalueella BVAR-mallin pohjalta

(poikkeamat pitkän ajan keskiarvosta, vaikutukset prosenttiyksikkönä)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio esittää BVAR-malliin perustuvaa hajotelmaa tekijöistä, jotka vaikuttavat euroalueen elintarvikkeiden kuluttajahintainflaation poikkeamiin pitkän aikavälin keskiarvosta (ja alkutilanteesta). Hajotelma on toteutettu EKP:n BEAR (Bayesian Estimation, Analysis and Regression) -sovelluspaketilla. Energiakustannusten mittarina on euroalueen energiasektorin tuottajahintaindeksi. Elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat (euromääräisinä): Hamburg Institute of International Economics (HWWI). Euroalueen maatalouden tuottajahinnat: EKP Euroopan komission tietojen pohjalta. Vaikuttavien tekijöiden määrittely perustuu Cholesky-hajotelmaan, joka on esitetty G. Ferrucchin, R. Jiménez-Rodríguezin ja L. Onoranen artikkelissa "Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy", *International Journal of Central Banking*, vol. 8, maaliskuu 2012, s. 179–218. Siinä innovaatioiden järjestys on seuraava: elintarvikkeiden maailmanmarkkinahinnat, euroalueen energian tuottajahinnat, euroalueen maatalouden tuottajahinnat, elintarvikesektorin tuottajahinnat, kuluttajahinnat. Järjestys mukailee hinnoitteluketjuolettamaa. Estimoitu otos kattaa ajanjakson joulukuusta 1996 joulukuuhun 2023.

### Kotimaiset tekijät – kuten palkkojen ja yksikkövoittojen kehitys – ovat vähitellen muodostuneet entistä tärkeämmiksi elintarvikkeiden

#### kuluttajahintainflaation taustatekijöiksi. Malliin perustuvan hajotelman pohjalta

vaikuttaa siltä, että energian ja elintarvikkeisiin liittyvien tuotantopanosten hinnat eivät pysty täysin selittämään kuluttajahintainflaation äkillistä nopeutumista ja pysymistä nopeana osapuilleen vuoden 2022 jälkipuoliskolta alkaen (ks. "Selittämättä jäänyt osuus" kuviossa C). Kuten aiemmin todettiin, yksi todennäköinen selitys on kotimaisten tekijöiden vaikutus. Esimerkiksi työntekijöiden reaalitulojen laskun vastapainoksi vuositason palkkakasvu oli maataloudessa 6,2 % ja elintarviketeollisuudessa 3,5 % vuonna 2022 sekä molemmilla sektoreilla hieman yli 5 % vuoden 2023 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä (kuvio D).<sup>49</sup> Vastaavasti palkkakasvu kuljetuksessa ja varastoinnissa, joka on elintarvikkeiden vähittäismyyntiketjun tärkeä osa, oli 4,3 % vuonna 2022 ja 6,3 % vuoden 2023 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä. Näillä sektoreilla palkkakasvu, jossa osittain näkyy minimipalkkojen nousu, oli jonkin verran suurempi kuin taloudessa kokonaisuutena.<sup>50</sup> Kansantalouden tilinpidosta ilmenee, että maatalouden yksikkövoitot kasvoivat huomattavasti, mutta elintarviketeollisuudesta ja elintarvikkeiden vähittäiskaupasta näitä tietoja on niukasti saatavilla. Vaikka myynnin

<sup>49</sup> Vertailun vuoksi palkkojen keskimääräinen vuositason nousu maataloudessa oli 1,6 % ja elintarviketeollisuudessa 1,9 % vuosina 2009–2019. Laskelmat perustuvat Eurostatin tietoihin.

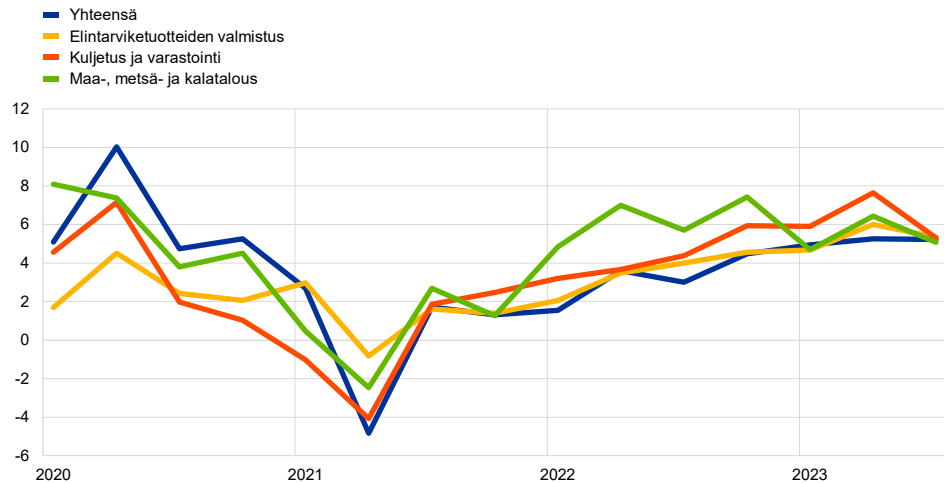
<sup>50</sup> Vuonna 2022 ja etenkin vuonna 2023 minimipalkkojen nousu monissa euroalueen maissa vaikutti yleiseen palkkojen kasvuun. Ks. *Talousskatoksen* 3/2022 keuhko "Minimum wages and their role for euro area wage growth".

volyymit (joiden mittarina on elintarvikkeiden ja juomien vähittäismyynnin liikevaihdon deflatoitu indeksi) laskivatkin nopean inflaation jaksolla hiukan, vuoden 2023 lopussa ne olivat vain 1 % vuoden 2019 tasoa alempana, kun taas hintataso oli keskimäärin 26 % korkeampi kuin vuonna 2019. Tämä saattaa viitata siihen, että kysyntä reagoi elintarvikesektorin hintamuutoksiin heikosti.

### Kuvio D

#### Palkkakehitys eräillä elintarvikkeiden kuluttajahintoihin vaikuttavilla toimialoilla

(vuotuisia prosenttimuutoksia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä. Teollisuus- sekä kuljetus- ja varastointisektoreiden tiedot viittaavat bruttopalkkaan työtuntia kohden (Eurostatin lyhyen aikavälin tilastot). Kokonaistiedot sekä maa-, metsä- ja kalataloussektorin tiedot puolestaan viittaavat palkansaajakorvaukseen työtuntia kohden (kansantalouden tilinpidon tiedot).

**Yhteenvetona voidaan todeta, että euroalueen elintarvikehintojen inflaation äkillinen nopeutuminen johtui aluksi energia- ja elintarvikeraaka-aineiden korkeista hinnoista, ja viime aikoina inflaatiovauhti on pysynyt nopeana kotimaisten tekijöiden vuoksi.** Poikkeukselliset ja pääosin ulkoisten tekijöiden aiheuttamat energia- ja elintarvikeraaka-aineiden hintasokit ovat hellittämässä, minkä vuoksi elintarvikehintojen inflaation odotetaan vuoden 2024 mittaan hidastuvan. Hidastumisen odotetaan tapahtuvan asteittain voimakkaan palkkakasvun ja erityisesti minimipalkkojen nousun vuoksi.

## 5 Katsaus eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden viimeaikaisten lyhyen aikavälin inflaatioennusteiden tarkkuuteen

Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández ja Adrian Page

**Inflaation ennustaminen on viime vuosina ollut erittäin haastavaa euroalueeseen kohdistuneiden voimakkaiden sokkien takia.** Vuoden 2019 jälkeen koettu ennennäkemätön sokkien sarja – mukaan lukien koronapandemia ja Venäjän hyökkäys Ukrainaan – johti inflaation voimakkaaseen nousuun. Näiden sokkien ja niiden ajankohtien voidaan sanoa olleen ennustamattomissa, ja vielä niiden käynnistyttyäkin ne ovat olleet luonteeltaan niin poikkeuksellisia ja laajuudeltaan niin mittavia, että niiden välittymistä talouteen ja kuluttajahintoihin on ollut vaikea arvioida reaaliaikaisesti. Monet näistä sokeista ovat olleet historiallisten todennäköisyysjakaumien ulkopuolella, mikä on rajoittanut merkittävästi aikaisempaan kehitykseen perustuvien ekstrapolaatioiden hyödyllisyyttä. Kuvatakseen paremmin arvioihinsa sisältyvää epävarmuutta eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijat alkoivat jakson aikana esittää myös vaihtoehtoisia skenaarioita.<sup>51</sup>

**Lyhyen aikavälin inflaatiokehitystä koskevien asiantuntija-arvioiden virheet kasvoivat vuoden 2021 jälkipuoliskosta alkaen, kunnes ne vuonna 2023 vähenivät merkittävästi.** Vuonna 2022 EKP julkisti analyysin vuoden 2021 puolivälin jälkeisen asiantuntija-arvioiden ennustetarkkuuden heikkenemisen syistä.<sup>52</sup> Vuonna 2023 analysoitiin lisäksi Ukrainan sodan ja siitä aiheutuneiden energiantarjontasokkien vaikutusta vuonna 2022 esitettyjen inflaatioennusteiden tarkkuuteen.<sup>53</sup> Näissä analyyseissa korostui inflaatioennusteisiin sisältyvien laaja-alaisten virheiden olemassaolo – eikä vain eri ennustelaitosten laatimissa ennusteissa, vaan myös eri talouksille laadituissa ennusteissa. Havainto korostaa globaalien tekijöiden keskeistä vaikutusta raaka-aineiden (erityisesti energian) odottamattomien hintapiikkien yhteydessä. Energiahyödykkeiden hinnoista tai muista oletuksista johtuvien ennustevirheiden osuus (eurojärjestelmän ja EKP:n normaaleilla työkaluilla kvantifioituna) kuitenkin pieneni vuoden 2022 mittaan. Tämä johtui erityisesti muista poikkeuksellisista sokeista, kuten talouden avautumisesta pandemian jälkeen sekä globaaleista toimitusketjujen kapeikoista, jotka vaikuttivat erityisesti YKHI-indeksistä ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun

<sup>51</sup> Vuosina 2020 ja 2021 jokaiseen neljännesvuotuiseseen asiantuntija-arvioon sisältyi skenaarioanalyysi, joka perustui vaihtoehtoisiin oletuksiin koronapandemian tulevasta kehityksestä ja sen taloudellisista vaikutuksista. Vuonna 2022 vaihtoehtoisissa skenaarioissa keskityttiin Ukrainan sodan taloudellisiin seurauksiin erityisesti energian tarjontaan liittyvän epävarmuuden kannalta. Viime aikoina skenaarioanalyyseissa on keskitytty esimerkiksi Kiinan talouskasvun hidastumiseen tai Punaisenmeren konfliktin voimistumiseen liittyviin riskeihin.

<sup>52</sup> Ks. *Talouksatsauksen* 3/2022 kehikko "[What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff?](#)". Ks. myös *Talouksatsauksen* 8/2019 artikkeli "The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis". Lisäksi EKP:n Statistical Data Warehouse -palvelu tarjoaa yleisön käyttöön [täydellisen tietokannan eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden aiempia kokonaistaloudellisia arvioita](#), jonka avulla tutkijat voivat helposti analysoida arvioiden ennustetarkkuutta. Asiantuntija-arvioiden laatimisprosessia ja -välineitä on kuvattu EKP:n verkkosivuilla julkaistussa [oppaassa](#).

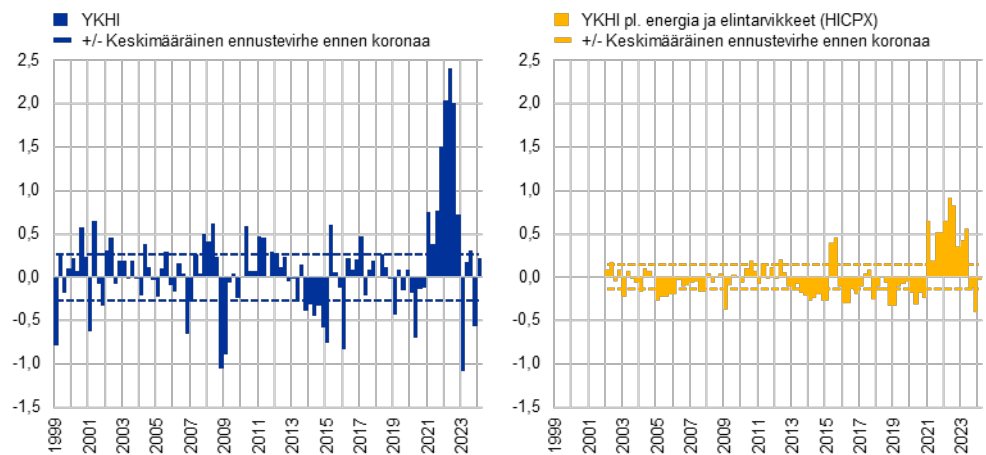
<sup>53</sup> Ks. *Talouksatsauksen* 1/2023 kehikko "[What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff?](#)".

pohjainflaatioon (HICPX). Tässä kehikossa päivitetään nämä analyysit ja keskitytään viimeisimpään ajanjaksoon. Kuvio A havainnollistaa sekä YKHI-inflaation että ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation ennustevirhettä yhden vuosineljänneksen päähän (vuosineljänneksen toteutuman ja ennusteen erotuksena laskettuna). Siitä käy ilmi, että ennustekyvyn tuntuva heikkeneminen kesti vuoden 2021 puolivälistä vuoden 2023 alkuun. Sitten asiantuntija-arvioiden tarkkuus on yleisesti ottaen palannut koronaa edeltäneelle tasolle – erityisesti YKHI-inflaation osalta.<sup>54</sup> Pohjainflaatioennusteisiin liittyneet virheet pienenevät vuonna 2023 mutta pysyivät kuitenkin historialliseen tasoon nähden korkeina. Kun otetaan huomioon vuoden 2024 kahdelta ensimmäiseltä kuukaudelta jo käytettävissä olevat tiedot ja oletetaan, että inflaatio pysyy muuttumattomana maaliskuussa 2024, YKHI-inflaation ennustevirheeksi vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä muodostuu -0,2 prosenttiyksikköä, kun taas toteutunut ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio olisi eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden arvioiden tasolla.

### Kuvio A

Eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden vuosineljänneksen eteenpäin katsoviin inflaatioennusteisiin sisältyneet virheet

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden arviot.

Huom. Virhe on määritelty neljännesvuotuisen inflaation toteutuman ja kyseiselle neljänneksellä edellisellä neljänneksellä laaditun arvion erotuksena (esimerkiksi vuoden 2022 viimeisen neljänneksen toteutunut inflaatio, josta vähennetään EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2022 kokonaistaloudellisissa arvioissa kyseiselle neljännekselle esitetty arvio). Vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen tiedot edustavat keskimääräisiä virheitä, jotka perustuvat käytettävissä oleviin tietoihin (tällä hetkellä saatavissa vain tammi- ja helmikuulta 2024), sillä oletuksella, että inflaatiovauhti pysyy ennallaan maaliskuussa 2024.

### Myös muiden kansainvälisten ja yksityisten laitosten laatimien euroalueen

**inflaatioennusteiden tarkkuus on parantunut viime vuonna.** Eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden sekä muiden ennustelaitosten arviot lyhyen aikavälin inflaatiokehityksestä ovat olleet hyvin samankaltaisia niin ennustevirheen etumerkin kuin suuruudenkin osalta (kuvio B). Näitä arvioita vertailtaessa on tärkeää ottaa huomioon kuviossa B nuolilla osoitetut eri ennusteiden julkaisupäivämäärät (jotka kuvastavat kunkin ennustelaitoksen käytettävissä olleiden tietojen eroa). Kaikki

<sup>54</sup> Myös neljä vuosineljänneksen eteenpäin katsovien arvioiden kehitys on ollut samantapaista. YKHI-inflaation ja vähäisemmässä määrin myös YKHI pl. energia ja elintarvikkeet -inflaation neljä vuosineljänneksen eteenpäin katsovaan ennusteeseen sisältyvät virheet vähenivät niin ikään vuonna 2023 ja ovat nyt lähellä pandemiaa edeltänyttä tasoaan.

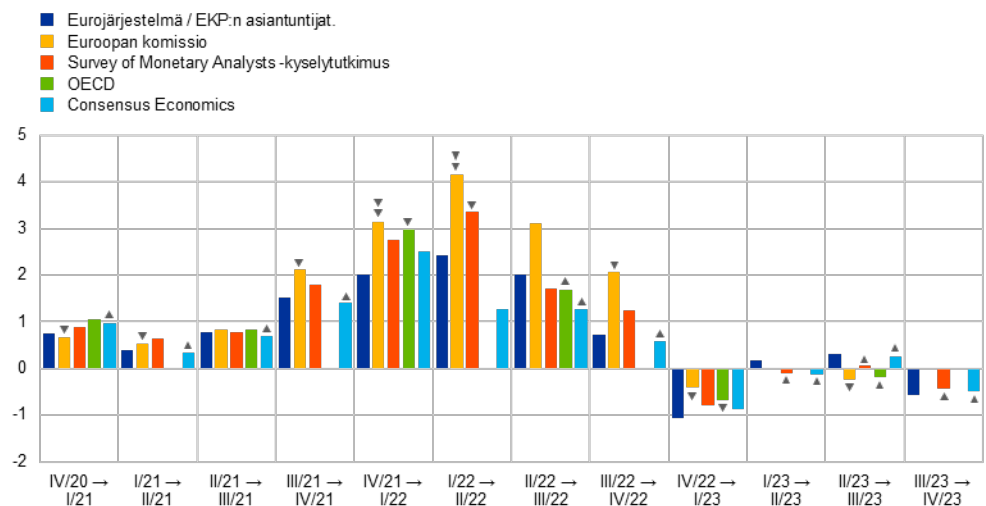


keskeiset ennustelaitokset aliarvioivat inflaation voimakkaan kiihtymisen vuosina 2021–2022 ja joutuivat sittemmin inflaation äkillisen hidastumisen yllättäviksi vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä. Sen jälkeen ennustevirheet ovat olleet huomattavasti pienempiä ja vähemmän systemaattisia.

## Kuvio B

### Eri ennustelaitosten vuosineljänneksen eteenpäin katsoviin inflaatioarvioihin sisältyneet virheet

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijat, Consensus Economics, Survey of Monetary Analysts (SMA), Euroopan komissio, OECD ja Eurostat.

Huom. Vaaka-akselin otsikot osoittavat vuosineljänneksen, jolloin arvot julkistettiin, sekä neljänneksen, jota ne koskevat (ts. "IV/20 → I/21" tarkoittaa vuoden 2021 ensimmäistä neljänestä koskevia arvioita, jotka julkistettiin vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä). Muiden ennustelaitosten kuin eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden ennustevirheet esitetään julkaisuille, joiden viimeinen aineistopäivä oli lähellä vastaavaa eurojärjestelmän tai EKP:n asiantuntijoiden arvioiden aineistopäivämäärää. SMA-kyselytutkimuksella tarkoitetaan kyselyyn annettujen vastausten mediaania ja Consensus Economicsilla keskiarvoa. Palkkien ylä- tai alapuoliset nuolet osoittavat, moneltako useammalta tai vähemmältä kuukaudelta YKHI-tietoja oli käytettävissä kyseisen julkaisun viimeisenä aineistopäivänä eurojärjestelmän tai EKP:n asiantuntija-arvioihin verrattuna: yksi ylös osoittava nuoli tarkoittaa yhtä kuukautta enemmän tietoa, yksi nuoli alaspäin tarkoittaa yhtä kuukautta vähemmän ja kaksi nuolta alaspäin tarkoittaa kahta kuukautta vähemmän. OECD:n neljännesvuotuiset arvot ovat saatavissa vain kahdesti vuodessa, joten niiden ennustevirhettä ei ole laskettu ensimmäiselle eikä kolmannelle neljännekselle. Euroopan komissio ei julkistanut neljännesvuotuisia ennusteitaan kesällä 2023, joten kuviossa ei esitetä kyseisen ennusteen virhettä vuoden 2023 viimeiselle neljännekselle. EKP:n asiantuntijoiden kokonaistaloudelliset arvot perustuvat 30.8.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin. Vaikka tämä edelsi yhdellä päivällä euroalueen YKHI-inflaation elokuun 2023 pika-arvion julkistuspäivää, pika-arviot viiden euroalueen maan (jotka muodostavat 45 % euroalueen YKHI:stä) osalta on sisällytetty arvioon, ja näin ollen käytetty luku ei viime kädessä poikennut Eurostatin YKHI-kokonaisinflaation pika-arviosta.

