

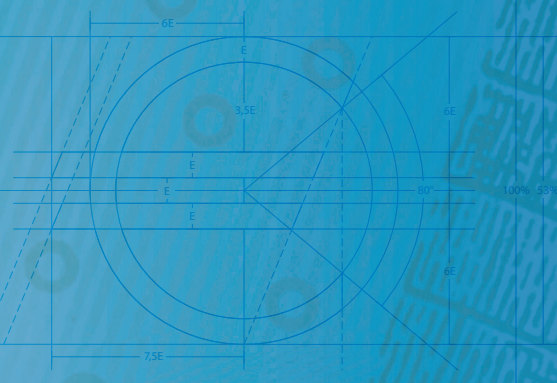


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

2/2022



Sisällys

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	9
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	19
3 Talouskehitys euroalueella	25
4 Hinnat ja kustannukset	32
5 Rahan määrä ja luotonanto	39
6 Julkisen talouden kehitys	47
Kehikot	51
1 Tarjontakapeikat euroalueella ja Yhdysvalloissa: mikä on tilanne?	51
2 Luottoriskin osuus joukkovelkakirjalainojen markkinahintojen viimeaikaisessa määräytymisessä	55
3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 3.11.2021–8.2.2022	62
4 Yritysten säästämistä pandemia-aikana	69
5 Varastosyklin rooli nykyisessä talouden elpymisessä	73
6 Euroalueen työmarkkinoiden elpyminen EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen valossa	78
7 Mitkä aluerät ovat omistusasumisen kustannusten kasvun takana?	84
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

Venäjäen hyökkäys Ukrainaan vaikuttaa olennaisesti talouskehitykseen ja inflaatioon. Energian ja raaka-aineiden hinnat nousevat, kansainvälinen kaupankäynti hankaloituu ja luottamus tulevaisuuteen heikkenee. Vaikutuksen suuruus riippuu siitä, miten konflikti etenee ja miten pakotteet ja mahdolliset uudet toimet vaikuttavat.

Sodan vaikutusta arvioitaessa on kuitenkin muistettava, että euroalueen talous on muuten vankalla pohjalla ja sitä tuetaan mittavin toimin. Talouden elpyminen vahvistuu, ja koronaviruksen omikronmuunnoksen vaikutus hälvenee. Tuotannon häiriöt ovat alkaneet vähentyä, ja työmarkkinatilanne on kohentunut koko ajan. Maaliskuun 2022 EKP:n asiantuntija-arvioiden perusskenaariossa, joissa on pyritty tekemään ensiarvio Ukrainan sodan vaikutuksesta, BKT:n arvioidaan kasvavan jonkin aikaa odotettua hitaammin konfliktin seurauksena.

Inflaatio on pysynyt ennakoitua voimakkaampana energian odottamattoman kallistumisen vuoksi. Yhä useampien tuotteiden hinnat nousevat. Inflaatiovauhti on siksi arvioitu nyt merkittävästi nopeammaksi kuin joulukuisten asiantuntija-arvioiden perusskenaariossa. Pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat useiden eri mittarien mukaan asettuneet taas EKP:n inflaatiotavoitteen tuntumaan. EKP:n neuvosto pitää yhä todennäköisempänä, että inflaatio vakaantuu kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä.

Asiantuntija-arvioiden osana julkaistuissa vaihtoehtoisissa skenaarioissa tarkastellaan sodan mahdollista vaikutusta talouteen ja rahoitusmarkkinoihin. Taloudellinen toiminta voi heikentyä merkittävästi, jos energian ja raaka-aineiden hinnannousu kiihtyy ja sota heikentää kauppaa ja talouden ilmapiiriä yhä enemmän. Inflaatiokin voi nopeutua tuntuvasti joksikin aikaa. Kaikissa skenaarioissa inflaation arvioidaan kuitenkin hidastuvan vähitellen ja vakaantuvan kahden prosentin tavoitteen tuntumaan vuonna 2024.

Päivitetyn tilannearvion pohjalta ja tilanteen epävarmuuden huomioon ottaen EKP:n neuvosto on muuttanut lähikuukausien ostotahtia omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP). Ostoja on tarkoitus tehdä huhtikuussa nettomääräisesti 40 miljardilla eurolla, toukokuussa 30 miljardilla eurolla ja kesäkuussa 20 miljardilla eurolla. Kolmannella vuosineljänneksellä ostojen määrä riippuu siitä, millaisia tietoja talouskehityksestä saadaan ja miten ne vaikuttavat EKP:n neuvoston tilannearvioon. Jos tiedot tukevat odotusta, että keskipitkän aikavälin inflaationäkymät eivät heikkene netto-ostojen päätyttyäkään, EKP:n neuvosto päättää lopettaa netto-ostot APP-ohjelmassa kolmannella vuosineljänneksellä. Jos keskipitkän aikavälin inflaationäkymät muuttuvat ja rahoitusolot lakkaavat tukemasta inflaation vakaantumista tavoitteen mukaiseksi, EKP:n neuvosto on valmis muuttamaan taas netto-ostojen kestoja ja/tai tahtia. EKP:n ohjauskorkoja aletaan muuttaa vasta jonkin aikaa sen jälkeen, kun

netto-ostot APP-ohjelmassa ovat päättyneet, ja silloinkin muutoksia tehdään asteittain. Ohjauskorot kehittyvät EKP:n neuvoston ennakoidun viestinnän mukaisesti, ja niiden perustana on strategiaan kirjattu sitoumus vakauttaa inflaatiouauhti kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä. Ohjauskorkojen odotetaan siis pysyvän nykytasolla, kunnes inflaatiouauhti nopeutuu kestävästi kahteen prosenttiin jo hyvissä ajoin ennen arviointijakson loppua ja EKP:n neuvosto katsoo pohjainflaation kehityksen olleen riittävää, jotta inflaation voidaan odottaa vakaantuvan kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä. Muut rahapoliittiset toimet on pidetty ennallaan.