### Ennustevirheen taustatekijät ovat muuttuneet ajan mittaan. Kuvio C erittelee

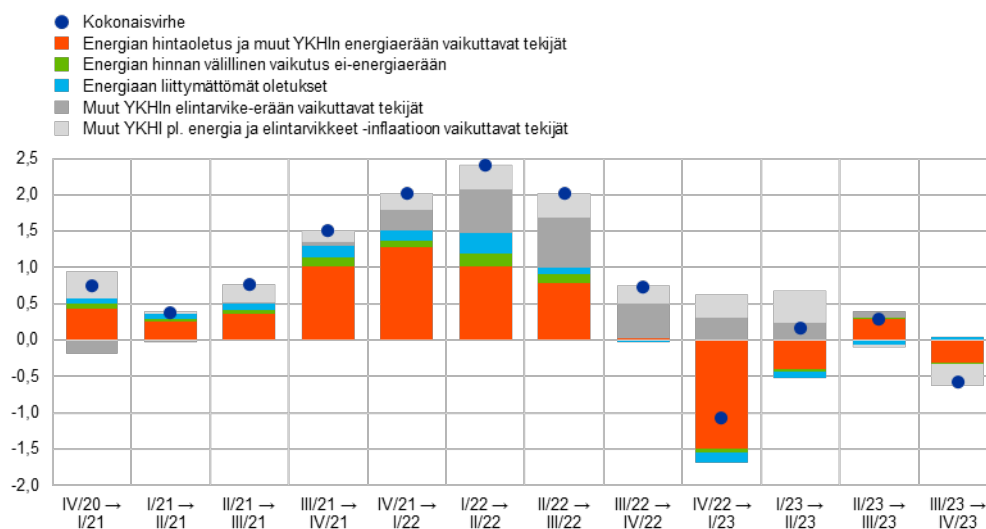
YKHI-inflaation ennustevirheet taustatekijöittäin. Vuoden 2022 alkuun saakka suurin osa virheistä johtui energian hinnasta. Tuolloin elintarvikkeiden odottamaton ja voimakas kallistuminen nousi keskeiseen rooliin (tätä kuvataan tummanharmailla palkeilla, jotka osoittavat normaalien joustojen perusteella YKHI:n elintarvike-erän inflaatioon sisältyneiden virheiden vaikutuksen, joka ei selity oletuksiin liittyvillä virheillä).<sup>55</sup> YKHI pl. energia ja elintarvikkeet -inflaatioennusteisiin sisältyneillä virheillä oli merkittävä vaikutus aina vuoden 2023 toiseen neljännekseen asti. Vuonna 2023 energian hinta alkoi jälleen aiheuttaa merkittäviä virheitä, mutta tuolloin odottamaton tekijä oli sen hinnan alenemisnopeus.

<sup>55</sup> Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Euroalueen elintarvikehintojen inflaatiota vauhdittaneet tekijät viimeisten kahden vuoden aikana".

## Kuvio C

### Eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden viimeaikaisten vuosineljänneksen pituisten YKHI-inflaatioennusteiden virheiden hajotelma

(prosenttiyksikköjä)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. "Kokonaisvirhe" tarkoittaa toteuman ja ennusteen erotusta. "Energian hinnan välillinen vaikutus ei-energiaerään" tarkoittaa öljyn, kaasun ja sähkön hintojen välillisten vaikutusten summaa. Öljyn välilliset vaikutukset perustuvat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudellisista malleista johdettuihin joustoihin; kaasun ja energian joustot on oletettu öljnhintasokkia vastaaviksi. "Energiaan liittymättömät oletukset" tarkoittaa oletuksia lyhyistä ja pitkistä koroista, osakehinnoista, ulkomaisesta kysynnästä, kilpailijoiden vientihinnoista, elintarvikkeiden hinnoista ja valuuttakurssista.

**Aluksi raaka-aineiden hintoja koskevien oletusten virheet selittivät suurimman osan YKHI:n energiaerän inflaation sisältyneistä virheistä, mutta sittemmin energiahyödykkeiden hintojen välittymisen entistä monimutkaisempi luonne on tullut keskeisemmäksi.** Asiantuntija-arvioita laadittaessa taustaoletuksina käytetään useita keskeisiä muuttujia koskevia markkinaodotuksia (mukaan lukien energiahyödykkeiden futuurien hintojen kuvastamat odotukset). Vähemmän poikkeuksellisia aikoina nämä "tekniset oletukset" – erityisesti öljyn hintaa koskevat oletukset – selittävät suurimman osan energiaerän inflaatioennusteeseen sisältyvistä virheistä.<sup>56</sup> Koska kaasun hinta on enenevässä määrin irtaantunut öljyn hinnasta, eurojärjestelmän asiantuntijoiden ennustemalleja on päivitetty siten, että kaasun hinta on eriytetty öljyn hinnasta erilliseksi omaksi kanavakseen. Kuviossa D on esitetty energiaerän inflaatioennusteisiin sisältyneiden virheiden hajotelma (kuvion C punaiset palakit), joka perustuu näihin päivitettyihin malleihin. Edellisistä jaksoista poiketen öljyn hinnalla on ollut vain vähäinen osuus viime vuosien virheiden selittämisessä, kun taas kaasun hintoja koskevien taustaoletusten virheet ovat olleet merkittäviä. Kuvio D kuitenkin osoittaa myös, että vaikka öljyn ja kaasun hintakehitys olisi ennustettu täydellisesti, mallit olisivat silti merkittävästi aliarvioineet energian hintaerän inflaation vuodelle 2022 ja yliarvioineet sen vuoden 2023 ensimmäiselle neljännekselle (kuten näkyy sinisistä palkeista, jotka kattavat kaikki sellaiset virheet, joita tekniset oletukset eivät selitä). Tämä johtuu todennäköisesti kaasun ja sähkön kuluttajahintojen hinnanasetannan monimutkaisuudesta euroalueen eri maissa, mitä

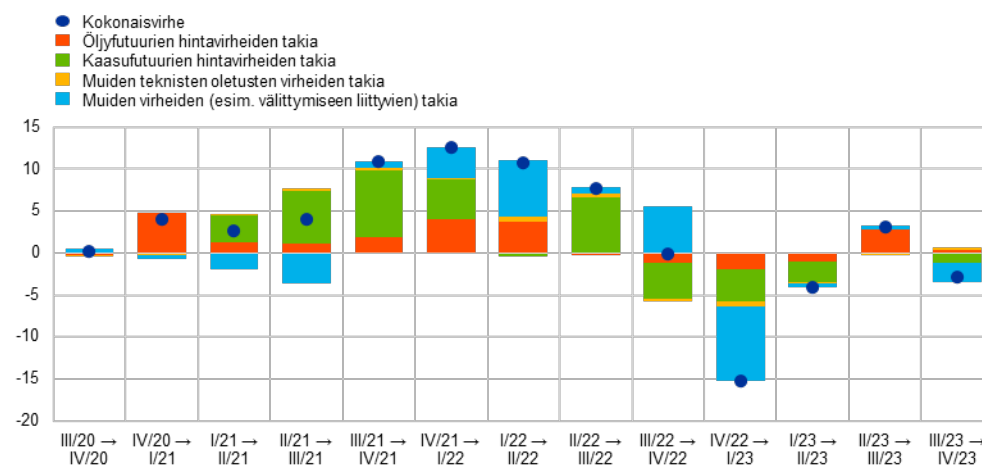
<sup>56</sup> Vuoden 2001 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen (eli koronaan asti) öljyn hintaoletojen selittämä osuus YKHI:n energiaerän inflaation ennustevirheistä oli noin 90 %; vuoden 2020 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 viimeiseen neljännekseen vastaava osuus oli enää noin 40 %.

vielä lisäsivät mittavat finanssipoliittiset toimet, joilla energian hintasokkien vaikutuksia pyrittiin rajoittamaan.<sup>57</sup> Se saattaa kertoa myös raaka-aineiden hintojen epälinearisesta välitymisestä kuluttajahintoihin, joka on saattanut olla kyseisellä jaksolla merkittävää.

#### Kuvio D

Eurojärjestelmän ja EKP:n asiantuntijoiden viimeaikaisten vuosineljänneksen pituisten YKHI:n energiaerän inflaatioennusteiden virheiden hajotelma

(prosenttiyksikköjä)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. "Kokonaisvirhe" tarkoittaa toteuman ja ennusteen erotusta. Hajotelma perustuu eurojärjestelmän kokonaistaloudellisista ennustemalleista johdettuihin päivitettyihin joustoihin vuoden 2023 lopulla.

#### Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation historiallinen hajotelma vahvistaa pandemianjälkeisten energian hintapiikkien välillisten vaikutusten voimakkaan kontribuution ja viittaa näiden poikkeuksellisen voimakkaiden sokkien välittymisen ainutlaatuisuuteen.

Ottaen huomioon ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation viimeaikaiset odottamattoman voimakkaat kiihtymiset EKP:n asiantuntijat ovat kehittäneet bayesilaisen rakenteellisen vektoriautoregressiomallin, jolla voidaan tunnistaa suuri joukko erilaisia kysyntä- ja tarjontasokkeja.<sup>58</sup> Tähän malliin perustuva historiallinen hajotelma osoittaa, että ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation voimakas kiihtyminen pandemian jälkeen johtui useiden sokkien yhteisvaikutuksesta (kuvio E). Suurin osa tästä johtui tarjontapuolen sokeista, erityisesti kaasun hinnan ennennäkemättömän voimakkaasta noususta ja globaalien toimitusketjujen häiriöistä. Samalla kuitenkin myös kysyntäsokeilla oli merkittävä vaikutus pandemianjälkeiseen hintakehitykseen, kun sekä kotimainen että globaali kysyntä elpyivät talouden avauduttua, joskin vasta vuodesta 2022 lähtien. EKP:n rahapolitiikkatoimien myötä kokonaiskysyntäsokkien vaikutus alkoi vaimentua vuonna 2023 inflaation hidastumisprosessia tukien. Kuten kuvio E osoittaa, se osa

<sup>57</sup> Ks. *Talouksatsauksen* 4/2022 artikkeli "Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices", *Talouksatsauksen* 1/2023 kehikko "Climate-related policies in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections for the euro area and the macroeconomic impact of green fiscal measures" ja *Talouksatsauksen* 1/2024 kehikko "Fiscal policy measures in response to the energy and inflation shock and climate change".

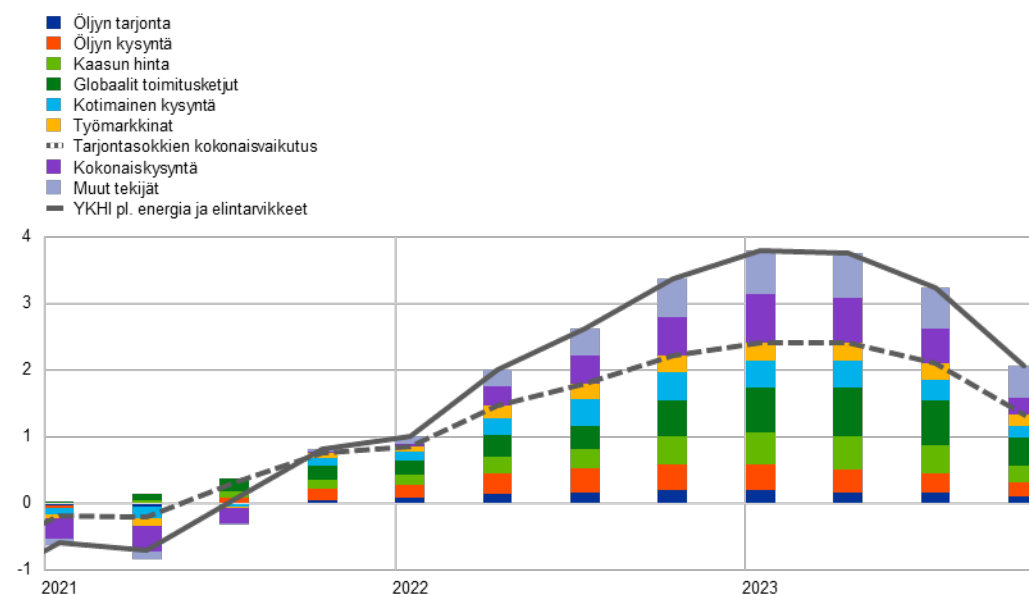
<sup>58</sup> Ks. M. Bańbura, E. Bobeica ja C. Martínez Hernández, "What drives core inflation? The role of supply shocks", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2875, 2023.

ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation kehityksestä, jota malli ei kykene selittämään ("muut tekijät"), kasvoi merkittävästi vuodesta 2022 alkaen. Tämä saattaa liittyä vuonna 2021 tapahtuneiden suurten sokkien epälineaariseen välittymiseen, jota ei pystytä kuvaamaan tavanomaisilla lineaarisilla malleilla. Tästä mallista saatu näyttö osoittaa globaalien toimitusketjujen ja kaasun hinnan tärkeyden euroalueen inflaation mallintamisessa ja ennustamisessa sekä vaihtoehtoisten mallinnustapojen pohtimisessa.

## Kuvio E

### YKHI pl. energia ja elintarvikkeet -inflaation mallipohjainen hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos; poikkeamat mallin implikoimasta keskiarvosta)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tässä kuviossa esitetään YKHI pl. energia ja elintarvikkeet -inflaation historiallisen hajotelman posteriorisen jakauman pistemääräinen keskiarvo bayesilaisen rakenteellisen vektoriautoregressiomallin (BVAR) perusteella siten, että sokit on tunnistettu etumerkki- ja nollarajoitteita käyttäen. Tuorein hajotelma on vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä.

**Vaikka ennustevirheet ovat nyt palautuneet normaalimmalle tasolle, asiantuntijat jatkavat ennustetyökalujensa kehittämistä ja laativat lisäanalyseja, jotka tuottavat lisätietoja ennusteita varten voimakkaan epävarmuuden aikoina.** Asiantuntijat pyrkivät pitämään ennustetyökalunsa ajan tasalla uusimpien menetelmien suhteen sekä laatimaan entistä monipuolisempia malleja. Tätä prosessia tukee säännöllinen tiedonvaihto eurojärjestelmän teknisissä foorumeissa ja yhteydenpito tiedeyhteisön kanssa. Yksi esimerkki tästä on edellä käsitelty aiempaa yksityiskohtaisempi kaasun hinnan ja globaalien kaasun toimitusketjujen mallinnus. Toinen esimerkki on sellaisten koneoppimismallien kehittäminen, joilla pyritään tunnistamaan joitakin edellä mainittuja epälinearisuuksia; eräs tällainen malli on otettu mukaan välineistöön, jota asiantuntijat käyttävät perusskenaarioiden säännöllisissä tarkastuksissa.<sup>59</sup> Asiantuntijat kehittävät edelleen myös työkaluja perusskenaarioon liittyvien riskien analysoimiseksi erilaisten herkkyysanalyysien ja vaihtoehtoskenaarioiden avulla.

<sup>59</sup> Ks. M. Lenza, I. Moutachaker ja J. Paredes, "Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach", EKP:n Working Paper -julkaisusarjan nro 2830, 2023.

Maaliskuusta 2023 lähtien asiantuntijoiden arviot on esitetty viuhkakaaviona, joka korostaa niihin liittyvää epävarmuutta erityisesti pidemmillä arviointijaksoilla.<sup>60</sup> Tämänkaltainen lisäanalyysi tarjoaa arvokasta lisätietoa EKP:n rahapoliittiseen päätöksentekoon täydentämällä ennusteiden perusskenaarioita ja muita asiantuntijoiden laatimia analyyseja.

---

<sup>60</sup> Ks. esim. kuvio 4 artikkelissa ”Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2024)”.

## 6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 1.11.2023–30.1.2024

Nikolaus Solonar ja María González da Silva

**Tässä kehikossa tarkastellaan likviditeettitilannetta ja eurojärjestelmän rahapoliittisia operaatioita vuoden 2023 seitsemännellä ja kahdeksannella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla.** Tarkastelujakso alkoi 1.11.2023 ja päättyi 30.1.2024.

**Ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueen pankkijärjestelmässä väheni edelleen tarkastelujakson aikana.** Väheneminen johtui pitempiäaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan kuudennen operaation (TLTRO III.6) erääntymisestä ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 20.12.2023 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista. Myös likviditeetin tarjonta väheni, mikä johtui omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistusten asteittaisesta pienenemisestä eurojärjestelmän lopetettua uudelleensijoitukset ohjelmassa heinäkuun 2023 alussa. Likviditeetin vähenemistä kuitenkin tasapainotti jonkin verran riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen jatkuva väheneminen, joka on jatkunut EKP:n negatiivisten ohjauksorkojen jakson päättymisestä asti eli heinäkuusta 2022 ja jonka tärkeimpänä syynä on valtioiden talletusten väheneminen.

### 6.1 Likviditeettitarpeet

**Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni 104,1 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 1 630,9 miljardia euroa.** Likviditeettitarpeen väheneminen johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen supistumisesta 102,3 miljardilla eurolla 1 467,7 miljardiin euroon (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Sen taustalla puolestaan oli likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen väheneminen ja likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvaminen. Vähimmäisvarantovelvoitteet vähenivät hieman eli 1,8 miljardia euroa 163,2 miljardiin euroon.

**Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät vähenivät tarkastelujakson aikana 67,1 miljardilla eurolla 2 653,5 miljardiin euroon pääasiassa valtioiden talletusten vähenemisen ja muiden riippumattomien tekijöiden vaikutuksen vähenemisen vuoksi.** Valtioiden talletukset (ks. taulukon A osa ”Velat”) vähenivät tarkastelujakson aikana keskimäärin 40,3 miljardilla eurolla 182,3 miljardiin euroon. Väheneminen kertoo siitä, että valtiokonttorien pitämien käteispuskureiden volyyymi on yleisesti normalisoitunut, kun varoja on entistä enemmän siirretty markkinoille. Syynä tähän olivat julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron muutokset ja se, että vuoden lopussa valtioiden talletukset ovat tyypillisesti pienemmät. Myös repomarkkinaehtojen normalisoituminen ja repokorkojen nouseminen euromääräisten markkinoiden lyhyttä korkoa (€STR) korkeammiksi vaikuttivat siihen, että markkinoille sijoittamisesta tuli taloudellisesti

edullisempi vaihtoehto kuin talletuksesta eurojärjestelmän tileille. Liikkeessä olevien setelien määrä väheni tarkastelujakson aikana 6,1 miljardilla eurolla 1 553,7 miljardiin euroon, mikä kuvastaa setelien hallussapidon jatkuvaa vähentymistä EKP:n negatiivisten ohjauskorkojen jakson päätyttyä heinäkuussa 2022.

**Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi 35,4 miljardia euroa ja oli 1 186,2 miljardia euroa (ks. taulukon A osa ”Varat”).<sup>61</sup>**

Euromääräiset nettosaamiset kasvoivat tarkastelujakson aikana 18,1 miljardilla eurolla. Kasvu johtui suurelta osin siitä, että euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle vähenivät edelleen. Tämä puolestaan kertoo eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden asiakkaiden kassanhallintastrategioiden muutoksesta eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden talletuskoron laskettua 1.5.2023. Valuuttamääräiset nettosaamiset kasvoivat 17,3 miljardilla eurolla, mikä johtui siitä, että jotkin kansalliset keskuspankit kohdensivat omia varojaan valuuttavarantoihin.

**Taulukko A**

**Eurojärjestelmän likviditeetti**

**Velat**

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.11.2023–30.1.2024						Edellinen tarkastelujakso: 2.8.–31.10.2023	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 1.11.–19.12.2023		Kahdeksas pitoajanjakso: 20.12.2023–30.1.2024		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
<b>Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät</b>	2 653,5	(-67,1)	2 656,2	(-47,1)	2 650,3	(-5,8)	2 720,6	(-83,0)
Liikkeessä olevat setelit	1 553,7	(-6,1)	1 551,1	(-3,6)	1 556,7	(+5,6)	1 559,8	(-5,5)
Valtioiden talletukset	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) <sup>1)</sup>	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset</b>	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteet<sup>2)</sup></b>	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
<b>Talletusmahdollisuus</b>	3 520,5	(-94,6)	3 548,8	(-28,6)	3 487,4	(-61,4)	3 615,1	(-300,3)
<b>Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot</b>	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.

<sup>61</sup> Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin artikkelissa ”EKP:n likviditeetin hallinta”, EKP:n kuukausikatsaus, toukokuu 2002.

## Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.11.2023–30.1.2024						Edellinen tarkastelujakso: 2.8.–31.10.2023	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 1.11.–19.12.2023		Kahdeksas pitoajanjakso: 20.12.2023–30.1.2024		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
<b>Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät</b>	1 186,2	(+35,4)	1 159,2	(-4,8)	1 217,7	(+58,4)	1 150,8	(+18,0)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(-10,5)
Euromääräiset nettosaamiset	241,4	(+18,1)	226,0	(-6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 091,0	(-127,3)	5 359,5	(-406,7)
Avomarkkinaoperaatiot	5 159,4	(-200,0)	5 218,2	(-73,2)	5 090,9	(-127,3)	5 359,4	(-406,7)
Huutokauppaoperaatiot	457,4	(-110,8)	503,2	(-20,4)	404,1	(-99,0)	568,2	(-329,3)
Perusrahoitusoperaatiot	7,6	(+0,8)	7,3	(-0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	4,4	(-3,8)	4,7	(-2,7)	4,0	(-0,7)	8,2	(+4,3)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	445,5	(-107,8)	491,2	(-16,8)	392,3	(-98,9)	553,3	(-334,2)
Suorat arvopaperisijoitukset <sup>1)</sup>	4 702,0	(-89,3)	4 715,0	(-53,0)	4 686,8	(-28,2)	4 791,2	(-77,3)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

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

## Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.11.2023–30.1.2024						Edellinen tarkastelujakso: 2.8.–31.10.2023	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 1.11.–19.12.2023		Kahdeksas pitoajanjakso: 20.12.2023–30.1.2024		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä <sup>1)</sup>	1 630,9	(-104,1)	1 661,2	(-42,9)	1 595,5	(-65,8)	1 735,0	(-101,3)
Riippumattomien tekijöiden nettovaikutus <sup>2)</sup>	1 467,7	(-102,3)	1 497,3	(-42,2)	1 433,1	(-64,2)	1 570,0	(-101,3)
Ylimääräinen likviditeetti <sup>3)</sup>	3 528,5	(-96,0)	3 556,9	(-30,5)	3 495,4	(-61,5)	3 624,5	(-305,3)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

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

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



## Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.11.2023–30.1.2024				Edellinen tarkastelujakso: 2.8.–31.10.2023			
	Seitsemäs pitoajanjakso: 1.11.– 19.12.2023		Kahdeksas pitoajanjakso: 20.12.2023– 30.1.2024		Viides pitoajanjakso		Kuudes pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
Maksuvalmiusluotto	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
Talletusmahdollisuus	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR-korko	3,903	(+0,002)	3,901	(-0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
RepoFunds Rate Euro -korko	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

Lähteet: EKP, CME Group ja Bloomberg.

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

## 6.2 Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

**Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 200 miljardilla eurolla ja oli 5 159,4 miljardia euroa (kuvio A).**

Vähentymisen johtuu sekä huutokauppaoperaatioissa tarjotun likviditeetin vähenemisestä ja rahapolitiikkaan liittyvien sijoitusten erääntymisestä.

**Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 110,8 miljardia euroa ja oli 457,4 miljardia euroa.** Taustalla oli ennen kaikkea avointen TLTRO III -operaatioiden luottojen väheneminen, joka johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan kuudennen operaation erääntymisestä (37,3 miljardia euroa) ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 20.12.2023 eli kahdeksannen pitoajanjakson alussa suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista (61,7 miljardia euroa). Samanaikaisesti avointen luottojen määrät tavanomaisissa eurojärjestelmän rahoitusoperaatioissa (perusrahoitusoperaatioissa ja kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa) vähenivät hieman. Vähentymisen johtuu pääasiassa siitä, että avointen luottojen määrä kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa laski keskimäärin 3,8 miljardia euroa vuoden 2023 viidenteen ja kuudenteen pitoajanjaksoon nähden. Perusrahoitusoperaatioiden osalta se pysyi jokseenkin ennallaan 7,6 miljardissa. Pankkien osallistuminen näihin operaatioihin oli vähäistä, ja ne pystyivät suorittamaan mittavia TLTRO-luottojen takaisinmaksuja turvautumatta säännöllisiin rahoitusoperaatioihin. Tämä kertoo siitä, että pankkien likviditeettiasema on vakaa ja että vaihtoehtoisia varainhankintalähteitä on saatavana taloudellisesti edullisin kustannuksin.

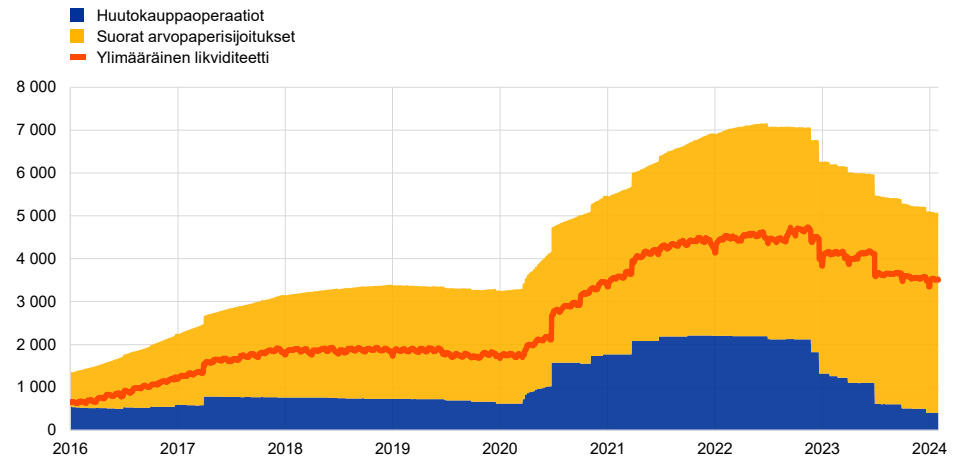
**Suorien arvopaperisijoitusten kautta luodun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 89,3 miljardia euroa.** Vähentymisen johtui siitä, että omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoitukset lopetettiin 1.7.2023 alkaen. Netto-ostot pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) päättyivät maaliskuun 2022 lopussa. Siitä alkaen eurojärjestelmä on sijoittanut tässä ohjelmassa

erääntymisen yhteydessä takaisin maksettavan pääoman täysimääräisesti uudelleen.<sup>62</sup> EKP:n neuvosto ilmoitti joulukuussa 2023, että takaisin maksettavan pääoman täysimääräiset uudelleensijoitukset lopetetaan kokonaan vuoden 2024 jälkipuoliskolla.

### Kuvio A

#### Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot 30.1.2024.

## 6.3 Ylimääräinen likviditeetti

**Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni 96 miljardia euroa ja oli tarkastelujaksolla 3 528,5 miljardia euroa (kuvio A).** Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien vähimmäisvarantovelvoitteensa täyttämiseksi tarvitseman likviditeetin välistä eroa. Ylimääräinen likviditeetti oli suurimmillaan marraskuussa 2022 (4 748 miljardia euroa), minkä jälkeen se on vähentynyt asteittain pääasiassa TLTRO III -operaatioissa suoritettujen ennaikaisten takaisinmaksujen ja erääntymisten vuoksi. Osasyynä oli myös uudelleensijoitusten lopettaminen omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) heinäkuusta 2023 alkaen.

<sup>62</sup> Osto-ohjelmissa hankitut omaisuuserät kirjataan jaksotetun hankintamenon perusteella ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

## 6.4 Korkokehitys

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

**Euromääräisten markkinoiden lyhyt €STR-korko pysyi tarkastelujaksolla jokseenkin muuttumattomana, ja sen tuottoero EKP:n ohjauskorkoihin nähden pysyi vakaana.** €STR-korko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,102 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko, mikä oli lähellä kaikkien vuoden 2023 pitoajanjaksojen keskiarvoa (0,099 prosenttiyksikköä). Ylimääräisen likviditeetin väheneminen ei siis toistaiseksi ole vaikuttanut €STR-korkoa nostavasti. €STR-koron lasku 0,018 prosenttiyksiköllä vuoden lopussa oli vain hieman suurempi kuin vuoden lopun vaikutus vuonna 2022 (-0,015 prosenttiyksikköä).

**Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko RepoFunds Rate Euro Index -indeksillä mitattuna pysytteli edelleen talletusmahdollisuuden koron tuntumassa vuodenvaihdetta lukuun ottamatta.** Repokorko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,073 prosenttiyksikköä alhaisempi kuin talletusmahdollisuuden korko. Vuoden 2023 lopussa repokorko laski 0,255 prosenttiyksikköä eli huomattavasti vähemmän kuin edellisvuoden lopussa (0,268 prosenttiyksikköä). Se kertoo repomarkkinoiden toiminnan vakaudesta, jonka taustalla oli useita tekijöitä, kuten vuoden alusta jatkunut nettoemissioiden kasvu, TLTRO-operaatioiden vakuudeksi toimitettujen omaisuuserien vapautuminen takaisinmaksujen yhteydessä, muutos markkinaosapuolten sijoituskäytöksissä, jonka seurauksena arvopapereiden kysyntä repomarkkinoilla väheni, sekä omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen arvopapereiden volyymin väheneminen.

Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz ja Sara Testi

**EKP seuraa euron kansainvälisen roolin kehitystä ja julkaisee siitä tietoja säännöllisesti.** EKP:n tuorein (kesäkuussa 2023 julkaistu) raportti aiheesta osoitti, että euron kansainvälisessä roolissa ei vuonna 2022 tapahtunut merkittävää muutosta vuoteen 2021 verrattuna. Euron osuus kaikesta kansainvälisestä valuuttojen käytöstä oli eri indikaattoreilla tarkasteltuna keskimäärin lähes 20 %, kuten edellisenäkin vuonna.<sup>63</sup> Raportin mukaan euro toimi edelleen tärkeässä asemassa kansainvälisessä valuuttajärjestelmässä. Useissa markkinasegmenteissä, kuten virallisissa valuuttavarannoissa ja kansainvälisten joukkolainojen emissioissa, se pysyi toiseksi merkittävämpänä valuuttana.

**Maksutkin voivat kertoa valuutan maailmanlaajuisesta käytöstä.** Tällainen indikaattori voidaan laskea tietyssä valuutassa tehtyjen pankkien keskinäisten rajat ylittävien maksujen arvona suhteessa kaikkiin pankkien keskinäisiin maksuihin kaikissa valuutoissa.<sup>64</sup> Pankkien keskinäisiä maksuja voidaan käsitellä eri mekanismeilla, kuten monenvälisillä järjestelyillä (eli maksujärjestelmillä), kahdenvälisillä järjestelyillä (eli kirjeenvaihtajapankkien käytöllä) tai näiden kahden yhdistelmällä.<sup>65</sup> Nämä maksut toteutetaan tyypillisesti Swift-verkostossa vaihdettavilla standardimuotoisilla sanomilla.<sup>66</sup>

**Monet maksujärjestelmät maailmassa (mukaan lukien suuria maksuja välittävät euron maksujärjestelmät, kuten T2) käyttävät Swiftiä viestintään osallistujensa kanssa.**<sup>67</sup> Edeltäjänsä TARGET2:n tavoin myös T2 on eurojärjestelmän reaaliaikainen euromääräisten maksujen bruttomaksujärjestelmä, joka käsittelee ja selvittää keskuspankkirahassa tapahtuvia maksuja. Vuonna 2023 sen osuus kaikista suurten maksujen järjestelmissä selvitetystä euromääräisistä maksuista oli arvolla mitaten 92 % ja volyymillä mitaten 70 %. T2-järjestelmän maksuliikenne on siten keskeinen määrittävä tekijä suurten maksujen järjestelmissä käsiteltävien euromääräisten maksujen kokonaisarvossa, ja näin se muodostaa myös merkittävän osan Swift-verkostossa vaihdettujen ja kirjattujen euromääräisten maksusanomien kokonaisarvosta.

**Maaliskuun 2023 jälkeen euron osuus Swiftin maksusanomista yhteensä pieneni arvolla mitaten.** Swift julkaisee maailmanlaajuisesti eniten käytetyistä valuutoista (joiden joukkoon myös euro kuuluu) kuukausittaista indikaattoria, jossa näkyy kunkin valuutan käyttö globaaleissa maksuissa rahoituslaitosten Swift-

<sup>63</sup> Ks. "[The international role of the euro](#)", EKP, 2023.

<sup>64</sup> Koko tässä kehikossa ilmaus "pankkien keskinäiset maksut" sisältää sekä asiakasmaksut (eli maksut, jotka pankit suorittavat asiakkaidensa puolesta) että varsinaiset pankkienväliset maksut (eli pankkien omassa liiketoiminnassaan suorittamat maksut).

<sup>65</sup> Kirjeenvaihtajapankkijärjestelyissä vireille saatetut maksut voidaan selvittää kahdenvälisesti pankkien kesken tai kanavoidsa maksujärjestelmien kautta. Ks. "[Eleventh survey on correspondent banking in euro](#)", EKP, 2020.

<sup>66</sup> Swift on maailmanlaajuisesti johtava rahoitusalan sanomanvälityspalvelujen tarjoaja, jonka asiakkaina on yli 11 000 rahoituslaitosta kaikkialla maailmassa. Swift mahdollistaa standardoidun, turvallisen ja tehokkaan viestinnän.

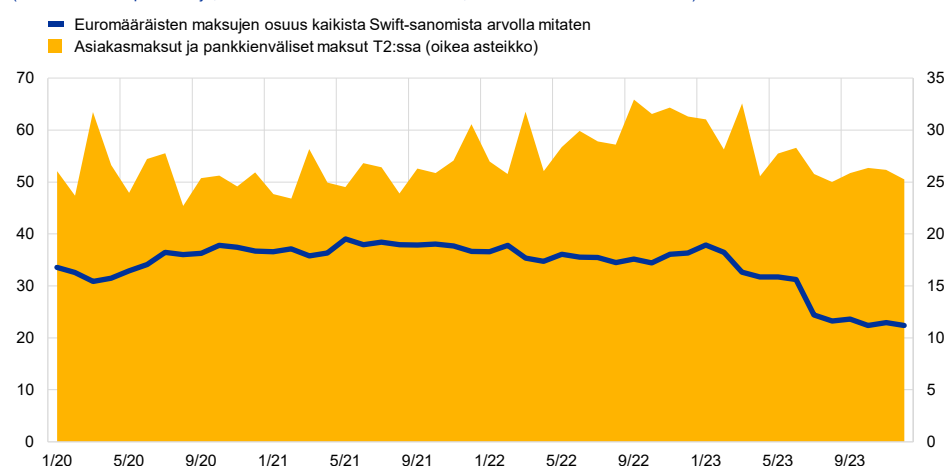
<sup>67</sup> T2 käyttää verkkopalveluntarjoajina sekä Swiftiä että Nexiä.

verkostossa lähettämien maksusanomien arvolla mitaten.<sup>68</sup> Tämän Swift-indikaattorin mukaan Swiftin välityksellä vaihdetut euromääräiset maksusanomat muodostivat keskimäärin 36,0 % kaikista sanomista kaikissa valuutoissa tammikuusta 2020 helmikuuhun 2023 (kuvio A), mutta niiden osuus laski 32,6 prosenttiin maaliskuussa 2023 ja 31,7 prosenttiin huhtikuussa 2023. Vuoden 2023 viimeiseen neljännekseen mennessä euron osuus oli vakautunut alhaisemmalle tasolle ja oli keskimäärin 22,6 %.<sup>69</sup>

### Kuvio A

#### Euron osuus kaikista Swiftin välityksellä käsitellyistä maksuista arvolla mitaten sekä T2-järjestelmän maksuliikenne

(Vasen asteikko: prosentteja; oikea asteikko: tuhatta mrd. euroa; kuukausitason kokonaismäärät)



Lähteet: Swift, TARGET2, T2 ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat tiedot ovat joulukuulta 2023. Swift-indikaattorissa ovat mukana Swiftissä reaaliaikaisesti vaihdetut ja toimitetut sanomat MT103- ja MT202-sanomatyypin perusteella (ensin mainittua käytetään asiakasmaksuissa ja jälkimmäistä pankkienvälisissä maksuissa). T2:n tilastoja saatetaan joutua tarkistamaan yhdistetyn T2-T2S-alustan käyttöönoton aiheuttamien metodologisten muutosten vuoksi.

**Euron osuus kaikista Swiftissä vaihdetuista maksusanomista näyttää supistuneen samaan aikaan, kun Euroopassa tapahtui suurimittainen infrastruktuurimuutos ja siirryttiin uuteen Swift-sanomastandardiin.** Maaliskuun 20. päivänä 2023 eurojärjestelmä otti käyttöön yhdistetyn T2-T2S-alustansa: euron uuden keskuspankkien operoiman infrastruktuurin, joka toimii euron selkärankana. Uusi alusta on tehostanut likviditeetin hallintaa ja maksukäytäntöjä, ja osallistujat ovat voineet sen ansiosta rationalisoida maksutoimintaansa.<sup>70</sup> Samaan aikaan euroalueen rahoituslaitokset siirtyivät myös Swift-verkoston aikaisemmasta sanomastandardista (MT) uuteen ISO 20022 -sanomastandardiin (pacs). Tämä siirtymä tukee entistä laajempaa yhteentoimivuutta, automaattista maksujen käsittelyä ja rahoitustietojen yksityiskohtaisempaa luokittelua.

#### Molemmat muutokset vaikuttivat Swiftin välityksellä vaihdettuihin euromääräisiin maksusanomiin, joten muotoin samanlaisten edellytysten

<sup>68</sup> Tämä indikaattori (joka perustuu kaikkien Swiftin välityksellä vaihdettujen maksusanomien alaryhmään) sisältyy Swiftin kuukausittaiseen [RMB Tracker](#) -julkaisuun.

<sup>69</sup> Vuoden 2023 maalisi-, huhti-, touko- ja kesäkuun tiedot eivät sisällä jälkikäitekorjausta, jonka Swift teki heinäkuussa 2023 ja josta se ilmoitti toimintatiedotteessaan.

<sup>70</sup> Ks. [EKP:n lehdistötiedote 21.3.2023](#). Tässä kehikossa esitetyssä analyysissä käytetään 20.3.2023 alkaen saatavilla olleita T2:n tietoja ja sitä edeltävältä ajalta TARGET2:n tietoja.

**vallitessa ne vaikuttivat myös euron osuuteen kaikista Swiftin välityksellä käsitellyistä sanomista.** Yhdistetyn T2-T2S-alustan ja uuden sanomastandardin myötä euromaksujen toteutuksen ja euromääräisen likviditeetin hallinnan tavat ovat muuttuneet, ja tällä on ollut erityisen voimakas vaikutus pankkien sisäisten ja pankkienvälisen virtojen likviditeetin hallintaan. Eräät uuden standardin mukaisilla sanomilla toteutetut maksutapahtumat, jotka ovat tyypillisesti arvoltaan suuria, jäävät nimittäin pois Swift-indikaattorin laskelmista, ja juuri tämän vuoksi indikaattori laski maaliskuun 2023 jälkeen.<sup>71</sup>

**Tämä tekninen selitys sille, että euron osuus kaikista Swiftin välityksellä käsitellyistä maksusanomista on supistunut, saa vahvistusta pankkien keskinäisten T2-alustassa selvitettyjen euromääräisten maksujen arvon kehityksestä, jonka dynamiikka on toisenlainen (kuvio A).** T2:ssa selvitettyjen euromääräisten asiakasmaksujen ja pankkienvälisen maksujen kuukausittainen keskimääräinen arvo kasvoi vuonna 2023 yli 27 300 miljardiin euroon, kun se vuonna 2020 oli TARGET2-järjestelmässä 25 900 miljardia euroa. Lisäksi kyseiset arvot reagoivat vain lievästi -- eivätkä kokonaisella tasomuutoksella -- maaliskuussa 2023 käyttöön otettuihin uusiin likviditeetin hallinnan järjestelyihin. Samanlainen suuntaus näkyy T2:ssa käsiteltyjen asiakasmaksujen ja pankkienvälisen maksujen keskimääräisessä kuukausivolyymissa, joka kasvoi 7,8 miljoonaan maksutapahtumaan vuonna 2023 (kun maksutapahtumia vuonna 2020 oli TARGET2-järjestelmässä 6,3 miljoonaa).<sup>72</sup>

**Toisena indikaattorina euron roolille globaalina valuuttana on se osuus T2:n euromääräisistä maksuista (arvolla mitaten), jossa maksutoimeksiannon antava pankki ja/tai vastaanottajapankki sijaitsevat euroalueen ulkopuolella.** Edeltäjänsä TARGET2:n tavoin myös T2 mahdollistaa kaikkialla maailmassa toimiville pankeille euromääräisten rajat ylittävien maksujen suorittamisen. Yleensä euroalueen ulkopuolelle sijoittautuneet pankit turvautuvat tätä varten kirjeenvaihtajapankkeihin, joilla on suora pääsy euroalueen maksujärjestelmiin.<sup>73</sup>

**Tässä T2:n globaalien euromääräisten maksujen indikaattorissa ei näkynyt pudotusta maaliskuun 2023 jälkeen, mikä vahvistaa sen, että ne euromääräiset maksut, joissa vähintään yksi pankeista sijaitsee euroalueen ulkopuolella, ovat pysyneet vakaina.** Näiden T2:n globaalien asiakasmaksujen ja pankkienvälisen maksujen kuukausiarvo oli keskimäärin 11 600 miljardia euroa maaliskuusta joulukuuhun 2023, mikä noudatteli aiempien vuosien kehitystä. Näiden maksujen osuus kaikista pankkien keskinäisistä maksuista T2:ssa oli kyseisenä aikana 43,0 %, eikä siinä näkynyt merkkejä supistumisesta maaliskuun 2023 jälkeen (kuvio B).

<sup>71</sup> Ennen ISO 20022 -sanomastandardiin siirtymistä pankkienväliset maksut lähetettiin MT202-sanomina ja asiakkaiden puolesta suoritettavat maksut taas MT103-sanomina. Nyt ensin mainitut lähetetään pacs.009-sanomina ja jälkimmäiset pacs.008-sanomina. ISO 20022 -standardiin siirryttäessä lisäksi vähintään osa likviditeettisiirtoihin, käteisvarojen hallintaan ja raportointiin liittyvistä MT-sanomista on muuttunut camt-sanomiksi. Swift-indikaattori sisältää vain MT202- ja Mt103-sanomat ja niitä vastaavat pacs-sanomat, mutta ei camt-sanomia.