Taloudellinen toiminta

Vuonna 2021 maailmantalous kasvoi vankasti pandemiasta ja monenlaisista toimitushäiriöistä huolimatta. Kyselypohjaisten indikaattorien perusteella taloudellinen toiminta on lisääntynyt myös vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä. Venäjän ja Ukrainan sota luo synkän varjon muutoin myönteisten kasvunäkymien ylle. Viimeaikaisten kyselytutkimusten perusteella talouskehitys voimistui tammi-helmikuussa, kun pandemiasta ja toimitusongelmista johtuvat esteet vähenevät. Sodan taloudellisten seurauksien ja tukitoimien vähittäisen purkamisen vuoksi maailmantalouden kasvu etenkin vuosina 2022–2023 on nyt kuitenkin arvioitu hitaammaksi kuin joulukuisissa asiantuntija-arvioissa. Maailmantalouden BKT:n (ilman euroaluetta) arvioidaan kasvaneen 6,3 % vuonna 2021. Sen ennakoitaan hidastuvan ja olevan 4,1 % vuonna 2022 ja 3,6 % vuosina 2023 ja 2024. Euroalueen vientikysynnän kasvun arvioidaan hidastuvan ja olevan 9,9 % vuonna 2021 ja 4 % vuonna 2022 sekä 3,2 % vuonna 2023 ja 3,6 % vuonna 2024. Konflikti vaikuttaa euroalueen vientikysyntään enemmän kuin tuonnin kasvuun maailmantaloudessa, sillä euroalue on käynyt paljon kauppaa Venäjän sekä konfliktista eniten kärsivien Keski- ja Itä-Euroopan maiden kanssa. Euroalueen vientikysynnän kasvuvauhti vuonna 2022 on pidetty samana kuin edellisissä asiantuntija-arvioissa, eli hyökkäyksen takia edellisvuoden myönteisen kasvuperinnön vaikutus ei näy lukemissa. Vientikysynnän kasvu vuosina 2023 ja 2024 on nyt arvioitu aiempaa heikommaksi. Toimitushäiriöiden odotetaan vähenevän vuoden 2022 kuluessa ja poistuvan vuonna 2023. Euroalueen kilpailijamaiden vientihinnat on arvioitu aiempaa korkeammiksi vuosina 2022 ja 2023 raaka-aineiden hinnannousun, toimitushäiriöiden ja kysynnän elpymisen myötä. Maailmantalouden kehitys voi kuitenkin poiketa perusskenaariosta, jos esimerkiksi pandemiakehitys muuttuu. Venäjän ja Ukrainan sota vielä kasvattaa epävarmuutta. Pahimmassa tapauksessa kriisin laajeneminen voisi suistaa maailmantalouden elpymisen raiteiltaan ja kiihdyttää inflaatiota.

Venäjän ja Ukrainan sota vaikuttaa olennaisesti taloudelliseen toimintaan euroalueella, sillä energian ja raaka-aineiden hinnat nousevat, kansainvälinen kaupankäynti hankaloituu ja luottamus tulevaisuuteen heikkenee. Euroalueen talous on kuitenkin vankalla pohjalla, ja sitä tuetaan mittavin toimin. BKT kasvoi 5,3 % vuonna 2021 ja palasi vuodenvaihteessa pandemiaa edeltäneisiin lukemiin. Loppuvuodesta kasvu kuitenkin hidastui. Viimeisellä vuosineljänneksellä kasvuvauhti oli 0,3 %, ja kehityksen odotetaan pysyvän heikkona myös vuoden 2022

ensimmäisellä neljänneksellä. Talousnäkymät riippuvat pitkälti Venäjän ja Ukrainan sodan kulusta sekä talous- ja rahoituspakotteiden ja muiden toimien vaikutuksesta. Muita kasvun tiellä olleita esteitä kuitenkin poistuu. Asiantuntija-arvioiden perusskenaariossa euroalueen talouskasvu on vuonna 2022 yhä vankkaa, mutta se jää hitaammaksi kuin ennen sodan puhkeamista odotettiin. Koronaviruksen leviämisen hillitsemiseksi toteutetuilla toimilla on omikronmuunnoksen kohdalla ollut pienempi vaikutus talouskehitykseen kuin aiempien tartunta-aaltojen yhteydessä, ja toimia on jo alettu purkaa. Myös pandemian aiheuttamat toimitushäiriöt ovat jonkin verran helpottaneet, ja työmarkkinatilanne on kohentunut jatkuvasti. Vaikka energian hinnannousu aiheuttaa tuntuvia ongelmia ihmisille ja yrityksille, tilannetta saattavat jonkin verran helpottaa valtioiden tukitoimet ja pandemian aikana kertyneet säästöt.