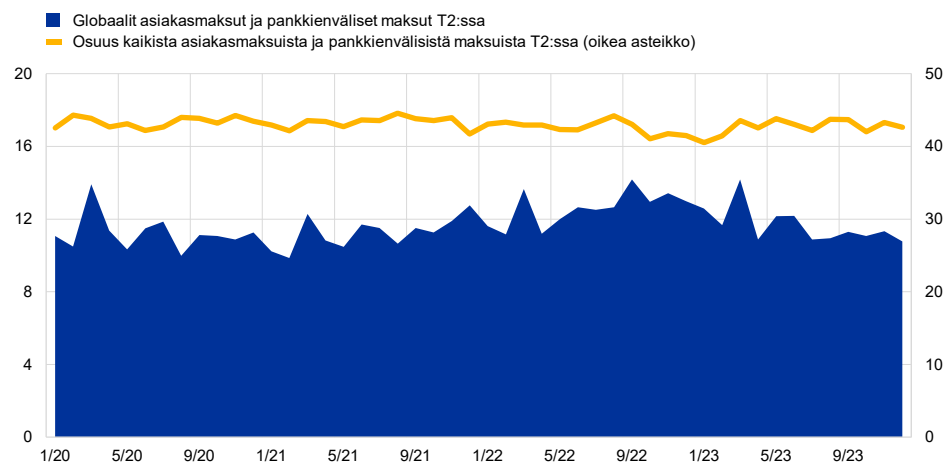
<sup>72</sup> Ks. myös [TARGET-palveluissa selvitetyn maksuliikenteen](#) tilastot.

<sup>73</sup> Nämä maksut selvitetään T2-alustaan välittömästi osallistuvan pankin tilillä. Ks. ”[Eleventh survey on correspondent banking in euro](#)”, EKP, 2020.

## Kuvio B

### Globaalit asiakasmaksut ja pankkienväliset maksut T2:ssa

(vasen asteikko: tuhatta mrd. euroa; oikea asteikko: prosentteja; kuukausitason kokonaismäärät)



Lähteet: TARGET2, T2 ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat tiedot ovat joulukuulta 2023. "Globaaleja" maksuja ovat maksut, joissa toimeksiannon antava pankki ja/tai vastaanottajapankki sijaitsevat euroalueen ulkopuolella. T2:n tilastoja saatetaan joutua tarkistamaan yhdistetyn T2-T2S-alustan käyttöönoton aiheuttamien metodologisten muutosten vuoksi.

**Näin ollen se, että euron osuus kaikista Swiftissä välitetyistä sanomista näyttää supistuneen maaliskuun 2023 jälkeen, ei johdu T2:n välityksellä suoritettujen maksujen arvon pienenemisestä eikä T2:n globaalien ulottuvuuden supistumisesta.** Euron rahoitusmarkkinainfrastruktuurin

selkärankana toimiva T2 edustaa edelleen huomattavaa osaa kaikista Swiftin välityksellä käsitellyistä euromaksuista arvolla mitaten. Se, että euromääräisten maksujen osuus kaikista Swift-sanomista arvolla mitaten on supistunut, näyttää sen sijaan liittyvän yhdistetyn T2-T2S-alustan käyttöönottoon ja markkinoiden siirtymiseen uuteen ISO 20022 -sanomastandardiin. Tämä on aiheuttanut muutoksia pankkien likviditeetin hallinnan käytäntöihin ja käytettäviin sanomatyypeihin siten, että osa maksuista ei enää sisälly Swift-indikaattoriin. Yksittäisten maksuliikenteeseen perustuvien indikaattorien tulkinnassa on siis noudatettava varovaisuutta, kun seurataan euron globaalien roolin kehitystä.

Sara Skjeggstad Meyer ja Carolin Nerlich

*EKP julkaisi 30.1.2024 ilmasto- ja luontosuunnitelmansa vuosille 2024–2025. Suunnitelmassa nimetään kolme uutta painopistealuetta, jotka ohjaavat EKP:n ilmastotoimia lähimpien kahden vuoden aikana. Tässä kehikossa valotetaan taloudellisia perusteita EKP:n päätökselle edistää toimia näillä kolmella alueella.*<sup>74</sup>

**Ilmastonmuutos vaikuttaa euroalueen talouteen yhä voimakkaammin.** Maailma on kaukana vuoden 2015 Pariisin sopimuksen ilmastotavoitteiden saavuttamisesta.<sup>75</sup> Vuosi 2023 oli mittaushistorian kuumin, ja useat äärimmäiset sääilmiöt aiheuttivat taloudellisia vahinkoja Euroopassa ja ympäri maailmaa. Samaan aikaan luonnon monimuotoisuuden kiihtyvä hupeneminen ja elinympäristöjen tilan heikkeneminen pahentavat nopeasti kehittyvää luontokriisiä, mikä johtuu osittain ilmaston ja luonnon erottamattomista yhteyksistä. Ilmastonmuutos ja siihen liittyvä tarve edistää vihreää siirtymää vaikuttavat talouteen ja rahoitusjärjestelmään yhä enemmän. Tällä saattaa olla seurauksia hintavakaudelle, rahoitusvakaudelle ja rahapolitiikan välittymiselle. Ilmastonmuutos vaikuttaa myös eurojärjestelmän taseen omaisuuserien arvoon ja riskiprofiiliin. EKP:n on olennaisen tärkeää ottaa nämä vaikutukset huomioon, jotta sen ensisijainen tavoite eli hintavakaus saavutettaisiin.

**EKP on vuodesta 2021 asti sitoutunut sisällyttämään ilmastonmuutosnäkökohdat toimintaansa yhä laajemmassa määrin.**

Rahapolitiikan strategiansa uudelleenarvioinnin jälkeen EKP julkisti vuonna 2021 ensimmäisen ilmastonmuutokseen liittyvän toimintasuunnitelmansa, jossa se sitoutui sisällyttämään ilmastonmuutosnäkökohdat toimintaansa rahapolitiikan täytäntöönpanon, makrotaloudellisen analyysin ja tilastoinnin osa-alueilla.<sup>76</sup> Vuonna 2022 suunnitelmaa laajennettiin kattamaan ilmastotoimet muillakin pankin toiminnan osa-alueilla, mukaan lukien rahoitusvakaus ja pankkivalvonta.<sup>77</sup> Tehtyään perusteellisen kartoituksen ilmastotoimistaan EKP julkaisi tammikuussa 2024 päivitetyn suunnitelman vuosille 2024–2025. Suunnitelmassa sitoudutaan nyt ensimmäistä kertaa analysoimaan luontoon liittyviä kysymyksiä. Siinä nimetään kolme painopistealuetta, jotka ohjaavat EKP:n ilmastoalan toimia kahden seuraavan vuoden aikana (taulukko A).

<sup>74</sup> Ks. [EKP:n ilmasto- ja luontosuunnitelma vuosille 2024–2025](#) (englanniksi).

<sup>75</sup> Vuonna 2015 allekirjoitetussa Pariisin sopimuksessa maat sitoutuivat omalta osaltaan rajoittamaan maailman keskilämpötilan nousun selvästi alle 2 celsiusasteeseen esiteollisen ajan tasoon verrattuna ja pyrkimään siihen, että lämpötilan nousu rajoittuisi 1,5 asteeseen. Sopimuksessa Eurooppa sitoutui vähentämään nettomääräiset hiilidioksidipäästönsä vuoteen 2050 mennessä nollassa tasolla ja supistamaan niitä vuoteen 2030 mennessä 55 prosentilla vuoden 1990 tasoon nähden. Vuoden 2030 tavoitteen saavuttamiseksi Euroopan unioni sopi vihreän kehityksen ohjelmasta (Green Deal) ja ilmastonmuutoksen torjuntapakettista, joka tunnetaan myös 55-valmiuspakettina. Näistä ponnistuksista huolimatta tämänhetkiset kansalliset ilmastotavoitteet johtavat ilmaston lämpenemiseen arviolta 2,9 asteella, ks. Yhdistyneiden kansakuntien ympäristöohjelman raportti "[Emissions Gap Report 2023](#)", marraskuu 2023.




<sup>76</sup> Ks. EKP:n lehdistötiedote "EKP:n suunnitelma ilmastonäkökohtien sisällyttämiseksi rahapolitiikan strategiaan", 8.7.2021.

<sup>77</sup> Ks. [Ilmastonmuutokseen liittyvä toimintasuunnitelma EKP:ssä](#), EKP, 4.7.2022.



## Taulukko A

### EKP:n vuosien 2024–2025 ilmasto- ja luontosuunnitelman painopistealueet

Kolme painopistealuetta		Mitä aiomme tehdä
	1. Vihreän siirtymän tukeminen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arvioimme tarvetta vihreisiin investointeihin ja niiden rahoitusta.</li> <li>• Analysoimme siirtymän rakenteellisia seurauksia.</li> <li>• Analysoimme siirtymän rahoituksen ja siirtymäriskien vaikutuksia rahapolitiikan välittymismekanismiin.</li> <li>• Edistämme makrotaloudellista mallinnuskehikkoa, jonka painopiste on ilmastonäkökohdissa.</li> </ul>
	2. Ilmastonmuutoksen kasvavien fyysisten vaikutusten huomioon ottaminen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lisäämme edelleen ilmastomuutosnäkökohtien sisällyttämistä ilmastoskenaarioihin ja makrotaloudellisissa ennusteissa käytettävään analyysiperustaan.</li> <li>• Tutkimme ilmastosopeutumisen vaikutuksia, mukaan lukien vakuutusurvan vaje.</li> <li>• Parannamme tietojen saatavuutta fyysisten riskien analysoinnin tueksi.</li> </ul>
	3. Luontoon liittyvien riskien tutkimuksen edistäminen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tutkimme laajemmin luontokadon ja luonnon tilan heikkenemisen taloudellisia ja rahoituskellisia vaikutuksia.</li> </ul>

Lähde: EKP.

**Ensimmäisessä painopistealueessa esillä ovat vihreään talouteen siirtymisen hallinnan haasteet.** Vuoden 2050 nollapäästötavoitteeseen pääsemiseksi Euroopan on vuoteen 2030 asti toteutettava erityisiä politiikkatoimia, joilla kannustetaan siirtymään energiatehokkaiisiin tuotantoprosesseihin ja kulutusmalleihin sekä korvaamaan fossiiliset polttoaineet uusiutuvilla energianlähteillä.<sup>78</sup> Tästä seuraa euroalueen taloudelle perusteellisia rakenteellisia muutoksia, jotka vaikuttavat työllisyyteen ja osaamisvaatimuksiin. Tuloksena voivat olla pääoman uudelleenkohdennukset, joiden pitkän aikavälin vaikutukset potentiaaliseen kasvuun voivat olla monensuuntaisia.<sup>79</sup> Vihreä siirtymä vaikuttaa ulkomaankaupan ja pääoman virtoihin euroalueen taloudessa ja aiheuttaa riskejä sen ulkoiselle kilpailukyvyille. Euroalue saattaa myös tulla alttiimmaksi toimitusketjuriskeille ja vihreään siirtymään tarvittavien kriittisten mineraalien toimituskatkoksi. On tärkeää, että EKP perehtyy perusteellisesti näihin rakenteellisiin muutoksiin ja haasteisiin sekä siihen, miten ne saattavat vaikuttaa euroalueen talousnäkyymiin. Sitä varten makrotaloudellisia malleja on mukautettava vastaavasti.

**Vihreät investoinnit, tekniset innovaatiot ja vihreä rahoitus ovat avaintekijöitä siirryttäessä kohti vähähiilistä taloutta.** Eri laitosten arviot siitä, kuinka paljon vihreitä investointeja ilmastotavoitteiden saavuttamiseen tarvitaan, vaihtelevat laajalti. Esimerkiksi Euroopan komission mukaan siirtymä vaatii 620 miljardin euron vuotuisia lisäinvestointeja vuoteen 2030 asti, jotta EU saavuttaisi 55 prosentin päästövähennystavoitteensa.<sup>80</sup> EKP tarkastelee saatavilla olevia eri arvioita tarkemmin saadakseen paremman käsityksen niiden taustaoletuksista ja -tekijöistä, mukaan lukien ilmastopolitiikan rooli. Tarkasteluun tulevat ne puite-edellytykset, joita

<sup>78</sup> Yleiskatsaus tähän on *Talouksatsauksen* 1/2024 kehikossa ”[Assessing the macroeconomic effects of climate change transition policies](#)”.

<sup>79</sup> Ks. *Talouksatsauksen* 6/2023 artikkeli ”[How climate change affects potential output](#)”.

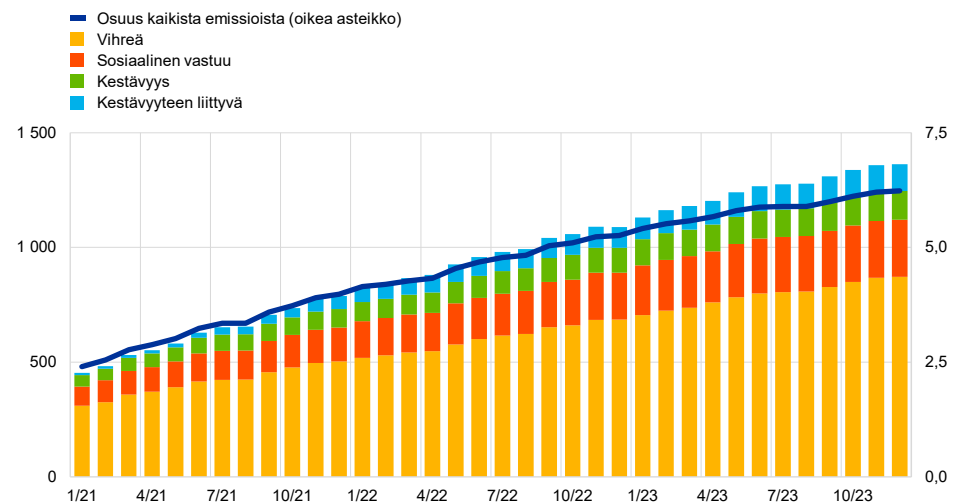
<sup>80</sup> Ks. Euroopan komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle 6.7.2023, ”[Kestävyys ja hyvinvointi Euroopan avoimen strategisen riippumattomuuden ytimessä](#)”.

vaaditaan tarvittavien investointien helpottamiseksi, mukaan lukien tarve edistää sellaista ympäristöä, joka tuottaa vahvoja valmiuksia tutkimus- ja kehitystyöhön ja innovaatioihin, sekä riskinottoon kannustavaa markkinainfrastruktuuria. Vihreiden investointitarpeiden rahoituspuolta tutkitaan tarkasti. Vaikka vihreissä rahoitusinstrumenteissa on viime vuosina tapahtunut voimakasta kasvua, ne muodostavat edelleen vain pienen osuuden kaikista euroalueella liikkeeseen lasketuista velkapapereista (kuvio A). EKP analysoi erityisesti sitä, kohtaako rahoituksen tarjonta kysynnän, millaisia luotonantokriteereitä yrityksille on tarjolla vihreisiin investointihankkeisiin ja millä keinoin julkinen sektori voi aktivoida lisää yksityistä rahoitusta, mukaan lukien julkistamisvaatimusten parantaminen. Kaikilla näillä kysymyksillä on merkitystä rahapolitiikan ja sen välitysmekanismien kannalta.

## Kuvio A

### Kestävien velkapapereiden liikkeeseenlasku euroalueella

(vasen asteikko: mrd. euroa, kannan määrät nimellisarvolla mitaten; oikea asteikko: prosentteja kaikista euroalueella liikkeeseen lasketuista velkapapereista)



Lähteet: keskitetty arvopaperitietokanta ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään ympäristö- ja sosiaalista vastuuta sekä hyvää hallintotapaa koskevien velkapapereiden liikkeeseenlasku euroalueella kaikilla varmuustasoilla. "Osuus kaikista emissioista" viittaa kaikkien kestävien velkapapereiden määrään osuutena kaikista euroalueella liikkeeseen lasketuista velkapapereista.

## Toinen painopistealue koskee ilmastonmuutoksen kasvavia fyysisiä

**vaikutuksia.** Äärimmäiset sääilmiöt ovat yleistymässä, ja niiden kustannukset tulevat yhä selvemmin esiin.<sup>81</sup> Yhdessä sääolojen muutosten kanssa ne vaikuttavat makrotalouteen ja rahoitusalaan eri kanavien kautta. Ilmastossa tapahtuvat muutokset vaikuttavat erityisesti maatalouteen ja matkailuun sekä elintarvikehintojen kautta vähittäiskauppaan ja ravintola-alaan. Kesän 2022 helleaallon jälkeen elintarvikkeiden hintainflaation arvioidaan Euroopassa kiihtyneen vuotta myöhemmin 0,67 prosenttiyksiköllä.<sup>82</sup> Maailmanlaajuisella ilmaston lämpenemisellä on havaittu olevan elintarvikkeiden hintoihin epälineaarisia vaikutuksia, jotka aiheuttavat jatkossa riskejä inflaatiokehityksen kiihtymisestä. Empiirisissä analyyseissä on todettu, että

<sup>81</sup> Ks. N. S. Diffenbaugh, "Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events", *Science Advances*, vol. 6 (12), nro 2368, 2020.

<sup>82</sup> Ks. M. Kotz, F. Kuik, E. Lis ja C. Nickel, "The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarja, nro 2821, 2023.

lämpötilan noustessa yli tiettyjen kynnyksarvojen työn tuottavuus ja talouskasvu heikkenevät.<sup>83</sup> EKP:n on välttämätöntä tarkentaa arviotaan siitä, miten muuttuva ilmasto vaikuttaa inflaatioon ja talouteen. Tämä edellyttää paitsi laadukkaiden tietojen saamista käyttöön myös lisätutkimusta siitä, miten ilmastonmuutoksen fyysiset vaikutukset voidaan sisällyttää ilmastokenaarioihin ja makrotaloudellisissa arvioissa käytettävään analyysiperustaan.

### **Sopeutumisen rahoituksesta tulee merkittävä uusi tutkimusala.**

Ilmastonmuutoksen fyysisten vaikutusten kustannukset aiheuttavat riskejä rahoitusosalalle ja julkiselle taloudelle, mutta silti vain neljännes ilmastotekijöihin liittyvistä katastrofaalisista vahingoista on vakuutettu.<sup>84</sup> Fyysisten ilmastoriskien rajoittamiseen tähtäävät sopeutumisinvestoinnit ohjaavat kuitenkin resursseja pois tuottavammista investointimahdollisuuksista.<sup>85</sup> EKP tutkii ilmastosopeutumistoimien taloudellisia ja rahoituksellisia seurauksia ja niihin liittyviä rahoitustarpeita, jotka on täytettävä, jotta talous kestäisi muuttuvan ilmaston haasteet paremmin.

**Kolmannessa painopistealueessa tutkitaan luontoon liittyviä riskejä.** On yhä enemmän todisteita siitä, että ilmastonmuutoksella on haittavaikutuksia luonnolle, ja luonnon tilan heikkeneminen intensiivisen maankäytön, saastumisen ja luonnonvarojen liikakäytön vuoksi voimistaa puolestaan ilmastokriisiä. Luonnon tilan heikkeneminen vähentää sen kapasiteettia hiilen sitomiseen ja varastointiin ja huonontaa maaperän kykyä kestää äärimmäisten sääilmiöiden ja muuttuvan ilmaston vaikutuksia. Euroopassa jo yli 80 % elinympäristöistä on huonossa kunnossa.<sup>86</sup> Luontokato aiheuttaa vakavia riskejä ihmiskunnalle, sillä se uhkaa elintärkeitä toimintoja, kuten ruoan ja lääkkeiden tuotantoa.

### **Luonnon tilan heikkeneminen vahingoittaa taloutta ja aiheuttaa**

**rahoitusriskejä.** Yritysten rahoituksensaantia koskevan kyselyn (SAFE) mukaan 48 % euroalueen yrityksistä on hyvin huolissaan ympäristön tilan heikkenemisen vaikutuksista omaan liiketoimintaansa.<sup>87</sup> Tulos on samansuuntainen tuoreiden tutkimusten kanssa, joiden mukaan 72 % euroalueen muista yrityksistä kuin rahoituslaitoksista on voimakkaasti riippuvaisia vähintään yhdestä ekosysteemipalvelusta, kuten terveestä maaperästä, puhtaasta vedestä ja suojasta tulvia vastaan. Koska nämä yritykset edustavat 75:ttä prosenttia euroalueen pankkien yritysainavastuista, pankkien alttius luontoon liittyville riskeille on ilmeinen (kuvio B). EKP ryhtyy tutkimaan luonto- ja lajikadon vaikutuksia talouteen, niiden vuorovaikutusta ilmastonmuutoksen kanssa ja niiden mahdollisia vaikutuksia EKP:n tehtävän kannalta merkityksellisiin makrotaloudellisiin muuttujiin.

<sup>83</sup> Ks. Esim. ["Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective"](#), *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, tammikuu 2022, s. 33.

<sup>84</sup> Ks. EIOPA–EKP, ["Policy options to reduce the climate insurance protection gap"](#), *Discussion Paper*, huhtikuu 2023.

<sup>85</sup> Ks. ["The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy"](#), EKP:n blogi, 18.12.2023.

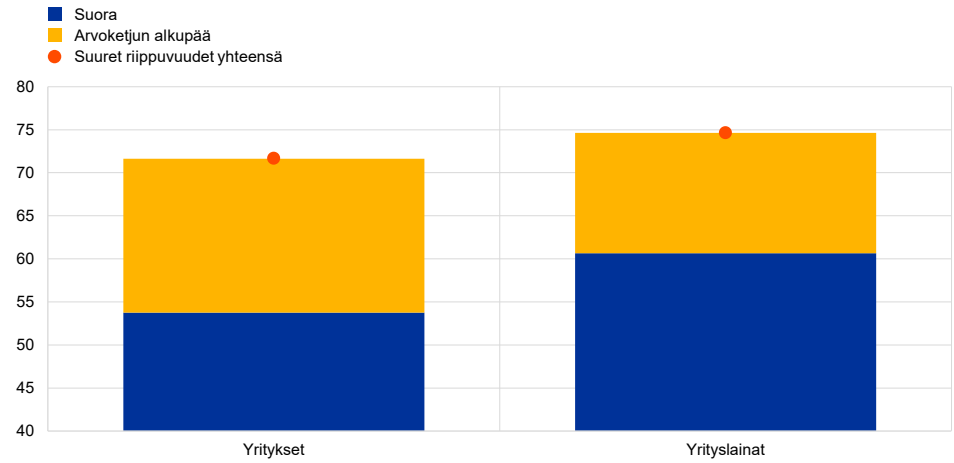
<sup>86</sup> Ks. Euroopan ympäristökeskus, ["Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive"](#), 18.11.2011.

<sup>87</sup> Ks. [Talouskatsauksen 6/2023](#) kehikko ["Ilmastonmuutos ja euroalueen yritysten vihreät investoinnit ja rahoitus – SAFE-kyselyn tuloksia"](#).

## Kuvio B

### Euroalueen yritysten ja lainasalkkujen riippuvuudet ekosysteemipalveluista

(prosentteja)



Lähteet: ENCORE-, EXIOBASE- ja AnaCredit-tietokannat sekä EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään se osuus euroalueen yrityksistä, jonka kokonaisriippuvuus vähintään yhdestä ekosysteemipalvelusta on suuri (pisteytys yli 0,7), ja näiden ekosysteemipalvelujen osuus euroalueen pankkien yrityslainasalkuista. Laina luokitellaan vahvasti riippuvaiseksi ekosysteemipalvelusta, jos lainansaajayrityksen riippuvuus pisteytys on riittävän suuri. Kuviossa B esitetään euroalueen yritysten ja euroalueen pankkien yrityslainasalkkujen keskimääräiset riippuvuus pisteytykset. Siinä näytetään myös yritysten suorat riippuvuudet ekosysteemipalveluista sekä niiden arvoketjun alkupään eli niiden käyttämien toimittajien riippuvuudet. Tuoreimmat tiedot ovat joulukuulta 2021. Ks. S. Boldrini, A. Ceglaz, C. Lelli, L. Parisi ja I. Heemskerk, "Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability", EKP:n *Occasional Paper* -julkaisusarja, nro 333, 2023.

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

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

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

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

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

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

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

<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 <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.5	5.8	8.7	2.6	8.4	5.9	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.0	3.0	3.4	9.5	6.7	8.0	9.1	2.5	1.9	8.4
2023	.	2.6	.	1.9	.	.	.	.	4.1	7.4	3.3	0.3	5.4
2023 Q1	1.0	0.6	0.2	1.1	2.3	0.1	8.6	7.2	5.8	10.2	3.6	1.3	8.0
Q2	0.6	0.5	0.0	1.0	0.5	0.1	6.5	6.9	4.0	8.4	3.3	0.1	6.2
Q3	0.7	1.2	-0.1	-0.8	1.3	-0.1	6.2	6.7	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	.	0.8	-0.3	-0.1	.	0.0	.	.	3.2	4.2	2.9	-0.1	2.7
2023 Sep.	-	-	-	-	-	-	6.2	6.6	3.7	6.7	3.0	0.0	4.3
Oct.	-	-	-	-	-	-	5.6	6.5	3.2	4.6	3.3	-0.2	2.9
Nov.	-	-	-	-	-	-	5.4	6.3	3.1	3.9	2.8	-0.5	2.4
Dec.	-	-	-	-	-	-	.	.	3.4	4.0	2.6	-0.3	2.9
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	3.1	4.0	.	.	2.8
Feb. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.6

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	54.7	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.0	52.1	11.3	9.9	12.8
2022	50.6	50.7	53.0	50.3	48.2	51.4	49.9	51.0	47.8	2.7	4.2	1.0
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-2.5	-3.8	-1.0
2023 Q1	51.7	49.7	51.3	51.6	53.3	52.0	50.1	52.2	48.3	-1.3	-1.3	-1.2
Q2	54.0	53.6	53.9	53.1	53.9	52.3	51.1	54.9	48.3	-0.3	-1.4	0.8
Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	50.3	51.8	48.1	-0.7	-0.7	-0.7
Q4	51.0	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	50.2	51.3	48.8	1.4	1.3	1.6
2023 Sep.	51.0	50.2	48.5	52.1	50.9	47.2	49.8	50.7	47.6	-0.7	-0.7	-0.7
Oct.	50.6	50.7	48.7	50.5	50.0	46.5	48.9	50.4	47.5	0.5	0.4	0.5
Nov.	50.9	50.7	50.7	49.6	51.6	47.6	49.9	50.6	48.1	0.9	1.1	0.6
Dec.	51.6	50.9	52.1	50.0	52.6	47.6	49.4	51.6	48.1	1.4	1.3	1.6
2024 Jan.	52.5	52.0	52.9	51.5	52.5	47.9	50.3	52.3	48.8	.	.	.
Feb.	52.6	52.5	53.0	50.6	52.5	49.2	51.2	52.4	49.4	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2020	11,517.2	11,106.0	5,951.3	2,579.7	2,534.3	1,236.1	689.6	601.8	40.6	411.2	5,222.9	4,811.7
2021	12,474.8	11,979.4	6,352.2	2,737.4	2,728.4	1,390.3	761.3	570.3	161.4	495.5	6,171.6	5,676.2
2022	13,491.9	13,248.2	7,062.9	2,899.2	3,019.6	1,561.8	847.0	603.8	266.4	243.7	7,436.2	7,192.5
2022 Q4	3,457.8	3,383.6	1,828.1	742.7	774.7	398.4	219.0	155.6	38.1	74.2	1,912.7	1,838.5
2023 Q1	3,526.3	3,393.6	1,854.0	738.6	783.5	405.1	223.5	153.1	17.5	132.7	1,894.7	1,762.0
Q2	3,570.5	3,435.1	1,871.4	752.0	787.9	404.2	226.3	155.6	23.7	135.4	1,858.5	1,723.1
Q3	3,592.2	3,457.0	1,894.7	761.0	794.4	406.3	228.9	157.3	6.9	135.2	1,829.1	1,693.9
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100.0	98.2	52.3	21.5	22.4	11.6	6.3	4.5	2.0	1.8	-	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q1	0.1	-0.6	0.1	-0.5	0.4	0.8	2.0	-2.8	-	-	-0.4	-1.7
Q2	0.1	0.8	0.0	0.2	-0.1	-0.9	0.2	1.4	-	-	-1.1	0.0
Q3	-0.1	-0.1	0.3	0.4	0.0	-0.4	0.4	0.5	-	-	-1.2	-1.2
Q4	0.0	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6.1	-5.7	-7.7	1.0	-5.9	-3.4	-11.6	-3.9	-	-	-9.1	-8.5
2021	5.9	4.7	4.4	4.2	3.5	5.9	8.0	-6.5	-	-	11.5	9.2
2022	3.4	3.5	4.2	1.6	2.6	1.4	4.9	2.8	-	-	7.2	7.9
2023 Q1	1.3	0.6	1.4	-0.2	1.8	-1.0	5.7	3.5	-	-	2.5	1.4
Q2	0.6	0.7	0.6	0.2	1.1	-1.3	4.7	2.4	-	-	-0.6	-0.4
Q3	0.0	-0.4	-0.4	0.6	-0.1	-1.0	1.8	-0.4	-	-	-3.0	-4.0
Q4	0.1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q1	0.1	-0.6	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.6	0.7	-	-
Q2	0.1	0.7	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.7	-0.6	-	-
Q3	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	-	-
Q4	0.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6.1	-5.5	-4.1	0.2	-1.3	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.6	-	-
2021	5.9	4.8	2.4	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.4	3.5	2.2	0.3	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	-	-
2023 Q1	1.3	0.6	0.7	0.0	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.4	0.6	-	-
Q2	0.6	0.7	0.3	0.0	0.3	-0.2	0.3	0.1	0.1	-0.1	-	-
Q3	0.0	-0.5	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.4	0.5	-	-
Q4	0.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2020	10,378.7	175.2	2,009.2	549.4	1,807.3	546.9	486.6	1,210.9	1,203.5	2,066.4	323.2	1,138.5
2021	11,191.7	186.6	2,220.1	594.6	2,021.5	598.5	515.1	1,247.2	1,297.7	2,173.0	337.6	1,283.1
2022	12,152.7	213.1	2,456.6	655.3	2,330.1	633.2	523.6	1,304.0	1,396.7	2,269.7	370.4	1,339.2
2022 Q4	3,134.3	55.8	639.1	169.3	600.9	161.8	138.2	335.5	359.8	579.7	94.2	323.5
2023 Q1	3,197.7	56.3	663.7	178.1	604.7	164.0	144.3	344.5	364.1	581.2	96.7	328.6
Q2	3,232.5	54.4	662.9	179.1	610.7	168.4	149.2	349.1	370.9	589.5	98.2	338.0
Q3	3,245.1	55.0	652.8	180.7	612.2	169.9	151.7	352.6	373.2	597.6	99.5	347.1
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100.0	1.8	20.2	5.4	19.2	5.2	4.3	10.7	11.5	18.7	3.0	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q4	-0.1	0.2	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	-1.2	0.0
2023 Q1	0.2	1.0	-1.1	1.9	0.2	0.9	-0.3	0.9	0.1	0.3	2.0	-0.7
Q2	0.0	0.0	-0.4	-0.8	0.0	1.4	0.6	-0.2	0.5	0.1	0.6	1.0
Q3	-0.1	-1.0	-1.0	-0.1	0.0	1.0	0.3	0.1	0.0	0.2	1.6	-0.7
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5.9	-1.8	-6.0	-5.3	-13.9	2.2	-0.5	-0.9	-5.4	-2.9	-18.1	-7.3
2021	5.8	1.1	8.7	2.9	7.9	9.3	5.6	1.9	6.6	3.5	4.3	7.1
2022	3.5	-3.2	1.3	1.1	7.5	5.8	0.2	2.3	4.7	1.9	11.9	2.5
2022 Q4	2.2	-3.1	1.5	-0.6	2.9	4.2	0.4	1.7	3.0	2.1	7.4	-0.9
2023 Q1	1.7	0.3	-0.1	0.7	2.5	5.1	0.3	1.9	1.8	1.7	6.7	-2.5
Q2	0.7	0.9	-1.0	-0.2	0.2	4.7	0.7	1.1	1.4	1.2	3.2	-0.5
Q3	0.1	0.1	-2.8	0.7	-0.5	3.5	0.9	1.1	0.9	0.8	2.9	-0.4
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q4	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
2023 Q1	0.2	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-
Q2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5.9	0.0	-1.2	-0.3	-2.6	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.5	-0.6	-
2021	5.8	0.0	1.8	0.2	1.4	0.5	0.3	0.2	0.8	0.7	0.1	-
2022	3.5	-0.1	0.3	0.1	1.4	0.3	0.0	0.3	0.5	0.4	0.4	-
2022 Q4	2.2	-0.1	0.3	0.0	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.4	0.2	-
2023 Q1	1.7	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-
Q2	0.7	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
Q3	0.1	0.0	-0.6	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.



## 2 Economic activity

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

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ- ees	Self- employed	Agricul- ture, forestry and fishing	Manufac- turing, energy and utilities	Con- struc- tion	Trade, transport, accom- modation and food services	Informa- tion and commu- nica- tion	Finance and insur- ance	Real estate	Professional, business and support services	Public adminis- tration, edu- cation, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.4	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.0	25.0	6.6
2022	100.0	86.2	13.8	2.9	14.2	6.4	24.4	3.2	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
2023	100.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.4	1.6	0.4	0.2	0.0	3.2	0.3	4.5	0.6	0.4	2.9	2.1	0.9
2022	2.3	2.4	1.2	-0.9	1.2	3.1	3.4	5.8	0.0	2.9	3.0	1.6	1.4
2023	1.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	1.6	1.7	1.4	-1.4	1.3	1.5	2.3	4.7	1.2	2.6	2.0	1.2	1.1
Q2	1.4	1.4	1.4	-2.4	1.1	0.7	2.0	3.8	1.2	2.7	2.1	1.1	0.3
Q3	1.3	1.2	1.5	-1.1	0.8	1.1	2.1	2.4	1.3	1.7	1.4	1.2	-0.1
Q4	1.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.1	7.0	24.1	3.3	2.6	1.1	13.7	23.1	5.7
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.3	25.2	3.5	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8.0	-7.3	-11.2	-3.5	-7.6	-6.1	-14.7	-1.8	-2.2	-5.4	-8.2	-2.0	-12.7
2021	5.9	5.7	6.7	1.1	5.1	9.8	6.8	7.9	3.0	5.9	8.2	3.9	6.5
2022	3.4	3.5	3.0	-1.5	0.9	3.2	7.5	5.9	-0.1	4.6	4.0	0.7	5.8
2022 Q4	2.1	2.2	1.9	-1.3	1.1	3.0	3.1	5.0	1.2	3.7	2.8	1.0	2.6
2023 Q1	1.9	2.2	0.6	-1.0	1.6	1.3	2.8	4.3	1.3	1.9	2.3	1.2	2.1
Q2	1.5	1.6	1.0	-2.7	1.3	1.1	1.7	3.8	1.5	2.2	2.3	1.5	1.0
Q3	1.3	1.3	1.1	-1.3	0.6	1.4	1.8	1.8	1.3	2.0	1.6	1.4	0.9
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6.7	-5.9	-10.2	-0.9	-5.8	-6.7	-11.3	-3.7	-2.6	-6.0	-6.4	-3.1	-10.0
2021	4.4	4.1	6.3	0.9	5.1	6.4	6.4	3.2	2.3	5.4	5.1	1.7	5.6
2022	1.1	1.1	1.7	-0.5	-0.3	0.1	4.0	0.2	-0.1	1.7	1.0	-0.9	4.3
2022 Q4	0.6	0.5	1.1	0.0	0.1	0.8	1.3	0.3	0.7	0.5	0.8	-0.4	1.7
2023 Q1	0.3	0.5	-0.8	0.5	0.4	-0.2	0.5	-0.3	0.1	-0.7	0.3	0.1	1.0
Q2	0.1	0.2	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	0.0	0.3	-0.4	0.2	0.4	0.7
Q3	0.0	0.1	-0.4	-0.2	-0.1	0.3	-0.3	-0.6	0.0	0.3	0.2	0.2	1.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.2		48.8			
2021	165.020	3.4	12.790	7.8	3.2	10.305	6.9	2.485	16.9	6.517	7.4	6.273	8.1	2.4
2022	167.789	3.1	11.339	6.8	2.7	9.080	6.0	2.259	14.6	5.686	6.4	5.653	7.2	3.1
2023	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.4	-	6.2	-	6.9	2.9
2023 Q1	169.462	3.0	11.132	6.6	2.5	8.929	5.8	2.203	13.9	5.596	6.2	5.536	7.0	3.1
Q2	169.827	3.0	11.033	6.5	2.3	8.765	5.7	2.268	14.3	5.567	6.2	5.466	6.9	3.0
Q3	169.965	2.9	11.167	6.6	2.3	8.851	5.7	2.316	14.6	5.634	6.2	5.533	6.9	2.9
Q4	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.7	-	6.2	-	6.9	2.7
2023 Aug.	-	-	11.055	6.5	-	8.727	5.7	2.328	14.6	5.602	6.2	5.452	6.8	-
Sep.	-	-	11.126	6.5	-	8.783	5.7	2.343	14.7	5.620	6.2	5.505	6.9	-
Oct.	-	-	11.155	6.5	-	8.763	5.7	2.392	15.0	5.620	6.2	5.534	6.9	-
Nov.	-	-	11.097	6.5	-	8.782	5.7	2.315	14.6	5.625	6.2	5.472	6.8	-
Dec.	-	-	11.043	6.5	-	8.723	5.6	2.319	14.5	5.565	6.1	5.477	6.8	-
2024 Jan.	-	-	11.009	6.4	-	8.694	5.6	2.315	14.5	5.534	6.1	5.475	6.8	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production <sup>1)</sup>	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														
2021	8.9	9.8	9.6	11.7	8.1	1.5	6.0	5.1	0.9	7.8	9.6	8.2	-2.9	
2022	2.3	3.0	-1.3	5.5	5.4	-3.7	2.3	0.7	-2.8	2.5	6.4	10.0	-4.3	
2023	-2.4	-2.1	-5.2	0.3	-1.9	-4.9	0.1	-1.7	-2.9	-0.5	-2.4	-	14.5	
2023 Q1	0.3	1.1	-5.1	5.1	4.0	-6.2	0.3	-2.6	-5.4	-0.9	2.7	4.7	18.3	
Q2	-1.2	-0.6	-6.0	5.4	-1.9	-7.4	0.1	-1.9	-3.3	-0.6	-1.4	3.5	22.6	
Q3	-4.8	-4.6	-5.0	-5.6	-3.2	-5.9	0.5	-1.8	-1.8	-0.7	-5.2	2.8	15.4	
Q4	-3.9	-4.2	-4.4	-3.1	-6.1	-0.3	-0.3	-0.7	-1.0	0.3	-5.2	-	4.2	
2023 Aug.	-5.3	-5.0	-5.2	-7.0	-2.7	-5.8	-0.1	-1.7	-2.4	0.1	-7.3	2.8	18.3	
Sep.	-6.7	-6.8	-4.6	-9.5	-5.5	-6.0	0.3	-2.8	-0.8	-3.4	-6.6	2.2	12.2	
Oct.	-6.7	-7.1	-4.1	-9.8	-7.2	-0.9	-0.7	-0.8	-1.2	0.2	-5.9	1.7	7.8	
Nov.	-5.4	-6.1	-5.4	-6.7	-6.8	1.8	-1.9	-0.4	-0.7	0.5	-3.3	1.1	5.3	
Dec.	1.2	1.5	-3.6	9.4	-4.0	-1.7	1.9	-0.8	-1.0	0.1	-6.2	-	-0.3	
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.1	
month-on-month percentage changes (s.a.)														
2023 Aug.	0.6	0.2	-0.3	0.5	0.4	-0.3	-0.9	-0.6	-0.5	-0.6	-2.4	0.2	4.6	
Sep.	-1.0	-0.5	-0.4	0.2	-1.1	-1.4	0.4	-0.1	1.0	-1.1	0.6	-0.4	-0.3	
Oct.	-0.7	-0.7	-0.7	-1.4	-1.2	0.6	-0.5	0.4	-0.9	1.1	0.1	-0.3	-2.3	
Nov.	0.4	0.6	-0.7	0.8	1.1	1.7	-0.4	0.3	-0.1	0.3	1.8	-0.4	0.7	
Dec.	2.6	7.6	-1.2	20.5	1.2	0.3	0.8	-1.1	-1.6	-1.0	-0.5	-	-1.1	
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.9	

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

1) Excluding trade and financial services.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.9	-4.3	80.7	-10.8	-12.4	-7.0	7.3	-	51.4	52.5	52.7	52.6
2021	111.2	9.6	81.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.8	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	102.1	5.0	82.1	-21.9	5.2	-3.5	9.2	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2023	96.4	-5.6	80.3	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.2	45.0	45.8	51.2	49.7
2023 Q1	99.2	0.3	81.4	-19.6	1.5	-0.9	8.3	90.1	48.2	49.8	52.8	52.0
Q2	97.1	-4.8	80.7	-17.0	-0.5	-3.8	7.3	90.3	44.7	46.4	54.5	52.3
Q3	94.2	-8.9	79.9	-16.3	-4.7	-4.6	5.0	90.4	43.2	43.1	49.2	47.5
Q4	94.8	-9.0	79.4	-16.7	-4.2	-6.5	6.2	89.9	43.9	44.0	48.4	47.2
2023 Sep.	93.9	-8.4	-	-17.7	-5.5	-5.4	4.8	-	43.4	43.1	48.7	47.2
Oct.	93.9	-8.9	79.6	-17.9	-5.1	-7.2	5.2	90.1	43.1	43.1	47.8	46.5
Nov.	94.2	-9.2	-	-17.0	-4.1	-6.9	5.4	-	44.2	44.6	48.7	47.6
Dec.	96.4	-9.0	-	-15.1	-3.6	-5.5	8.0	-	44.4	44.4	48.8	47.6
2024 Jan.	96.1	-9.3	79.2	-16.1	-4.6	-5.6	8.4	89.7	46.6	46.6	48.4	47.9
Feb.	95.4	-9.5	-	-15.5	-5.4	-6.7	6.0	-	46.5	46.6	50.2	49.2