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusasema kohenee edelleen, sillä koronaviruskriisin yhteydessä alijäämät ehtivät kasvaa hyvin suuriksi. Kehitys voi kuitenkin poiketa perusskenaariosta, sillä etenkin sota Ukrainassa voi kasvattaa alijäämiä. Suurimmillaan vuonna 2020 julkisen talouden alijäämäsuhte oli 7,2 %, ja perusskenaariossa sen arvioidaan olleen vuonna 2021 enää 5,5 %. Vuonna 2022 alijäämäsuhteen arvioidaan olevan 3,1 % ja arviointijakson lopussa 2 %. Euroalueen finanssipolitiikan mitoitus tuki kasvua voimakkaasti vuonna 2020, mutta sen arvioidaan kiristyneen hieman vuonna 2021 (puhdistettuna EU:n elpymisrahaston avustusten vaikutuksesta). Vuonna 2022 merkittävä osa koronaviruskriisiin liittyvistä tuista poistuu, joten mitoituksen arvioidaan vielä kiristyvän. Arviointijakson kahtena viimeisenä vuonna finanssipolitiikan arvioidaan kiristyvän vain hyvin vähän, sillä taloutta tuetaan yhä merkittävästi. Taloutta voidaan suojata vaikeassa tilanteessa valtioiden ja EU:n finanssipoliittisilla toimilla. Finanssipolitiikalla on kyettävä reagoimaan joustavasti tilanteen kehittyessä. Finanssipoliittisia tukitoimia tarvitaan vielä, vaikka keskipitkällä aikavälillä tavoitteena on paluu normaaliin finanssipolitiikkaan.

Asiantuntija-arvioiden perusskenaariossa vankka kotimainen kysyntä edistää kasvua keskipitkällä aikavälillä, kun työmarkkinatilanne vahvistuu. Kun yhä useammilla on työpaikka, kotitalouksien tulot kasvavat ja kulutus lisääntyy. Maailmantalouden elpyminen sekä jatkuva finanssi- ja rahapoliittinen tuki parantavat nekin kasvunäkymiä. Finanssi- ja rahapolitiikan tuki on erityisen tärkeää vaikeassa maantieteellis-poliittisessa tilanteessa. Euroalueen talouden odotetaan yhä kasvavan vahvasti vuonna 2022, mutta kasvuvauhti jää hitaammaksi kuin ennen sodan puhkeamista odotettiin. Maaliskuun 2022 asiantuntija-arvioissa euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvaneen 5,4 % vuonna 2021 ja kasvavan 3,7 % vuonna 2022 sekä 2,8 % vuonna 2023 ja 1,6 % vuonna 2024. Vuosien 2022 ja 2023 talouskasvu on nyt arvioitu hitaammaksi kuin joulukuisissa arvioissa. Konfliktin oletetaan vaikuttavan energiatoimituksiin ja luottamukseen vain tilapäisesti, eikä sen oleteta aiheuttavan merkittäviä häiriöitä kansainvälisissä toimitusketjuissa. Epäsuotuisassa skenaariossa Venäjälle asetetaan tiukempia pakotteita, mikä aiheuttaa jonkin verran häiriöitä kansainvälisissä arvoketjuissa. Energia kallistuu, euroalueen tuotanto supistuu tilapäisesti, rahoitusmarkkinoilla ilmenee enemmän häiriöitä ja epävarmuus pitkittyy. Tässä skenaariossa euroalueen talouskasvu olisi 1,2 prosenttiyksikköä hitaampi kuin perusskenaariossa vuonna 2022. Vuonna 2023 ero perusskenaarioon olisi enää pieni, ja tilanteen normalisoituessa vuonna 2024 kasvu olisi jonkin verran

nopeampaa kuin perusskenaariossa. Vaikeassa skenaariossa energian hinta nousee huomattavien toimitushäiriöiden vuoksi enemmän kuin epäsuotuisassa skenaariossa, ja lisäksi oletetaan, että rahoitusmarkkinoilla hinnoitellaan riskejä uudelleen tuntuvasti. Vaikeassa skenaariossa BKT:n kasvu jää vuonna 2022 todennäköisesti 1,4 prosenttiyksikköä heikommaksi kuin perusskenaariossa, vuonna 2023 eroa on yhä 0,5 prosenttiyksikköä, ja vuonna 2024 normalisoitumisen vaikutus jää vielä melko vaatimattomaksi.

Inflaatio

Inflaatiovauhti oli helmikuussa 5,8 % (tammikuussa 5,1 %), ja sen odotetaan nopeutuvan vielä jonkin aikaa. Tärkein tekijä nopean inflaation taustalla oli energian hintakehitys. Energia kallistui helmikuussa 31,7 %, mikä vaikuttaa hintoihin useilla eri toimialoilla. Myös elintarvikkeet ovat aiempaa kalliimpia kausiluontoisten tekijöiden sekä korkeiden kuljetuskustannusten ja lannoitehintojen nousun vuoksi. Viime viikkoina energiakustannukset ovat jatkaneet nousuaan, ja sota Ukrainassa voi vaikuttaa joidenkin elintarvikkeiden ja raaka-aineiden hintoihin. Hinnat nousevat yhä laaja-alaisemmin, ja useimpien indikaattorien perusteella pohjainflaatio on viime kuukausien jälkeen jo yli 2 %. Vielä ei kuitenkaan ole varmuutta siitä, kuinka pitkään indikaattorit pysyvät näissä lukemissa, sillä hintojen nousun taustalla on ohimeneviä pandemiaan liittyviä tekijöitä ja myös energian kallistuminen vaikuttaa välillisesti. Markkinapohjaisten indikaattorien perusteella energia pysyy kalliina odotettua pitempään mutta hintakehitys maltillistuu arviointijakson kuluessa. Myös kansainvälisistä toimitushäiriöistä johtuvat hintapaineet väistyvät. Työmarkkinatilanne on parantunut koko ajan. Työttömyysaste laski tammikuussa 6,8 prosenttiin. Palkkakehitys on edelleen yleisesti ottaen vaimeaa, vaikka yhä useammilla toimialoilla on pulaa työvoimasta. Kun talous alkaa jälleen toimia täydellä teholla, myös palkkakehitys nopeutunee jonkin verran. Pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat useiden markkina- ja kyselypohjaisten indikaattorien perusteella kahden prosentin tuntumassa. Näiden tekijöiden tuella pohjainflaation odotetaan nopeutuvan ja kokonaisinflaation asettuvan kestävästi kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi.