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19.6	95.5	-0.2	4.2	-1.5	5.5	4.9	45.8	24.6	78.5	3.8	-11.9	2.6
2021	17.5	95.2	2.0	3.7	19.3	8.8	8.9	49.1	27.1	76.0	5.5	9.8	3.4
2022	13.7	92.8	-0.2	2.5	12.2	2.2	8.2	48.9	24.8	71.7	3.0	8.6	1.9
2022 Q4	13.7	92.8	-0.4	2.5	5.3	2.2	8.2	48.9	24.8	71.7	3.0	0.9	1.9
2023 Q1	13.5	90.9	1.2	2.3	5.5	2.5	5.1	48.5	24.8	69.7	2.5	-0.3	1.3
Q2	13.9	89.3	1.3	2.0	1.4	3.1	2.3	48.3	24.5	68.8	1.7	19.4	0.8
Q3	14.1	88.1	0.4	1.8	0.9	2.3	0.9	47.9	24.2	68.1	1.5	-9.9	0.6

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

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

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q1	1,370.7	1,338.1	32.6	733.2	689.1	319.2	295.0	277.2	278.4	41.1	75.5	35.5	30.8
Q2	1,394.9	1,327.9	67.0	723.5	664.8	325.1	290.3	302.9	288.1	43.5	84.6	25.7	21.5
Q3	1,405.1	1,328.2	76.9	718.6	644.1	327.5	294.7	317.1	305.0	41.9	84.4	28.2	17.4
Q4	1,412.8	1,329.7	83.1	738.4	642.0	331.6	283.3	300.4	320.2	42.4	84.2	52.9	34.6
2023 July	467.5	439.1	28.4	238.7	216.1	109.5	97.0	105.4	97.6	13.8	28.4	7.1	7.0
Aug.	470.5	443.9	26.6	241.6	214.3	108.6	98.0	106.3	103.7	14.0	28.0	7.9	5.5
Sep.	467.1	445.2	21.9	238.2	213.7	109.4	99.7	105.3	103.7	14.1	28.1	13.2	4.9
Oct.	470.1	441.4	28.7	244.4	214.9	108.5	93.6	103.4	104.4	13.7	28.4	10.8	7.8
Nov.	472.5	450.1	22.5	245.9	213.8	112.9	95.7	99.8	113.1	13.8	27.5	9.2	5.6
Dec.	470.2	438.2	31.9	248.1	213.3	110.1	94.0	97.2	102.6	14.8	28.2	32.9	21.3
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Dec.	5,583.5	5,323.9	259.6	2,913.7	2,640.1	1,303.4	1,163.4	1,197.6	1,191.7	168.8	328.7	142.4	104.4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Dec.	39.5	37.6	1.8	20.6	18.7	9.2	8.2	8.5	8.4	1.2	2.3	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	8.6	1.0	722.4	347.2	138.4	224.4	596.9	730.1	430.4	114.6	161.9	503.6	78.6
Q2	-1.9	-13.8	708.3	331.9	143.9	216.8	588.8	706.2	411.0	113.4	164.8	502.1	74.1
Q3	-5.4	-22.2	702.5	332.3	141.6	214.6	583.7	677.5	390.6	111.2	158.5	486.0	82.5
Q4	-5.3	-17.3	705.3	.	.	.	584.4	666.1	.	.	.	468.8	.
2023 July	-2.7	-18.1	232.9	109.5	46.3	71.4	193.0	228.7	131.7	37.8	54.0	165.4	26.6
Aug.	-3.7	-24.4	236.0	110.8	49.0	72.0	197.0	224.4	128.8	36.7	53.0	161.1	27.3
Sep.	-9.2	-23.9	233.7	112.0	46.2	71.2	193.7	224.4	130.1	36.7	51.5	159.5	28.6
Oct.	-2.4	-16.3	234.6	111.4	47.2	70.4	195.4	223.5	129.0	35.6	52.5	158.5	29.5
Nov.	-5.0	-16.9	236.3	111.4	48.3	71.5	196.7	221.3	127.4	34.6	51.8	155.1	26.6
Dec.	-8.8	-18.7	234.3	.	.	.	192.3	221.3	.	.	.	155.2	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q1	0.8	-2.1	106.5	102.8	107.0	119.1	106.3	117.1	115.3	122.1	117.1	118.2	146.1
Q2	-2.8	-6.6	105.0	100.6	110.2	115.7	105.6	116.2	115.4	123.2	119.1	119.8	159.8
Q3	-3.9	-10.4	104.0	100.6	107.8	112.7	104.2	112.5	111.6	119.2	117.1	117.1	173.2
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 June	0.2	-7.0	105.0	101.1	108.0	115.1	105.6	112.5	112.4	117.1	116.1	116.4	164.7
July	-1.2	-5.3	103.1	100.2	105.9	112.8	103.3	115.4	114.9	121.6	119.1	119.3	169.9
Aug.	-1.8	-12.0	105.2	100.8	112.1	113.6	105.6	111.5	110.0	118.2	117.9	116.8	174.8
Sep.	-8.2	-13.5	103.7	101.0	105.3	111.7	103.9	110.7	109.9	117.9	114.4	115.1	174.9
Oct.	-1.0	-7.4	103.4	99.7	106.7	110.2	103.5	110.0	108.5	114.7	115.9	114.7	163.7
Nov.	-3.5	-9.9	104.0	99.2	107.3	113.2	104.3	109.1	107.5	107.7	114.3	112.0	162.9

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

### 3.1 Harmonised Index of Consumer Prices <sup>1)</sup> (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2										
% of total in 2023	100.0	100.0	69.8	56.5	43.5	100.0	15.5	4.5	26.3	10.2	43.5	86.8	13.2
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q1	121.3	8.0	5.5	10.3	4.7	0.9	3.3	3.1	1.7	-6.0	1.3	8.1	7.3
Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.7	0.6	-4.3	1.3	6.1	6.8
Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.1	0.6	1.3	0.9	5.0	4.5
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.7	0.9	0.0	-1.1	0.6	3.0	1.3
2023 Sep.	124.4	4.3	4.5	4.0	4.7	0.3	0.4	0.2	-0.1	1.5	0.3	4.6	2.2
Oct.	124.5	2.9	4.2	1.7	4.6	0.1	0.2	0.2	0.0	-1.2	0.3	3.2	0.6
Nov.	123.9	2.4	3.6	1.3	4.0	-0.2	0.1	0.8	0.0	-2.2	-0.1	2.5	1.5
Dec.	124.1	2.9	3.4	2.1	4.0	0.0	0.1	0.2	0.2	-1.6	0.3	3.1	1.7
2024 Jan.	123.6	2.8	3.3	1.8	4.0	0.4	0.5	0.5	0.2	1.2	0.4	3.0	1.9
Feb. <sup>3)</sup>	124.4	2.6	3.1	.	3.9	0.4	0.3	-0.8	0.1	1.5	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 2023	20.0	15.5	4.5	36.5	26.3	10.2	9.5	5.6	7.3	2.2	15.2	9.2
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0
2023 Q1	14.9	15.4	13.3	7.8	6.7	10.0	3.6	2.5	5.8	0.2	7.2	3.8
Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1
Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2
Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0
2023 Sep.	8.8	9.4	6.6	1.4	4.1	-4.6	3.7	2.7	3.9	0.0	6.7	4.1
Oct.	7.4	8.4	4.5	-1.4	3.5	-11.2	3.6	2.8	3.9	0.3	6.4	4.1
Nov.	6.9	7.1	6.3	-1.7	2.9	-11.5	3.5	2.7	2.5	0.2	5.9	4.0
Dec.	6.1	5.9	6.8	-0.1	2.5	-6.7	3.5	2.7	3.3	0.5	5.2	3.8
2024 Jan.	5.6	5.2	6.9	-0.2	2.0	-6.1	3.4	2.8	3.5	-0.3	5.4	3.8
Feb. <sup>3)</sup>	4.0	4.5	2.2	.	1.6	-3.7	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Con- struction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.6	5.9	27.9			
2021	100.0	12.2	7.5	6.0	11.0	2.6	2.1	3.3	1.8	30.6	5.8	8.1	0.5
2022	134.4	34.4	16.9	14.3	20.2	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	12.0	7.1	0.6
2023	130.3	-3.1	2.0	3.3	-0.7	5.0	8.2	8.4	5.5	-15.0	6.6	.	.
2023 Q1	136.5	10.9	9.0	9.7	8.7	7.1	14.1	17.4	8.5	11.4	10.7	0.4	-4.9
Q2	128.8	-1.3	0.9	3.5	-1.1	5.7	9.4	9.6	6.5	-12.2	7.5	-1.5	-9.9
Q3	127.8	-10.3	-0.3	0.9	-4.4	4.3	6.4	5.5	4.5	-27.9	4.8	-2.1	.
Q4	127.9	-9.7	-1.2	-0.4	-5.1	3.2	3.6	2.2	2.7	-25.2	3.7	.	.
2023 Aug.	127.8	-11.1	0.0	0.9	-4.5	4.3	6.4	5.5	4.5	-29.3	-	-	-
Sep.	128.5	-12.2	0.0	0.3	-4.7	4.0	5.4	4.3	3.9	-30.6	-	-	-
Oct.	128.7	-9.5	-1.4	-0.3	-5.3	3.6	4.2	2.8	3.0	-24.5	-	-	-
Nov.	128.1	-9.0	-1.4	-0.5	-5.1	3.1	3.5	2.0	2.7	-23.8	-	-	-
Dec.	127.0	-10.7	-0.8	-0.5	-4.8	2.8	3.2	1.7	2.3	-27.3	-	-	-
2024 Jan.	125.9	-8.6	-1.9	-1.5	-5.8	2.1	.	.	.	-21.3	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	109.7	2.2	2.9	2.2	1.8	3.9	5.9	7.9	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	114.8	4.6	6.8	6.7	4.3	7.8	12.5	17.6	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	76.4	-13.0	-11.6	-14.3	-13.8	-12.5	-15.3
2023 Q1	119.6	6.1	5.6	8.0	4.1	6.5	5.3	4.1	75.8	-10.5	-5.8	-14.6	-11.5	-7.7	-15.6
Q2	121.0	6.1	4.1	6.9	4.5	4.6	0.3	-3.6	71.6	-18.0	-16.1	-19.9	-18.4	-16.4	-20.8
Q3	121.8	5.9	3.1	5.8	3.9	3.5	-1.9	-7.0	79.8	-13.8	-14.5	-13.0	-14.9	-15.2	-14.5
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	78.5	-9.0	-9.3	-8.8	-10.1	-10.4	-9.6
2023 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	88.1	-12.1	-14.0	-10.1	-13.1	-14.4	-11.4
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	86.2	-12.2	-13.9	-10.4	-13.1	-14.3	-11.7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.9	-8.9	-9.6	-8.1	-10.0	-11.0	-8.8
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	71.4	-5.8	-3.7	-7.9	-6.8	-5.5	-8.2
2024 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.5	-5.8	-1.8	-9.6	-6.6	-3.8	-9.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.5	-4.4	0.2	-8.9	-4.3	-0.2	-9.1

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

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

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

## 3 Prices and costs

### 3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)				Consumer price trends over past 12 months	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three 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
1999-20	4.4	5.5	-	-2.9	27.9	56.5	56.1	-	50.0
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.6	52.9	27.4	42.4	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q1	23.8	43.3	26.0	27.3	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
Q2	7.2	29.8	17.9	11.9	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
Q3	3.6	22.1	15.3	6.6	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.6	18.8	17.6	9.7	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2023 Sep.	4.4	20.7	14.6	7.3	73.6	41.9	62.7	45.8	54.7
Oct.	4.0	19.7	15.9	8.0	72.6	42.5	62.0	46.4	54.1
Nov.	3.4	18.3	18.0	9.3	68.9	42.7	62.5	47.2	54.5
Dec.	3.5	18.4	18.9	11.8	66.9	43.1	61.6	48.9	55.6
2024 Jan.	4.4	18.6	20.2	10.2	66.1	42.8	62.6	48.6	56.3
Feb.	3.8	16.5	17.5	4.4	65.3	45.5	62.9	48.3	56.6

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	100.9	0.9	1.1	0.5	0.9	1.0	1.3
2022	105.7	4.7	3.9	7.0	4.9	4.0	2.9
2023	.	.	.	.	.	.	4.5
2023 Q1	102.7	5.3	5.0	6.3	5.7	4.4	4.3
Q2	113.8	4.5	4.6	4.1	4.6	4.2	4.4
Q3	107.4	5.2	5.3	5.1	5.8	4.1	4.7
Q4	.	.	.	.	.	.	4.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110.3	4.6	2.4	2.0	5.2	7.9	-0.2	0.8	1.3	3.4	6.2	16.7
2021	110.1	-0.2	1.8	-3.7	5.6	-1.9	1.2	-1.5	5.0	1.1	0.9	-0.1
2022	113.8	3.4	7.4	3.5	6.2	2.1	3.2	2.9	4.7	3.5	3.4	-3.0
2022 Q4	116.5	4.7	7.8	3.0	7.8	4.2	4.0	3.3	4.2	5.1	4.9	-1.3
2023 Q1	118.9	5.9	4.2	7.1	5.5	6.5	4.5	6.0	4.7	7.2	3.6	0.0
Q2	119.6	6.3	2.7	7.4	6.4	7.9	4.7	4.8	5.7	6.9	4.9	3.1
Q3	121.6	6.7	4.3	9.7	5.7	8.0	4.3	4.7	4.2	6.8	4.9	3.3
Compensation per employee												
2020	107.1	-0.3	3.2	-2.3	-1.0	-3.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	2.1	-1.5
2021	111.6	4.2	2.7	4.7	5.2	5.5	5.8	3.3	6.6	4.7	2.3	3.3
2022	116.6	4.5	5.0	3.6	4.1	6.2	3.3	3.0	4.2	5.2	3.8	7.0
2022 Q4	119.1	5.0	5.8	3.5	4.9	5.4	3.5	3.1	2.6	6.1	5.7	5.1
2023 Q1	121.1	5.5	6.0	5.6	4.6	6.7	5.0	4.9	4.0	7.0	4.2	5.5
Q2	121.8	5.5	6.1	5.2	5.5	6.0	5.6	4.3	4.1	6.2	5.0	6.1
Q3	123.4	5.3	5.5	5.8	5.3	5.2	5.4	4.3	3.5	6.3	4.5	6.4
Labour productivity per person employed												
2020	97.1	-4.7	0.8	-4.2	-5.9	-10.4	0.2	-0.9	-1.5	-3.5	-3.9	-15.6
2021	101.4	4.4	0.9	8.7	-0.3	7.5	4.6	4.9	1.5	3.6	1.3	3.4
2022	102.5	1.1	-2.3	0.1	-2.0	4.0	0.1	0.2	-0.5	1.7	0.4	10.3
2022 Q4	102.3	0.3	-1.9	0.5	-2.6	1.1	-0.4	-0.1	-1.5	1.0	0.7	6.5
2023 Q1	101.8	-0.4	1.7	-1.3	-0.9	0.2	0.4	-1.0	-0.7	-0.2	0.5	5.5
Q2	101.8	-0.8	3.4	-2.1	-0.8	-1.7	0.8	-0.5	-1.5	-0.6	0.1	2.9
Q3	101.5	-1.3	1.2	-3.6	-0.4	-2.6	1.1	-0.4	-0.6	-0.5	-0.4	3.0
Compensation per hour worked												
2020	114.0	5.9	5.9	3.3	5.1	7.6	3.1	1.8	4.9	5.9	4.9	7.1
2021	114.1	0.1	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	2.7	1.2	2.2	0.1	0.8	-1.5
2022	118.0	3.4	6.3	4.0	4.4	1.9	3.2	3.1	2.9	3.9	4.8	3.4
2022 Q4	120.7	4.5	7.4	3.3	4.3	3.9	3.5	2.6	1.9	5.2	6.1	3.8
2023 Q1	122.1	4.9	4.7	5.3	4.5	5.6	5.2	4.9	4.4	6.3	4.0	4.5
Q2	122.7	5.3	6.4	4.9	5.1	6.2	5.5	4.2	4.7	6.0	4.5	4.9
Q3	124.6	5.2	5.1	5.7	5.1	5.5	5.5	4.6	4.7	6.1	4.4	5.0
Hourly labour productivity												
2020	104.7	2.1	1.7	1.6	0.8	1.0	4.1	1.7	4.8	3.1	-0.9	-6.2
2021	104.7	0.0	0.0	3.5	-6.3	1.0	1.3	2.5	-3.7	-1.5	-0.4	-2.1
2022	104.7	0.0	-1.7	0.4	-2.1	0.0	-0.1	0.3	-2.3	0.7	1.3	5.8
2022 Q4	104.6	-0.3	-1.9	0.3	-3.5	-0.2	-0.7	-0.8	-2.0	0.2	1.1	4.7
2023 Q1	103.8	-0.6	1.3	-1.7	-0.7	-0.3	0.7	-1.0	0.0	-0.5	0.4	4.5
Q2	103.6	-0.9	3.7	-2.3	-1.3	-1.5	0.8	-0.8	-1.1	-0.9	-0.3	2.2
Q3	103.6	-1.3	1.4	-3.4	-0.7	-2.2	1.7	-0.3	-0.9	-0.7	-0.6	2.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.



## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2023 Aug.	3.64	3.63	3.78	3.94	4.07	5.30	-0.06
Sep.	3.75	3.76	3.88	4.03	4.15	5.31	-0.05
Oct.	3.90	3.86	3.97	4.11	4.16	5.31	-0.02
Nov.	3.90	3.84	3.97	4.06	4.02	5.32	-0.02
Dec.	3.90	3.86	3.93	3.92	3.67	5.33	-0.01
2024 Jan.	3.90	3.87	3.92	3.89	3.61	5.32	-0.01
Feb.	3.91	3.87	3.92	3.90	3.67	5.31	-0.01

Source: LSEG and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2023 Aug.	3.46	3.38	2.95	2.52	2.57	-0.81	-1.30	-0.80	2.96	2.24	2.39	2.77
Sep.	3.70	3.51	3.16	2.78	2.88	-0.64	-0.89	-0.63	3.14	2.56	2.69	3.17
Oct.	3.82	3.39	2.99	2.68	2.82	-0.56	-0.53	-0.48	2.87	2.41	2.67	3.19
Nov.	3.78	3.26	2.81	2.41	2.53	-0.74	-0.83	-0.72	2.67	2.14	2.33	2.88
Dec.	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 Jan.	3.81	3.05	2.47	2.05	2.27	-0.79	-0.81	-1.03	2.26	1.67	2.06	2.76
Feb.	3.82	3.33	2.90	2.43	2.48	-0.85	-0.76	-0.46	2.79	2.24	2.20	2.79

Source: ECB calculations.

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

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

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										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
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2023 Aug.	453.9	4,296.8	966.3	297.6	167.8	115.8	188.6	816.5	867.9	362.6	269.1	828.5	4,457.4	32,167.4
Sep.	447.3	4,227.2	963.8	286.2	161.2	123.9	189.5	787.3	835.7	363.4	280.6	825.2	4,409.1	32,725.6
Oct.	430.8	4,104.0	922.9	274.1	155.6	123.1	186.7	748.8	810.5	344.5	269.0	775.7	4,269.4	31,381.0
Nov.	448.0	4,275.0	963.3	282.6	162.0	123.3	192.5	790.5	885.3	368.0	279.3	742.2	4,460.1	32,960.3
Dec.	472.0	4,508.6	1,019.9	298.5	163.4	122.7	202.0	862.9	950.4	390.0	282.2	749.5	4,688.4	33,118.0
2024 Jan.	471.8	4,505.8	998.5	289.2	163.2	120.2	204.7	875.3	963.2	381.9	288.4	762.5	4,804.5	35,451.8
Feb.	489.4	4,758.9	989.4	315.9	165.3	119.0	207.3	916.0	1,085.4	353.4	283.8	747.9	5,012.0	37,785.2

Source: LSEG.

## 4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation					APRC <sup>3)</sup>
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Feb.	0.11	1.17	1.91	2.20	6.54	16.14	7.21	7.08	7.78	4.58	3.67	3.48	3.52	2.94	3.55	3.24
Mar.	0.14	1.20	2.11	2.26	6.71	16.14	7.63	7.23	7.90	4.70	3.88	3.78	3.56	3.14	3.72	3.37
Apr.	0.17	1.25	2.28	2.42	6.97	16.29	8.06	7.43	8.11	4.91	4.12	3.85	3.61	3.19	3.81	3.48
May	0.21	1.30	2.47	2.48	7.14	16.34	8.16	7.60	8.31	5.08	4.24	3.98	3.65	3.31	3.93	3.58
June	0.23	1.37	2.71	2.59	7.27	16.35	7.02	7.49	7.99	5.11	4.39	4.07	3.71	3.41	4.05	3.70
July	0.27	1.42	2.82	2.86	7.49	16.40	8.38	7.73	8.41	5.23	4.54	4.14	3.72	3.46	4.09	3.76
Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	7.59	16.47	8.72	7.83	8.49	5.36	4.69	4.21	3.79	3.51	4.16	3.85
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.77	16.54	8.47	7.83	8.55	5.40	4.72	4.24	3.86	3.57	4.25	3.89
Oct.	0.35	1.59	3.27	3.31	7.97	16.54	8.25	7.87	8.54	5.58	4.81	4.28	3.78	3.60	4.27	3.91
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.97	16.66	7.27	7.90	8.54	5.56	4.88	4.31	3.89	3.70	4.35	4.01
Dec.	0.37	1.65	3.28	3.46	8.04	16.78	7.54	7.71	8.43	5.38	4.86	4.23	3.81	3.63	4.33	3.97
2024 Jan. <sup>(a)</sup>	0.38	1.67	3.20	3.15	8.15	16.79	7.99	8.02	8.72	5.39	4.80	4.10	3.67	3.52	4.15	3.87

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Feb.	0.31	2.30	2.81	3.81	4.40	4.54	4.71	4.06	4.10	3.70	3.69	3.54	3.58	3.86
Mar.	0.41	2.57	2.95	4.11	4.70	4.83	4.88	4.33	4.48	3.84	4.07	4.32	3.87	4.22
Apr.	0.45	2.80	3.11	4.39	4.87	4.74	4.96	4.60	4.58	3.98	4.32	4.37	3.69	4.39
May	0.49	2.96	3.13	4.56	5.04	5.07	5.16	4.76	4.84	4.01	4.47	4.58	4.01	4.57
June	0.55	3.20	3.10	4.78	5.24	5.43	5.26	4.95	4.99	4.14	4.71	4.88	4.10	4.78
July	0.61	3.31	3.58	4.88	5.52	5.52	5.43	5.13	5.02	4.30	4.86	5.01	4.32	4.94
Aug.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.46	5.64	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.58	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct.	0.80	3.70	3.81	5.31	5.66	5.87	5.73	5.49	5.28	4.52	5.23	5.08	4.54	5.27
Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.70	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23
Dec.	0.83	3.71	4.08	5.57	5.48	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.25
2024 Jan. <sup>(a)</sup>	0.89	3.69	3.32	5.37	5.80	5.69	5.65	5.45	5.22	4.43	5.15	5.00	4.18	5.22

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2
<b>Short-term</b>														
2021	1,406.9	427.2	127.1	50.1	87.9	764.7	674.9	387.1	138.4	79.1	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,372.8	467.6	143.6	51.9	94.6	667.0	621.7	481.0	182.6	116.4	48.2	48.1	133.9	97.1
2023	1,504.7	588.3	131.7	50.8	85.8	698.8	659.0	499.1	211.3	111.7	37.9	48.8	127.4	103.9
2023 Aug.	1,513.7	593.1	141.1	51.5	99.1	680.4	647.9	518.7	230.3	121.9	40.2	40.5	126.0	108.3
Sep.	1,532.6	591.9	137.4	50.7	92.1	711.3	676.2	522.4	214.0	117.1	42.5	46.8	144.5	126.5
Oct.	1,519.9	577.3	138.2	49.5	95.1	709.2	671.7	486.9	197.9	116.3	37.5	51.2	121.6	92.2
Nov.	1,529.9	590.8	134.7	48.3	95.7	708.7	667.8	479.4	187.6	120.7	40.8	45.0	126.2	100.2
Dec.	1,504.7	588.3	131.7	50.8	85.8	698.8	659.0	329.6	144.0	79.4	35.8	32.2	74.0	60.6
2024 Jan.	1,497.0	604.9	131.9	45.3	86.0	674.2	641.6	520.1	211.8	121.5	37.7	43.7	143.0	121.1
<b>Long-term</b>														
2021	19,917.7	4,181.3	3,374.5	1,341.1	1,599.0	10,762.9	9,941.9	316.3	67.9	83.5	33.6	23.1	141.8	128.3
2022	17,896.7	3,971.9	3,257.9	1,339.0	1,395.8	9,271.0	8,559.2	298.8	78.5	73.1	29.5	16.6	130.6	121.2
2023	19,562.9	4,497.3	3,458.4	1,347.4	1,504.1	10,103.0	9,362.8	326.7	95.9	71.6	24.5	20.6	138.6	130.1
2023 Aug.	18,814.4	4,307.2	3,367.4	1,367.8	1,427.7	9,712.0	8,989.6	206.0	52.3	47.9	12.4	8.4	97.4	93.9
Sep.	18,670.1	4,294.9	3,401.0	1,372.7	1,429.9	9,544.4	8,830.7	350.1	91.2	91.8	21.4	29.3	137.8	127.8
Oct.	18,712.2	4,341.6	3,402.3	1,374.4	1,430.8	9,537.4	8,825.0	336.1	93.4	70.7	22.0	14.4	157.6	151.4
Nov.	19,081.1	4,412.2	3,417.1	1,345.7	1,463.9	9,787.9	9,066.6	303.9	84.1	88.5	21.0	25.2	106.1	101.2
Dec.	19,562.9	4,497.3	3,458.4	1,347.4	1,504.1	10,103.0	9,362.8	215.4	69.3	59.6	16.9	17.3	69.1	67.6
2024 Jan.	19,671.5	4,577.5	3,503.4	1,351.7	1,502.9	10,087.7	9,340.0	466.9	162.9	95.8	28.9	22.5	185.7	165.0

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares				
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government						
							1					2
<b>Outstanding amount</b>												
2021	21,324.6	4,608.5	3,501.6	1,391.2	1,686.9	11,527.6	10,616.8	10,366.1	600.0	1,544.3	8,220.9	
2022	19,269.5	4,439.5	3,401.5	1,391.0	1,490.5	9,938.0	9,180.9	8,711.0	524.9	1,351.1	6,834.3	
2023	21,067.6	5,085.7	3,590.1	1,398.2	1,589.9	10,801.8	10,021.8	9,696.2	621.5	1,476.0	7,598.2	
2023 Aug.	20,328.1	4,900.4	3,508.5	1,419.3	1,526.8	10,392.4	9,637.5	9,526.3	582.1	1,493.1	7,450.5	
Sep.	20,202.7	4,886.8	3,538.3	1,423.4	1,522.0	10,255.7	9,506.9	9,159.1	576.0	1,424.2	7,158.4	
Oct.	20,232.0	4,918.9	3,540.6	1,423.9	1,526.0	10,246.6	9,496.7	8,780.2	558.5	1,367.2	6,854.0	
Nov.	20,611.0	5,003.0	3,551.8	1,394.0	1,559.6	10,496.6	9,734.4	9,397.5	611.1	1,462.0	7,323.9	
Dec.	21,067.6	5,085.7	3,590.1	1,398.2	1,589.9	10,801.8	10,021.8	9,696.2	621.5	1,476.0	7,598.2	
2024 Jan.	21,168.5	5,182.3	3,635.3	1,396.9	1,589.0	10,761.9	9,981.5	9,845.4	640.6	1,504.6	7,699.8	
<b>Growth rate <sup>1)</sup></b>												
2023 June	5.3	10.2	4.3	4.1	0.9	4.3	5.1	-1.0	-2.4	1.6	-1.3	
July	6.1	12.1	4.1	2.8	1.8	4.7	5.3	-1.0	-2.1	0.9	-1.3	
Aug.	5.9	12.1	4.0	2.3	1.1	4.6	5.3	-1.0	-2.0	1.0	-1.2	
Sep.	6.4	11.0	5.1	4.5	1.6	5.5	6.2	-0.9	-3.1	0.8	-1.1	
Oct.	6.1	10.6	5.1	4.5	2.1	5.0	5.5	-1.3	-3.0	0.6	-1.5	
Nov.	5.5	10.0	3.8	0.9	2.1	4.5	4.9	-1.2	-3.3	0.8	-1.4	
Dec.	5.8	11.4	3.6	0.3	1.8	4.6	5.0	-1.3	-3.1	0.7	-1.6	
2024 Jan.	5.8	10.4	5.0	1.1	1.5	4.6	5.0	-1.4	-3.0	0.6	-1.7	

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2021	99.6	93.7	93.6	89.4	68.1	87.2	120.5	94.3	
2022	95.3	90.8	93.5	84.2	63.4	82.5	116.1	90.9	
2023	98.1	94.0	98.0	.	.	.	121.8	94.7	
2023 Q1	97.1	93.0	96.9	86.8	65.8	85.1	119.4	93.4	
Q2	98.2	93.8	98.0	88.0	64.8	85.6	121.4	94.6	
Q3	98.9	94.9	98.8	88.8	66.1	87.2	123.5	95.9	
Q4	98.3	94.2	98.1	.	.	.	123.0	95.1	
2023 Sep.	98.5	94.6	98.6	-	-	-	123.0	95.5	
Oct.	98.0	94.1	98.0	-	-	-	122.5	95.0	
Nov.	98.7	94.6	98.4	-	-	-	123.4	95.3	
Dec.	98.2	93.9	98.0	-	-	-	123.2	94.8	
2024 Jan.	98.4	94.3	98.1	-	-	-	123.6	95.1	
Feb.	98.1	94.1	97.9	-	-	-	123.3	94.8	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2024 Feb.	-0.3	-0.2	-0.3	-	-	-	-0.2	-0.3	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2024 Feb.	1.1	1.1	1.1	-	-	-	3.4	1.5	

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the "Methodology" section of the ECB Data Portal.

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	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
2021	7.628	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q1	7.342	23.785	7.443	388.712	141.981	4.708	0.883	4.9202	11.203	0.992	1.073
Q2	7.644	23.585	7.450	372.604	149.723	4.537	0.869	4.9488	11.469	0.978	1.089
Q3	7.886	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
Q4	7.771	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2023 Sep.	7.797	24.380	7.457	386.429	157.795	4.598	0.862	4.9656	11.842	0.960	1.068
Oct.	7.720	24.584	7.460	385.333	158.038	4.512	0.868	4.9682	11.647	0.955	1.056
Nov.	7.809	24.485	7.458	379.195	161.844	4.402	0.870	4.9703	11.547	0.963	1.081
Dec.	7.787	24.478	7.456	381.803	157.213	4.334	0.862	4.9707	11.203	0.944	1.090
2024 Jan.	7.820	24.716	7.457	382.042	159.458	4.365	0.859	4.9749	11.283	0.937	1.091
Feb.	7.765	25.232	7.455	388.039	161.377	4.326	0.855	4.9746	11.250	0.946	1.079
			<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Feb.	-0.7	2.1	0.0	1.6	1.2	-0.9	-0.5	0.0	-0.3	1.0	-1.0
			<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Feb.	6.0	6.4	0.1	0.8	13.3	-8.8	-3.5	1.3	0.7	-4.5	0.7

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q4	31,081.0	30,811.8	269.2	12,269.1	10,087.5	11,099.7	12,824.9	18.4	6,579.6	7,899.5	1,114.2	15,838.2
2023 Q1	31,597.9	31,462.3	135.6	12,277.8	10,022.2	11,332.6	13,396.9	-9.4	6,863.4	8,043.2	1,133.5	16,089.2
Q2	31,742.7	31,558.7	184.1	12,170.2	9,895.0	11,711.0	13,708.1	-34.9	6,790.7	7,955.6	1,105.7	16,057.7
Q3	31,882.7	31,556.1	326.7	12,247.4	9,999.7	11,762.3	13,707.3	-57.7	6,816.7	7,849.1	1,114.1	16,042.7
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2023 Q3	225.4	223.1	2.3	86.6	70.7	83.2	96.9	-0.4	48.2	55.5	7.9	113.4
<i>Transactions</i>												
2023 Q1	405.4	366.0	39.4	50.5	16.5	63.3	159.7	15.3	295.0	189.8	-18.6	-
Q2	4.7	-45.1	49.8	-108.7	-116.7	205.7	138.0	-4.8	-89.4	-66.4	1.9	-
Q3	102.5	2.1	100.4	6.4	-4.1	86.5	112.5	-3.4	15.2	-106.3	-2.2	-
Q4	-123.0	-264.5	141.5	-105.0	-103.6	20.1	11.4	17.3	-61.8	-172.3	6.4	-
2023 July	136.7	103.8	32.9	0.5	26.8	52.5	5.1	-8.9	92.3	71.9	0.4	-
Aug.	99.0	77.6	21.5	16.5	4.6	32.7	44.9	3.3	45.3	28.1	1.3	-
Sep.	-133.3	-179.3	46.0	-10.5	-35.5	1.3	62.5	2.2	-122.4	-206.2	-3.9	-
Oct.	8.4	-12.7	21.1	-47.9	-64.2	-19.3	-7.4	17.1	54.8	58.9	3.7	-
Nov.	89.5	42.3	47.2	15.4	27.9	59.1	19.7	1.2	12.4	-5.3	1.5	-
Dec.	-220.9	-294.1	73.1	-72.4	-67.3	-19.7	-0.8	-0.9	-129.0	-226.0	1.2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Dec.	389.6	58.5	331.1	-156.7	-207.9	375.5	421.6	24.4	158.9	-155.2	-12.5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Dec.	2.8	0.4	2.3	-1.1	-1.5	2.7	3.0	0.2	1.1	-1.1	-0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Repos			Money market fund shares			Debt securities with a maturity of up to 2 years		
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts															
2021	1,470.4	9,822.6	11,292.9	918.8	2,504.9	3,423.7	14,716.7	118.7	644.1	25.3	788.1	15,504.8			
2022	1,539.5	9,763.6	11,303.1	1,382.1	2,563.9	3,946.0	15,249.1	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.9			
2023	1,536.5	8,834.3	10,370.9	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,139.1	186.8	739.0	72.0	997.9	16,137.0			
2023 Q1	1,542.2	9,456.6	10,998.7	1,633.7	2,548.0	4,181.7	15,180.4	102.6	676.7	91.5	870.7	16,051.1			
Q2	1,535.3	9,179.2	10,714.5	1,865.1	2,517.8	4,382.9	15,097.4	114.4	695.9	83.7	894.0	15,991.4			
Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.2	131.0	714.4	75.7	921.2	15,994.3			
Q4	1,536.5	8,834.3	10,370.9	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,139.1	186.8	739.0	72.0	997.9	16,137.0			
2023 Aug.	1,534.1	9,009.3	10,543.4	1,993.8	2,485.1	4,478.9	15,022.3	122.0	699.5	83.6	905.1	15,927.4			
Sep.	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.2	131.0	714.4	75.7	921.2	15,994.3			
Oct.	1,536.1	8,869.0	10,405.1	2,169.7	2,453.3	4,622.9	15,028.0	144.3	711.2	87.8	943.2	15,971.3			
Nov.	1,534.0	8,835.1	10,369.1	2,232.6	2,446.9	4,679.5	15,048.7	161.4	719.2	73.7	954.3	16,003.0			
Dec.	1,536.5	8,834.3	10,370.9	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,139.1	186.8	739.0	72.0	997.9	16,137.0			
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	1,533.0	8,733.0	10,265.9	2,360.6	2,446.8	4,807.4	15,073.3	182.7	750.0	86.8	1,019.5	16,092.8			
Transactions															
2021	107.7	908.1	1,015.8	-121.0	65.7	-55.3	960.5	12.3	20.3	13.2	45.8	1,006.3			
2022	69.2	-46.8	22.4	428.9	55.5	484.3	506.7	3.9	2.4	76.6	82.8	589.5			
2023	-4.4	-954.4	-958.8	925.6	-100.0	825.6	-133.2	40.9	93.4	25.0	159.3	26.1			
2023 Q1	1.3	-346.4	-345.1	245.9	-10.8	235.1	-110.0	-22.1	30.4	43.7	52.1	-57.9			
Q2	-6.9	-275.8	-282.7	226.7	-30.2	196.5	-86.2	11.9	19.2	-5.5	25.6	-60.6			
Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.0	18.2	-8.7	25.5	-5.0			
Q4	0.8	-129.5	-128.6	228.9	-6.8	222.2	93.5	35.0	25.6	-4.5	56.0	149.6			
2023 Aug.	-0.4	-82.6	-83.0	75.9	-21.7	54.2	-28.8	-0.1	4.8	4.3	8.9	-19.9			
Sep.	1.6	-28.5	-26.9	89.5	-19.4	70.1	43.2	8.5	14.8	-7.9	15.4	58.6			
Oct.	0.4	-114.6	-114.2	84.3	-12.3	72.0	-42.3	13.3	-3.3	10.8	20.8	-21.5			
Nov.	-2.0	-27.4	-29.4	66.4	-6.2	60.2	30.8	17.8	8.0	-14.3	11.5	42.2			
Dec.	2.5	12.5	15.0	78.3	11.7	90.0	105.0	3.8	20.9	-0.9	23.8	128.8			
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-3.0	-106.3	-109.3	48.1	-11.8	36.3	-73.0	-1.7	10.9	21.2	30.3	-42.6			
Growth rates															
2021	7.9	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.3	158.5	6.2	6.9			
2022	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8			
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.7	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.4	47.4	19.5	0.2			
2023 Q1	1.4	-5.7	-4.7	69.2	1.3	20.0	1.0	-17.6	15.2	538.5	23.8	2.0			
Q2	0.4	-9.3	-8.0	85.7	-0.3	24.0	-0.6	-2.4	14.4	325.0	22.4	0.5			
Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	64.9	19.9	-1.2			
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.7	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.4	47.4	19.5	0.2			
2023 Aug.	-0.2	-11.9	-10.4	85.9	-2.3	23.8	-2.4	-1.2	16.9	160.2	20.3	-1.3			
Sep.	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	64.9	19.9	-1.2			
Oct.	-0.4	-11.5	-10.0	72.9	-3.9	21.4	-2.2	15.9	14.4	254.6	22.5	-1.0			
Nov.	-0.5	-10.9	-9.5	68.6	-4.1	20.8	-1.9	18.2	13.0	93.6	17.8	-0.9			
Dec.	-0.3	-9.7	-8.5	66.7	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.4	47.4	19.5	0.2			
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-0.5	-9.9	-8.6	62.3	-4.3	19.8	-1.1	24.8	17.6	72.5	22.5	0.1			

Source: ECB.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
2021	3,228.3	2,802.7	289.7	128.4	7.4	8,087.9	5,380.8	374.1	2,332.3	0.7	1,272.8	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	134.9	6.4	8,373.7	5,536.8	444.9	2,391.1	0.9	1,302.0	236.9	560.8
2023	3,335.1	2,423.9	767.6	131.6	12.1	8,425.6	5,111.6	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.2	234.7	541.7
2023 Q1	3,332.6	2,595.7	595.6	132.6	8.6	8,377.5	5,433.2	566.2	2,377.1	0.9	1,227.4	230.5	572.9
Q2	3,333.1	2,502.4	687.7	132.0	11.0	8,364.2	5,311.8	701.6	2,349.9	0.8	1,185.3	229.1	564.9
Q3	3,322.6	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,351.5	5,206.0	847.5	2,297.1	0.8	1,216.1	212.6	565.7
Q4	3,335.1	2,423.9	767.6	131.6	12.1	8,425.6	5,111.6	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.2	234.7	541.7
2023 Aug.	3,314.9	2,452.4	719.7	132.1	10.8	8,360.0	5,238.0	804.5	2,316.7	0.8	1,157.2	217.5	560.6
Sep.	3,322.6	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,351.5	5,206.0	847.5	2,297.1	0.8	1,216.1	212.6	565.7
Oct.	3,326.5	2,413.8	768.5	131.4	12.9	8,346.7	5,150.1	909.6	2,286.3	0.7	1,205.6	210.4	547.0
Nov.	3,326.0	2,405.1	772.6	132.0	16.4	8,365.1	5,115.5	969.9	2,278.8	0.8	1,225.4	223.3	536.3
Dec.	3,335.1	2,423.9	767.6	131.6	12.1	8,425.6	5,111.6	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.2	234.7	541.7
2024 Jan. (p)	3,327.8	2,384.5	803.7	128.4	11.2	8,436.5	5,080.7	1,071.7	2,283.1	1.1	1,210.7	221.8	526.2
<b>Transactions</b>													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.2	411.3	-65.0	76.1	-0.2	159.0	-10.4	46.0
2022	121.3	-89.7	206.5	5.9	-1.4	296.5	167.9	74.6	53.9	0.1	1.4	8.2	14.0
2023	-28.8	-302.6	269.3	-1.4	5.9	22.8	-458.0	575.4	-95.1	0.6	-55.3	-0.6	-25.9
2023 Q1	-37.0	-136.3	97.7	-0.6	2.3	-25.3	-132.2	115.9	-9.1	0.1	-74.2	-5.1	8.2
Q2	0.9	-91.8	90.9	-0.6	2.4	-13.2	-121.2	135.2	-27.1	-0.1	-43.2	-1.2	-10.7
Q3	-13.8	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.8	-111.2	149.3	-52.9	0.0	30.6	-17.3	0.6
Q4	21.0	-8.8	32.4	-0.1	-2.5	76.2	-93.4	174.9	-6.0	0.6	31.5	23.0	-24.1
2023 Aug.	2.9	-16.6	19.1	0.4	0.0	-4.9	-36.7	53.1	-21.3	0.0	-22.9	0.6	-4.2
Sep.	4.1	-15.8	16.2	-0.2	3.9	-9.8	-32.7	42.5	-19.7	0.0	56.2	-5.5	5.0
Oct.	5.7	-23.6	31.6	-0.4	-1.9	-4.5	-55.7	62.1	-10.8	-0.1	-9.8	-2.0	-18.7
Nov.	4.0	-5.9	5.5	0.7	3.7	19.7	-34.0	60.9	-7.4	0.1	24.3	13.4	-10.8
Dec.	11.3	20.7	-4.7	-0.4	-4.3	61.0	-3.8	51.9	12.2	0.6	17.0	11.6	5.4
2024 Jan. (p)	-8.6	-40.8	35.2	-3.2	0.2	9.5	-31.8	49.6	-7.9	-0.3	-43.8	-13.2	-15.5
<b>Growth rates</b>													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.1	-4.3	9.3
2022	3.7	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.1	2.3	19.9	0.4	3.6	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	-0.2	-4.6
2023 Q1	1.2	-9.4	105.8	3.1	-18.7	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.8	-8.4	0.3	3.1
Q2	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.4	97.1	-0.3	20.9	-14.2	0.5	-2.3
Q3	-1.2	-14.1	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.5	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	-0.2	-4.6
2023 Aug.	-2.3	-15.7	107.5	0.8	37.5	0.2	-6.7	124.2	-2.4	-1.0	-18.6	-7.5	-2.5
Sep.	-1.2	-14.1	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.5	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Oct.	-2.0	-14.2	73.0	0.7	45.8	-0.5	-8.3	134.1	-4.0	-28.7	-10.7	-16.0	-2.9
Nov.	-1.9	-13.0	59.3	1.0	102.4	-0.3	-8.5	132.1	-4.3	-18.6	-8.4	-9.1	-5.1
Dec.	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	-0.2	-4.6
2024 Jan. (p)	-1.0	-11.2	49.9	-3.1	58.3	0.3	-8.3	121.4	-4.3	39.2	-5.4	-4.8	-6.7