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioissa vuotuinen inflaatiovauhti on 5,1 % vuonna 2022 ja 2,1 % vuonna 2023 sekä 1,9 % vuonna 2024 – eli etenkin vuonna 2022 huomattavasti nopeampi kuin joulukuisissa arvioissa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio on arvioiden mukaan keskimäärin 2,6 % vuonna 2022 ja 1,8 % vuonna 2023 sekä 1,9 % vuonna 2024, eli sekin on nyt arvioitu nopeammaksi. Epäsuotuisan skenaarion toteutuessa inflaatiovauhti olisi vielä 0,8 prosenttiyksikköä nopeampi vuonna 2022. Öljy- ja kaasumarkkinoiden tilanteen tasoittuessa myös energian hintakehitys rauhoittuisi vähitellen, ja inflaatio olisi lopulta hitaampaa kuin perusskenaariossa, etenkin vuonna 2024. Vaikeassa skenaariossa vuoden 2022 inflaatiovauhti olisi 2 prosenttiyksikköä nopeampi kuin perusskenaariossa, ja myös vuonna 2023 ero olisi merkittävä. Vuonna 2024 inflaatiovauhti olisi sama kuin perusskenaariossa, sillä voimakkaiden kerrannaisvaikutusten vuoksi energian hinnan lasku ei näkyisi kokonaisinflaatiossa.

Riskiarvio

Euroalueen talouskehitystä uhkaavat riskit ovat lisääntyneet tuntuvasti. Pandemiaan liittyvät riskit ovat vähentyneet, mutta Ukrainan sota voi vielä huonontaa talouden ilmapiiriä ja johtaa tuotantohäiriöiden pahenemiseen. Jos energia ei halpene ja luottamus tulevaisuuteen horjuu, kysyntä voi vaimeta odotettua enemmän, jolloin kulutus ja investoinnit jäävät vähäisemmiksi. Samat tekijät voivat nopeuttaa inflaatiokehitystä. Ukrainan sodan seurauksena etenkin energia voi kallistua huomattavasti arvioitua enemmän. Keskipitkän aikavälin inflaatio voi nopeutua, jos hintapaineet johtavat ennakoitua suurempiin palkankorotuksiin tai jos tarjontapuolen häiriöt pitkittyvät. Kysynnän heikkeneminen keskipitkällä aikavälillä voisi taas vähentää hintapaineita.

Rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden tilanne

Venäjän hyökättyä Ukrainaan finanssimarkkinat ovat heilahdelleet rajusti. Sodan puhjettua riskittömät markkinakorot, jotka olivat nousseet EKP:n neuvoston helmikuisen kokouksen jälkeen, laskivat taas jonkin verran. Myös osakkeiden hinnat ovat laskeneet. Venäjään kohdistuvat rahoituspakotteet, kuten eräiden venäläisten pankkien sulkeminen SWIFT-järjestelmän ulkopuolelle, eivät toistaiseksi ole aiheuttaneet voimakkaita jännitteitä rahamarkkinoilla eivätkä likviditeettivajetta euroalueen pankkijärjestelmässä. Pankkien taseet ovat yleisesti ottaen hyvässä kunnossa, sillä pankit ovat vakavaraisia ja niillä on aiempaa vähemmän järjestämättömiä lainoja. Pankkitoiminta on nyt yhtä kannattavaa kuin ennen pandemiaa. Yrityslainojen korot ovat nousseet jonkin verran, mutta asuntolainakorot ovat pysyneet vakaasti erittäin matalina. Vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä luotonanto yrityksille kasvoi vahvasti, mutta nyt yritykset ottavat taas vähemmän lainaa. Luotonanto kotitalouksille ja etenkin asuntolainojen myöntäminen on pysynyt vakaana.

Rahapoliittiset päätökset

Päivitetyn tilannearvion pohjalta ja tilanteen epävarmuuden huomioon ottaen EKP:n neuvosto päätti muuttaa lähikuukausien ostotahtia APP-ohjelmassa. Ostoja on tarkoitus tehdä huhtikuussa nettomääräisesti 40 miljardilla eurolla, toukokuussa 30 miljardilla eurolla ja kesäkuussa 20 miljardilla eurolla. Kolmannella vuosineljänneksellä netto-ostojen määrä riippuu siitä, millaisia tietoja talouskehityksestä saadaan ja miten ne vaikuttavat EKP:n neuvoston tilannearvioon. Jos tiedot tukevat odotusta, että keskipitkän aikavälin inflaationäkymät eivät heikkene netto-ostojen päätyttyäkään, EKP:n neuvosto päättää lopettaa netto-ostot APP-ohjelmassa kolmannella vuosineljänneksellä. Jos keskipitkän aikavälin inflaationäkymät muuttuvat ja rahoitusolot lakkaavat tukemasta inflaation vakaantumista tavoitteen mukaiseksi, EKP:n neuvosto on valmis muuttamaan taas netto-ostojen kestoja ja/tai tahtia.

APP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia aiotaan myös jatkaa täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa EKP:n ohjauskorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.