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans <sup>2)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
2021	6,531.5	994.3	5,535.3	14,805.8	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,577.2	888.1
2022	6,361.6	1,004.6	5,332.0	15,390.1	12,990.2	13,183.7	5,131.2	6,632.2	1,079.3	147.6	1,563.7	836.3
2023	6,315.4	994.7	5,295.4	15,491.8	13,035.4	13,262.2	5,126.8	6,647.3	1,122.4	139.0	1,559.0	897.4
2023 Q1	6,353.2	995.3	5,333.0	15,426.3	13,019.5	13,214.7	5,136.0	6,665.6	1,076.5	141.4	1,556.9	849.9
Q2	6,275.3	986.6	5,263.3	15,426.5	12,982.2	13,210.7	5,126.9	6,634.3	1,078.5	142.5	1,575.1	869.3
Q3	6,212.1	989.2	5,197.9	15,429.0	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.3	137.2	1,576.9	874.6
Q4	6,315.4	994.7	5,295.4	15,491.8	13,035.4	13,262.2	5,126.8	6,647.3	1,122.4	139.0	1,559.0	897.4
2023 Aug.	6,257.7	987.3	5,245.3	15,414.5	12,963.8	13,186.6	5,119.9	6,632.8	1,079.9	131.2	1,573.7	877.1
Sep.	6,212.1	989.2	5,197.9	15,429.0	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.3	137.2	1,576.9	874.6
Oct.	6,197.1	987.3	5,184.7	15,452.2	13,008.9	13,224.5	5,112.9	6,641.8	1,119.1	135.1	1,563.0	880.3
Nov.	6,226.6	986.0	5,215.4	15,471.8	13,033.9	13,243.3	5,118.2	6,652.6	1,129.0	134.1	1,560.0	877.9
Dec.	6,315.4	994.7	5,295.4	15,491.8	13,035.4	13,262.2	5,126.8	6,647.3	1,122.4	139.0	1,559.0	897.4
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	6,248.4	984.1	5,238.8	15,495.3	13,001.0	13,245.1	5,110.7	6,634.0	1,124.7	131.6	1,584.3	909.9
<b>Transactions</b>												
2021	663.0	-0.9	673.6	563.0	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	78.0	9.2
2022	175.9	9.4	165.7	634.8	624.3	680.5	269.9	242.0	125.8	-13.4	16.9	-6.4
2023	-160.8	-16.6	-144.4	55.4	23.4	70.0	-5.5	6.3	30.7	-8.1	-13.8	45.8
2023 Q1	-72.9	-17.4	-55.3	2.5	3.7	7.5	-2.1	14.9	-3.0	-5.9	-9.7	8.5
Q2	-75.1	-8.6	-67.0	0.9	-32.0	-0.9	-5.1	-28.6	0.8	1.0	17.6	15.3
Q3	-18.4	1.6	-19.6	8.1	-0.1	-11.6	-8.4	1.6	12.1	-5.3	2.4	5.8
Q4	5.6	7.8	-2.5	44.0	51.7	75.0	10.2	18.5	20.9	2.2	-24.1	16.3
2023 Aug.	14.8	2.4	12.8	-23.6	-24.1	-27.9	-3.9	4.2	-20.2	-4.3	0.3	0.3
Sep.	1.0	1.6	-0.6	16.7	13.0	7.9	-5.2	2.2	10.1	6.0	4.2	-0.5
Oct.	-16.4	0.9	-17.4	32.4	37.1	34.3	2.7	10.0	26.3	-1.8	-12.9	8.2
Nov.	-14.2	-2.1	-12.2	4.9	19.3	26.7	-3.9	11.5	12.5	-0.8	-6.9	-7.5
Dec.	36.3	9.0	27.2	6.7	-4.6	14.0	11.4	-3.0	-17.9	4.9	-4.3	15.6
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-45.2	-8.4	-37.0	7.1	-29.2	-12.2	-13.5	-12.5	4.2	-7.4	27.7	8.6
<b>Growth rates</b>												
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.2	1.0
2022	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-0.9	5.4
2023 Q1	-0.1	-1.5	0.1	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	5.0	-9.7	-1.3	2.0
Q2	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.5	1.1	0.6	-12.2	1.0	4.5
Q3	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	-13.9	1.7	5.0
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-0.9	5.4
2023 Aug.	-2.1	-2.1	-2.1	0.6	0.1	0.7	0.1	0.4	0.4	-13.9	1.7	5.2
Sep.	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	-13.9	1.7	5.0
Oct.	-2.6	-1.8	-2.7	0.4	0.0	0.4	-0.9	0.2	4.7	-14.2	1.3	5.0
Nov.	-2.8	-1.7	-3.1	0.2	0.0	0.4	-0.7	0.2	3.4	-10.5	-0.2	3.9
Dec.	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-0.9	5.4
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-2.5	-1.0	-2.8	0.4	-0.1	0.4	-0.4	-0.1	2.9	-10.4	1.3	6.4

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.



## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2				
<b>Outstanding amounts</b>										
2021	4,864.8	4,995.5	889.0	1,005.2	2,970.7	6,372.6	6,638.3	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,131.2	5,137.8	967.2	1,078.9	3,085.1	6,632.2	6,833.5	717.3	5,214.7	700.2
2023	5,126.8	5,150.4	914.0	1,091.1	3,121.7	6,647.3	6,865.2	733.5	5,227.8	685.9
2023 Q1	5,136.0	5,147.9	940.7	1,092.7	3,102.6	6,665.6	6,868.6	723.7	5,236.0	705.9
Q2	5,126.9	5,144.8	924.2	1,088.2	3,114.6	6,634.3	6,867.2	726.0	5,207.9	700.4
Q3	5,114.6	5,130.9	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,865.0	731.6	5,210.5	691.4
Q4	5,126.8	5,150.4	914.0	1,091.1	3,121.7	6,647.3	6,865.2	733.5	5,227.8	685.9
2023 Aug.	5,119.9	5,125.4	901.9	1,085.1	3,132.9	6,632.8	6,865.0	729.9	5,209.0	693.9
Sep.	5,114.6	5,130.9	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,865.0	731.6	5,210.5	691.4
Oct.	5,112.9	5,128.3	897.4	1,087.7	3,127.8	6,641.8	6,865.0	731.1	5,222.8	688.0
Nov.	5,118.2	5,137.3	902.1	1,087.5	3,128.6	6,652.6	6,866.7	732.1	5,231.6	688.9
Dec.	5,126.8	5,150.4	914.0	1,091.1	3,121.7	6,647.3	6,865.2	733.5	5,227.8	685.9
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	5,110.7	5,135.8	894.1	1,092.8	3,123.8	6,634.0	6,870.2	734.6	5,215.3	684.1
<b>Transactions</b>										
2021	176.9	208.3	-1.6	2.3	176.1	261.7	267.5	10.7	255.0	-3.9
2022	269.9	308.9	78.6	77.7	113.5	242.0	250.5	22.7	218.5	0.9
2023	-5.5	24.2	-44.4	10.2	28.7	6.3	24.0	19.8	8.6	-22.1
2023 Q1	-2.1	4.3	-24.1	11.0	11.0	14.9	17.9	4.6	15.0	-4.7
Q2	-5.1	-0.9	-15.1	-2.9	12.9	-28.6	0.4	3.9	-27.6	-4.9
Q3	-8.4	-10.0	-21.8	-3.2	16.6	1.6	0.8	7.5	2.8	-8.7
Q4	10.2	30.9	16.6	5.3	-11.7	18.5	4.9	3.8	18.5	-3.8
2023 Aug.	-3.9	-17.0	-18.9	-3.2	18.3	4.2	1.7	2.7	3.9	-2.3
Sep.	-5.2	6.1	0.2	-0.5	-4.9	2.2	1.8	2.6	1.8	-2.2
Oct.	2.7	0.6	-4.1	3.1	3.6	10.0	1.2	0.3	12.3	-2.7
Nov.	-3.9	13.4	7.6	-2.4	-9.1	11.5	2.8	1.5	9.4	0.7
Dec.	11.4	16.9	13.1	4.5	-6.2	-3.0	0.8	2.0	-3.2	-1.9
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-13.5	-11.6	-19.1	1.7	3.9	-12.5	4.9	1.0	-12.2	-1.2
<b>Growth rates</b>										
2021	3.8	4.3	-0.2	0.2	6.3	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	0.9	0.9	0.1	0.4	2.8	0.2	-3.1
2023 Q1	4.5	5.3	4.0	9.1	3.1	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.8
Q2	2.5	3.1	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.2	-1.7
Q3	-0.4	0.2	-9.0	2.2	1.4	0.2	0.8	2.9	0.2	-2.7
Q4	-0.1	0.5	-4.6	0.9	0.9	0.1	0.4	2.8	0.2	-3.1
2023 Aug.	0.1	0.7	-7.8	2.6	1.8	0.4	1.0	3.0	0.5	-2.5
Sep.	-0.4	0.2	-9.0	2.2	1.4	0.2	0.8	2.9	0.2	-2.7
Oct.	-0.9	-0.3	-9.6	1.5	1.1	0.2	0.6	2.8	0.3	-3.1
Nov.	-0.7	0.0	-7.9	1.3	0.9	0.2	0.5	2.7	0.3	-3.1
Dec.	-0.1	0.5	-4.6	0.9	0.9	0.1	0.4	2.8	0.2	-3.1
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-0.4	0.2	-5.8	0.8	0.8	-0.1	0.3	2.8	-0.1	-3.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2021	736.9	6,886.2	1,838.9	37.1	1,999.2	3,010.9	1,377.6	413.1	128.5	136.8
2022	649.0	6,752.7	1,782.6	45.9	2,121.9	2,802.4	1,333.4	385.4	137.8	147.6
2023	461.3	7,338.4	1,826.4	90.5	2,424.1	2,997.5	1,860.6	268.9	155.0	152.6
2023 Q1	573.9	6,912.1	1,791.9	55.5	2,168.4	2,896.3	1,426.2	331.4	152.1	165.8
Q2	485.0	6,984.3	1,806.8	61.5	2,229.8	2,886.2	1,465.0	293.9	168.6	172.6
Q3	456.0	7,143.7	1,825.0	72.9	2,367.0	2,878.8	1,635.2	317.7	153.8	163.3
Q4	461.3	7,338.4	1,826.4	90.5	2,424.1	2,997.5	1,860.6	268.9	155.0	152.6
2023 Aug.	439.5	7,140.5	1,807.1	68.0	2,342.1	2,923.3	1,579.7	255.4	165.9	161.8
Sep.	456.0	7,143.7	1,825.0	72.9	2,367.0	2,878.8	1,635.2	317.7	153.8	163.3
Oct.	440.0	7,225.5	1,819.7	77.7	2,415.4	2,912.8	1,735.8	251.7	163.1	151.4
Nov.	407.6	7,273.7	1,827.9	83.7	2,414.7	2,947.5	1,794.2	191.7	170.4	162.0
Dec.	461.3	7,338.4	1,826.4	90.5	2,424.1	2,997.5	1,860.6	268.9	155.0	152.6
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	454.6	7,374.7	1,829.6	97.0	2,449.0	2,999.1	1,960.2	218.1	165.7	159.7
<b>Transactions</b>										
2021	26.3	-38.0	-74.9	-5.0	-39.5	81.4	-111.2	-120.3	-8.3	-4.3
2022	-83.9	38.9	-89.7	-4.4	16.0	117.0	-70.5	-195.6	10.5	17.9
2023	-194.4	334.6	25.7	40.0	227.2	41.6	460.6	-189.0	19.8	9.0
2023 Q1	-81.8	80.4	5.9	5.0	58.3	11.3	63.7	-52.6	15.0	18.9
Q2	-88.7	96.7	13.9	6.1	61.8	14.9	92.9	-71.2	16.5	6.7
Q3	-29.1	98.1	17.3	11.4	45.0	24.5	128.3	-54.1	-13.0	-6.0
Q4	5.3	59.4	-11.3	17.6	62.1	-9.0	175.8	-11.1	1.2	-10.7
2023 Aug.	-24.6	28.7	0.1	3.5	17.2	7.9	27.6	-34.6	12.1	5.4
Sep.	16.4	38.2	16.3	4.9	10.5	6.6	58.7	36.8	-10.3	4.8
Oct.	-16.0	34.0	-4.4	4.8	25.6	8.0	58.9	-78.3	9.3	-12.0
Nov.	-32.5	15.6	-4.9	6.0	15.9	-1.5	62.7	-28.0	7.3	10.7
Dec.	53.8	9.8	-2.0	6.8	20.5	-15.5	54.1	95.2	-15.4	-9.4
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-6.5	60.7	2.4	6.5	37.3	14.6	100.6	-50.8	10.7	7.0
<b>Growth rates</b>										
2021	3.7	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.6	-4.8	-13.0	0.6	4.1	-	-	7.9	12.7
2023	-29.8	4.9	1.4	80.1	10.6	1.5	-	-	14.4	5.9
2023 Q1	-22.6	2.3	-3.4	-0.5	4.9	4.0	-	-	-4.2	1.3
Q2	-37.6	3.5	-2.2	25.0	8.7	3.0	-	-	1.7	10.2
Q3	-30.3	5.0	1.4	48.7	10.5	2.4	-	-	5.7	14.1
Q4	-29.8	4.9	1.4	80.1	10.6	1.5	-	-	14.4	5.9
2023 Aug.	-34.9	4.5	-0.4	37.0	10.1	3.0	-	-	5.9	11.5
Sep.	-30.3	5.0	1.4	48.7	10.5	2.4	-	-	5.7	14.1
Oct.	-34.5	5.6	1.7	57.7	11.1	3.0	-	-	14.9	-0.6
Nov.	-40.3	5.3	1.3	68.4	10.3	2.9	-	-	7.5	-2.7
Dec.	-29.8	4.9	1.4	80.1	10.6	1.5	-	-	14.4	5.9
2024 Jan. <sup>(p)</sup>	-20.7	5.2	1.6	85.3	10.3	2.0	-	-	8.4	4.2

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
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-1.9
2022 Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9
2023 Q1	-3.7	.	.	.	.	-2.0
Q2	-3.8	.	.	.	.	-2.1
Q3	-3.5	.	.	.	.	-1.7

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
2019	46.3	45.8	12.9	13.1	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.6
2021	47.0	46.2	13.2	13.1	15.1	0.8	52.2	47.2	10.2	5.9	1.5	23.9	5.0
2022	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.4	9.9	5.9	1.7	22.8	5.1
2022 Q4	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.4	9.9	5.9	1.7	22.8	5.1
2023 Q1	46.6	45.8	13.4	12.8	14.8	0.8	50.3	45.2	9.8	5.8	1.7	22.7	5.1
Q2	46.4	45.6	13.4	12.7	14.8	0.8	50.2	45.1	9.8	5.8	1.7	22.7	5.1
Q3	46.4	45.6	13.4	12.6	14.8	0.8	49.8	44.8	9.8	5.8	1.7	22.6	5.0

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
2019	84.1	3.0	13.2	67.8	45.8	30.8	38.3	7.7	76.3	15.6	27.9	40.6	82.7	1.3
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.6	39.1	42.5	11.1	86.0	18.9	30.9	47.3	95.5	1.7
2021	94.7	3.0	13.8	77.9	55.2	41.3	39.5	9.8	84.9	17.5	30.1	47.1	93.3	1.4
2022	90.9	2.7	13.2	75.0	53.4	40.2	37.5	8.8	82.1	16.3	28.9	45.7	90.0	0.9
2022 Q4	90.9	2.7	13.2	75.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90.7	2.5	12.8	75.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90.3	2.5	12.5	75.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89.9	2.5	12.2	75.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors <sup>1)</sup>

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	-1.2	0.9
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.3	9.6
2021	-2.4	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-3.8	1.9	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.4	2.7
2022 Q4	-3.8	1.9	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.4	2.7
2023 Q1	-3.8	2.0	-0.7	-0.7	-1.1	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.7	-5.1	2.3
Q2	-3.2	2.1	-0.7	-1.0	-1.4	0.1	0.2	0.1	0.7	-0.4	-4.5	2.4
Q3	-2.3	1.7	0.0	-0.5	-0.7	-0.2	0.2	0.1	0.6	-0.1	-4.1	2.8

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 <sup>1)</sup>

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.1	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	13.9	12.5	4.5	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2022 Q4	13.1	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023 Q1	13.5	12.3	4.2	1.2	0.3	8.1	1.8	1.2	1.0	1.9	2.0	2.1	0.7
Q2	13.6	12.3	3.6	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
Q3	13.8	12.4	3.8	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
2023 Aug.	13.5	12.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.7	2.0	1.9	3.2	1.4
Sep.	13.8	12.4	3.8	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
Oct.	13.4	12.0	3.5	1.4	0.3	8.2	2.0	1.1	2.0	2.0	1.7	3.5	1.7
Nov.	13.6	12.3	3.8	1.4	0.4	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.7	3.6	1.8
Dec.	13.9	12.5	4.5	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Jan.	13.3	11.9	4.1	1.4	0.4	8.2	2.0	1.2	2.0	2.0	1.6	3.6	2.1

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	0.9
2020	-8.9	-4.3	-5.4	-5.0	-9.7	-10.1	-9.0	-7.3	-9.6	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.5	-2.5	-8.8	-1.9
2022	-3.5	-2.5	-1.0	1.7	-2.4	-4.7	-4.8	0.1	-8.0	2.4
2022 Q4	-3.5	-2.5	-1.0	1.7	-2.4	-4.7	-4.8	0.1	-8.0	2.4
2023 Q1	-3.9	-3.0	-1.3	2.0	-2.5	-4.4	-4.6	-0.2	-8.1	3.0
Q2	-4.0	-3.1	-1.7	2.2	-2.4	-4.6	-4.9	-0.4	-7.9	3.4
Q3	-4.1	-2.7	-2.2	1.9	-1.2	-4.4	-4.8	0.3	-6.8	3.2
Government debt										
2019	97.6	59.6	8.5	57.1	180.6	98.2	97.4	70.9	134.2	93.0
2020	111.8	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.6	86.8	154.9	114.9
2021	108.0	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	112.9	78.1	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.6	111.6	111.8	68.2	141.7	85.6
2022 Q4	104.3	66.1	18.5	44.4	172.6	111.6	111.8	68.2	141.7	85.6
2023 Q1	106.4	65.7	17.2	43.6	169.3	111.2	112.3	69.1	140.9	83.1
Q2	105.9	64.7	18.5	43.2	167.1	111.2	111.8	66.5	142.5	85.1
Q3	108.0	64.8	18.2	43.6	165.5	109.8	111.9	64.4	140.6	79.4
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0.5	0.5	2.2	0.5	1.8	0.6	0.1	0.7	-1.2	-0.9
2020	-4.5	-6.5	-3.4	-9.6	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.4	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.6	-7.5	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.7	-0.3	-5.7	-0.1	-3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-0.8
2022 Q4	-4.6	-0.7	-0.3	-5.6	-0.1	-3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-0.5
2023 Q1	-4.4	-1.2	-0.6	-4.8	-0.1	-3.3	0.1	-3.2	-2.6	-0.4
Q2	-3.0	-1.2	-0.7	-4.2	-0.2	-3.6	0.0	-3.2	-3.4	-1.1
Q3	-3.3	-1.1	-0.4	-3.4	0.1	-3.5	0.5	-3.5	-4.7	-1.5
Government debt										
2019	36.7	35.8	22.4	40.0	48.6	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.2	46.2	24.6	52.2	54.7	83.0	134.9	79.6	58.9	74.7
2021	44.0	43.4	24.5	54.0	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.5
2022	41.0	38.1	24.7	52.3	50.1	78.4	112.4	72.3	57.8	73.3
2022 Q4	41.0	38.1	24.7	51.6	50.1	78.4	112.4	72.3	57.8	73.3
2023 Q1	43.0	38.1	28.3	51.5	48.3	80.2	112.3	72.0	58.0	73.3
Q2	39.5	38.1	28.2	49.6	46.9	78.5	110.0	70.4	59.6	74.5
Q3	41.4	37.4	25.7	49.3	45.9	78.2	107.5	71.4	58.6	73.8

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2024

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 6.3.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565  
Luettelonumero QB-BP-24-002-FI-N