Perusrahoitusoperaatioiden korko on edelleen 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletuskorko -0,50 %.

EKP:n ohjauskorkoja aletaan muuttaa vasta jonkin aikaa sen jälkeen, kun netto-ostot APP-ohjelmassa ovat päättyneet, ja silloinkin muutoksia tehdään asteittain. Ohjauskorot kehittyvät EKP:n neuvoston ennakoivan viestinnän mukaisesti, ja niiden perustana on strategiaan kirjattu sitoumus vakauttaa inflaatiovahti kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä. Ohjauskorkojen odotetaan siis pysyvän nykytasolla, kunnes inflaatiovahti nopeutuu kestävästi kahteen prosenttiin jo hyvissä ajoin ennen arviointijakson loppua ja EKP:n neuvosto katsoo pohjainflaation kehityksen olleen riittävää, jotta inflaation voidaan odottaa vakaantuvan kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.

Vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) tehdään netto-ostoja maltillisempaan tahtiin kuin edeltäneellä neljänneksellä. PEPP-ohjelman netto-ostot päättyvät maaliskuun 2022 lopussa.

Omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2024 loppuun saakka. Erääntyvistä arvopapereista luovutaan vähin erin niin, että rahapolitiikka pysyy asianmukaisesti mitoitettuna.

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

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

Venäjän hyökättyä Ukrainaan tilanne on erittäin epävarma, ja häiriöiden leviäminen voi vaikuttaa euroalueen rahoitusmarkkinoihin. EKP:n neuvosto päätti siksi pitää 15.1.2023 saakka käytössä eurojärjestelmän repojärjestelyn (Eurosystem Repo Facility for Central Banks, EUREP) tavanomaisten euroalueen ulkopuolisille keskuspankeille tarjottavien likviditeettijärjestelyjen rinnalla. Näillä järjestelyillä varmistetaan kattavasti euomääräisen likviditeetin saatavuus silloinkin, jos euroalueen ulkopuolisilla markkinoilla on häiriöitä, jotka muuten voisivat heikentää EKP:n rahapolitiikan välittymistä. EKP:n neuvosto arvioi yksittäisten euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien likviditeettijärjestelyjen tarvetta tapauskohtaisesti.

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

1 Ulkoinen ympäristö

Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioissa maailmantalouden kasvun katsotaan jatkuneen vaimeana vuodenvaihteessa, kun koronaviruksen omikronmuunnos alkoi levitä nopeasti ja tarjontakapeikat pysyivät kireinä sekä raaka-aineiden hinnat korkeina. Venäjän ja Ukrainan sota langettaa merkittävästi epävarmuutta maailmantalouden näkymien ylle erityisesti lyhyellä aikavälillä. Globaalin BKT:n (ilman euroaluetta) arvioidaan kasvaneen 6,3 % vuonna 2021, ja kasvun ennakoitaan hidastuvan 4,1 prosenttiin vuonna 2022 ja 3,6 prosenttiin sekä vuonna 2023 että 2024. Edellisiin kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna maailmantalouden kasvua on tarkistettu nopeammiksi vuoden 2021 osalta, jolloin tavaroiden globaali kysyntä sai merkittävää talouspoliittista tukea. Sitä vastoin vuosien 2022 ja 2023 arvioita on tarkistettu aiempaa heikommiksi erityisesti Venäjän ja Ukrainan sodan sekä elvyttävän politiikan asteittaisen lopettamisen takia. Globaalin tuonnin kasvu elpyi vuonna 2021 voimakkaasti (12,1 %), mutta sen odotetaan vaimenevan vuonna 2022 talouskasvun hidastumisen sekä Venäjän ja Ukrainan sodasta ulkomaankaupalle aiheutuvien haittavaikutusten takia. Vuosina 2023 ja 2024 globaalin tuonnin arvioidaan kasvavan hitaammin, mikä johtuu meneillään olevan konfliktin vaikutuksista, alueellisesti laaja-alaisesta talouden vaimenemisesta sekä olettamuksesta, että kulutustavaroiden kysyntä vähitellen normalisoituu. Euroalueen vientikysynnän kasvun arvioidaan hidastuvan siten, että se on 9,9 % vuonna 2021, 4 % vuonna 2022, 3,2 % vuonna 2023 ja 3,6 % vuonna 2024. Globaaliin tuontiin verrattuna euroalueen vientikysyntä kärsii konfliktista enemmän, koska Venäjällä sekä muihin euroalueen ulkopuolisiin maihin verrattuna konfliktin haittavaikutuksille alttiimmilla Keski- ja Itä-Euroopan mailla on euroalueen ulkomaankaupassa suurempi paino. Edellisiin kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna euroalueen vientikysyntää koskeva arvio vuodelle 2022 on pidetty ennallaan, koska hyökkäyksen vaikutus kumoo vuoden 2021 positiivisen kasvuperinnön vaikutuksen, ja ennustetta on alennettu vuosille 2023 (-1,1 prosenttiyksikköä) ja 2024 (-0,3 prosenttiyksikköä). Tarjontakapeikkojen odotetaan alkavan helpottua vuonna 2022 ja purkautuvan kokonaan vuonna 2023. Arvioita euroalueen kilpailijoiden vientihinnoista vuosina 2022 ja 2023 on korotettu raaka-aineiden hintojen nousun, tarjontakapeikkojen ja kysynnän toipumisen myötä. Vaikka pandemian tuleva kehitys muodostaa edelleen tärkeän riskitekijän maailmantalouden perusskenaariossa, Venäjän ja Ukrainan sota voimistaa epävarmuutta merkittävästi. Vastaisuudessa konfliktin eskalaatioon liittyvä häntäriski saattaa muodostua merkittäväksi ja suistaa maailmantalouden elpymisen pois raiteiltaan sekä ruokkia inflaatiopaineita.

1.1 Maailmantalouden ja maailmankaupan kehitys

Maailmantalous kasvoi vuonna 2021 reippaasti pandemian uuden kiihtymisen ja tarjontakapeikkojen haittavaikutuksista huolimatta. Vuonna 2021 koronavirusstartunnat kiihtyivät eri aikoihin eri puolilla maailmaa, ja tautitilanne rasitti talouskasvua myös alueilla, joilla ei ollut ryhdytty ankariin rajoitustoimiin. Tästä huolimatta BKT:n kasvu elpyi edelleen, kun se hyötyi talouspoliittisesta tuesta sekä

tehdasteollisuustavaroiden globaalin kysynnän vahvasta nousukäänteestä yksityisen kulutuksen kohdistuttua pois palveluista pandemiarajoitusten myötä. Kun tuottajilla on vaikeuksia vastata kasvavaan kysyntään lisäämällä tavaroiden tarjontaa riittävässä määrin ja logistiikka-alan häiriöt haittaavat tuotantopanosten toimituksia, globaalien tuotantoverkoston häiriöt alkoivat rasittaa talousnäkyviä vuoden 2020 loppua kohti, mikä jarrutti talouden elpymistä vuonna 2021.¹ Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna maailmantalouden (ilman euroaluetta) BKT:n määrän kasvua vuonna 2021 tarkistettiin 0,3 prosenttiyksikköä ylöspäin 6,3 prosenttiin.

Kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat talouskasvun jatkumiseen vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä ja tarjontapuolen häiriöiden helpottumiseen vuoden 2021 lopusta lähtien. Helmikuussa globaalia kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi (ilman euroaluetta) nousi 53,1:een tammikuun 51:stä. Nousu johtui pääasiassa palvelusektorista, joka elpyi omikronmuunnoksen leviämisen vuodenvaihteesta aiheuttamasta notkahduksesta. Myös globaalia tehdasteollisuuden tuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi elpyi, mutta vähäisemmässä määrin, eli se viittasi positiiviseen, joskin maltilliseen kasvuun. Kaiken kaikkiaan omikronmuunnoksen taloudellisen vaikutuksen odotetaan jäävän maltilliseksi ja rajoittuvan vuoden 2022 ensimmäiseen neljännekseen. Tästä huolimatta mahdollisuutta uusien ja entistä aggressiivisempien virusmuunnosten esiintymisestä ei voida sulkea pois, ja siksi koronavirus muodostaa edelleen maailmantaloudelle heikomman kasvun riskin rokotteiden tarjoamasta suojasta huolimatta. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna globaalin BKT:n (ilman euroaluetta) vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen neljännesvuosikasvuennustetta on tarkistettu 0,7 prosenttiyksikköä alaspäin 0,5 prosenttiin pitkälti omikronmuunnoksen vaikutusten takia. Globaali toimittajien toimitusaikojen kuvaava ostopääällikköindeksi (ilman euroaluetta) on viime aikoina hieman parantunut, mutta se on edelleen kireä ja viittaa pitkiin toimitusaikoihin, sillä merikuljetukset ovat edelleen ruuhkautuneet. Tavarakaupan ja autojen tuotannon kasvu on viime kuukausina ollut voimakasta, mikä viittaa siihen, että tarjontarajoitteet ovat joillakin sektoreilla saattaneet alkaa helpottua. Kaiken kaikkiaan EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 kokonaistaloudellisissa arvioissa oletetaan edelleen, että tarjontakapeikat alkavat helpottua vuoden 2022 mittaan ja purkautuvat kokonaan vuoteen 2023 mennessä. Tämä toteutuu sitä mukaa, kun kulutuskysyntää kohdistuu takaisin tavaroista palveluihin ja kuljetuskapasiteetti ja puoli-johteiden tarjonta kasvavat suunniteltujen investointien myötä.

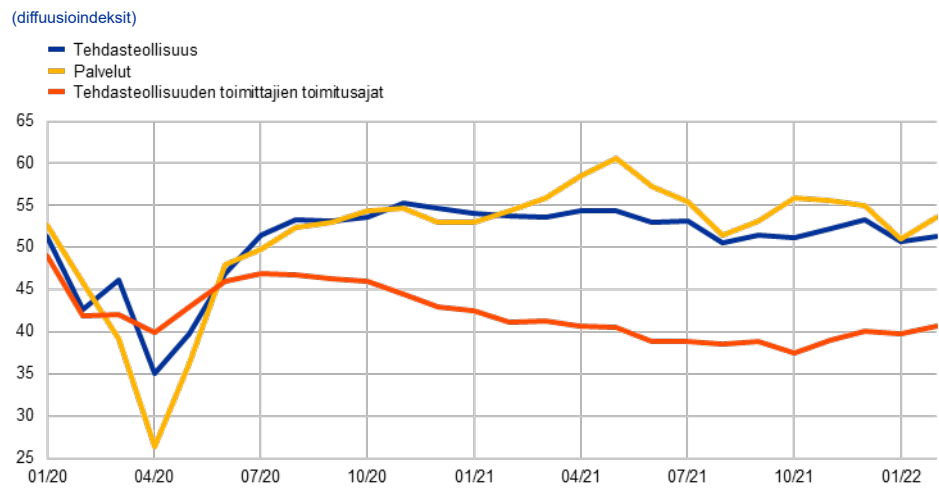
Venäjän ja Ukrainan sota langettaa merkittävän epävarmuuden muutoin vahvojen maailmantalouden näkymien ylle. Venäjän hyökkäys Ukrainaan on aiheuttanut hermostuneisuutta koko maailmantaloudessa, ja sen arvioidaan rasittavan maailmantalouden näkymiä kolmen pääkanavan kautta. Ensinnäkin Venäjälle asetetut tuntuvat taloudelliset ja ulkomaankaupan sanktiot (pl. energia) haittaavat ankarasti Venäjän talouskasvua ja ulkomaankauppaa arviointijaksolla. Joidenkin venäläisten pankkien sulkeminen SWIFT-järjestelmän ulkopuolelle aiheuttaa laajempia häiriöitä, jotka vaikuttavat myös maailmankauppaan, sillä ne

¹ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 1.

haittaavat vakavasti venäläisten yritysten kauppaparoitusta. Toiseksi konflikti on aiheuttanut hyödykkeiden hintoihin merkittävää nousupainetta, koska Venäjällä on merkittävä rooli EU:n energiamarkkinoilla ja Ukraina on suuri jalostamattomien elintarvikkeiden (lähinnä viljan) viejä EU:hun. Geopoliittisten jännitteiden kiristyminen oli vaikuttanut merkittävästi hyödykkeiden hintoihin jo aiemmin vuonna 2021, ja hyökkäys Ukrainaan nosti hintoja entisestään.² Lisäksi Venäjän ja Ukrainan sota nakertaa globaalia luottamusta sekä aiheuttaa haittaa niin rahoitusmarkkinoilla kuin reaalityaloudessa. Siitä johtuvan rahoitusolojen heikkenemisen yhdessä kohonneiden geopoliittisten jännitteiden ja epävarmuuden kanssa odotetaan puolestaan vaikuttavan investointeihin.

Kuvio 1

Globaali kokonaistuotannon ostopääällikköindeksi (ilman euroaluetta) eri toimialoilla



Lähteet: IHS Markit ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2022.

Talospoliittinen kasvun tuki vähenee arviointijakson mitta. Jatkuvat inflaatioyllätykset vuoden 2021 mitta saivat keskuspankit ilmoittamaan pandemiaan liittyvän elvytyksen vähentämisestä aiottua nopeammin, ja jotkin kehittyvät markkinataloudet aloittivat kiristämisen jo vuonna 2021. Siten rahoitusolot ovat kiristyneet, mikä rasittaa talouskasvua Brasiliassa ja muissa maissa. Rahapolitiikka on muuttumassa vähemmän kasvumyönteiseksi myös monissa suurissa kehittyneissä talouksissa. Ison-Britannian keskuspankki aloitti rahapolitiikan kiristämisen joulukuussa 2021 ja on sittemmin nostanut ohjaukorkoa jo kolmesti. Yhdysvaltojen keskuspankki on alkanut vähentää rahapolitiista elvytystä, ja se nosti ohjaukorkoa maaliskuussa 2022. Rahapolitiikan odotetaan nyt kiristyvän nopeammin kuin joitakin kuukausia sitten odotettiin, ja jo seuraavassa kokouksessa odotetaan päätettävän velkakirjalainojen netto-ostojen vähentämisestä. Kiinassa rahapolitiikan linjaus on edelleen kasvua tukeva, ja keskuspankki on alentanut pankkien varantovaatimuksia ja alentanut useita ohjaukorkojaan taloudellisten

² Vaikka sanktioita ei tähän mennessä ole kohdistettu välittömästi energiasektoriin, jonkin verran tarjontahäiriöitä on jo esiintynyt. Tämä johtuu siitä, että yritykset ovat yhä haluttomampia ostamaan venäläistä öljyä, suuret yhtiöt myyvät venäläisiä öljyalan omaisuuseriään ja pankit sekä vakuutusyhtiöt ovat yhä vastahakoisempia rahoittamaan ja vakuuttamaan hyödykekauppaa Venäjän kanssa.

vastatuulten takia. Myös Japanissa rahapolitiikka on pidetty kasvua tukevana, sillä inflaatio on keskuspankin tavoitteen alapuolella.

Globaalit rahoitusolosuhteet ovat kiristyneet kehittyneissä ja kehittyvissä talouksissa. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021

kokonaistaloudellisten arvioiden julkistamisen jälkeen kehittyneiden talouksien rahoitusolot ovat muuttuneet vähemmän kasvumyönteisiksi, joskin Yhdysvalloissa rahapolitiikka on edelleen löysää suhteessa talouden suhdannekierron vaiheeseen. Aluksi markkinoiden kehitys heijasteli pääasiassa omikronmuunnokseen liittyvien huolien vähenemistä ja lisääntyviä odotuksia Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikan kiristymisestä. Sitten Venäjän hyökkäyksellä Ukrainaan oli kiristävä vaikutus rahoitusoloihin, ja riskitunnelmat heikkenivät erityisesti Euroopan markkinoilla. Kehittyvien markkinatalouksien rahoitusolot kiristyivät edelleen, kun riskinkevennyshalu lisääntyi ja rahapolitiikkaa kiristettiin viime vuonna erityisesti suurissa kehittyvissä markkinatalouksissa nopean inflaation vallitessa (lukuun ottamatta Kiinaa).

Globaalin BKT:n määrän kasvun (ilman euroaluetta) arvioidaan maltillistuvan asteittain arviointijaksolla. Vuodesta 2022 eteenpäin maailmantalouden BKT:n

(ilman euroaluetta) arvioidaan kasvavan maltillisesti. Tämä heijastaa ensin omikronmuunnoksen lyhytaikaista vaikutusta ja sittemmin Venäjän ja Ukrainan sodan vaikutusta. Inflaation kiihtymisen odotetaan pitävän yksityisen kulutuksen vaisuna, kun työmarkkinoiden kiristymisen ja talouspoliittisen tuen vähenemisen arvioidaan rasittavan taloutta tarjontakapeikkojen purkautumisen positiivista vaikutusta voimakkaammin. Tämä pätee erityisesti Yhdysvaltoihin, missä rahapolitiittisen tuen oletetaan tulevan päätökseen vuodesta 2022 eteenpäin. Lisäksi tämänhetkiseen ennusteen perusskenaarioon sisältyvä finanssipoliittinen tuki on vähäisempää kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisissa arvioissa oletettiin. Koska kongressin ei odoteta hyväksyvän Build Back Better -lakiesitystä, perusskenaario käsittää ainoastaan kesällä hyväksytyt toimenpiteet. Venäjän talouskasvun arvioidaan kärsivän vakavasti sodasta Ukrainassa ja asetetuista sanktioista. Muista kehittyvistä markkinatalouksista talouskasvun ennakoidaan hidastuvan Brasiliassa pääasiassa inflaatiosta johtuvan rahapolitiikan aggressiivisen kiristämisen takia sekä Turkissa, jossa markkinat ovat häiriötilassa poliittisen epävarmuuden ja erittäin voimakkaan inflaation takia, joka vaikuttaa haitallisesti kulutukseen ja investointeihin. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna arviota globaalien BKT:n kasvusta on tarkistettu pienemmäksi koko arviointijaksolle (-0,4 prosenttiyksikköä vuonna 2022, -0,3 prosenttiyksikköä vuonna 2023 ja -0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2024). Vuonna 2022 edellä mainittujen tekijöiden haittavaikutuksia tasoittaa osittain vuoden 2021 positiivinen kasvuperintö, ja seuraavina vuosina ennusteen alennukset liittyvät heikompaan maailmantalouden kasvuun Venäjän ja Ukrainan sodan takia sekä Yhdysvaltojen ja eräiden suurten kehittyvien markkinatalouksien kasvun hidastumiseen. BKT:n arvioidaan kasvavan 4,1 % vuonna 2022 sekä 3,6 % vuosina 2023 ja 2024.

Yhdysvaltojen talouskasvun uskotaan hidastuneen vuodenvaihteessa omikronmuunnoksen ja valtion tuen vähenemisen takia. Yhdysvaltojen talous

kasvoi voimakkaasti vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, jolloin se sai vauhtia pääasiassa varastojen voimakkaasta kartuttamisesta. Kasvun arvioidaan hidastuneen vuodenvaihteessa omikronmuunnoksen takia sekä siksi, että yksityinen kulutus vaimeni julkisten tulonsiirtojen vähenemisen myötä. Sen jälkeen talouskasvun odotetaan kiihtyvän, joskin vain asteittain, kun Venäjän ja Ukrainan sodan arvioidaan rasittavan taloutta erityisesti vuoden toisella neljänneksellä. Kuluttajahintainflaatio, sekä kokonaisinflaatio että pohjainflaatio, jatkui odotettua nopeampana viime kuukausina, mikä sai Yhdysvaltojen keskuspankin purkamaan rahapoliittista elvytystään ja nostamaan korkoja maaliskuussa 2022. Samaan aikaan vuonna 2022 odotettujen koronnostojen määrä nousi seitsemään maaliskuussa 2022 julkistetuissa keskuspankin avomarkkinakomitean ennusteissa, joihin sisältyi neutraalin pitkän koron ylittyminen vuosina 2023–2024. Ennustejaksolla Yhdysvaltojen talouden kasvun odotetaan maltillistuvan finanssipoliittisen panoksen pienenemisen ja rahapolitiikan kiristymisen myötä. Kokonaisinflaation ennustetaan nousevan korkeimmillaan yli 7 prosenttiin vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä ja sitten hidastuvan mutta pysyvän kuitenkin keskuspankin 2 prosentin tavoitetta nopeampana sopusoinnussa positiivisen tuotantokuilun kanssa.

Kiinan talouskasvu pysyi vaimeana vuodenvaihteessa, kun siihen kohdistui sitkeää vastatuulta. BKT:n vuotuinen kasvu hidastui vuoden 2021 jälkipuoliskolla, kun talous kärsi asuinkiinteistösektorin myllerryksestä ja uusista koronan ilmaantumisista. Nämä tekijät rasittivat edelleen investointeja ja kulutusta vuodenvaihteessa siinä määrin, että BKT:n ja ulkomaankaupan kasvun arvioidaan hidastuneen vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä. Toisella neljänneksellä Venäjän ja Ukrainan sodan vaikutuksen odotetaan hieman rajoittavan odotetun elpymisen voimakkuutta. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui joulukuun 1,5 prosentista 0,9 prosenttiin tammikuussa. Tämä johtui pitkälti elintarvikkeiden hintojen deflaatiosta, kun porsaanlihan hinta normalisoitui ja elintarvikkeiden tarjonta elpyi huonon sään aiheuttamien häiriöiden jälkeen. Kuluttajahintojen pohjainflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja pysyi ennallaan 1,2 prosentissa (vuositasolla). Hyödykkeiden hintojen nousu on johtanut inflaatioennusteiden nousuun alkuvuonna 2022, mutta sen ei odoteta vaikuttavan olennaisesti vuosien 2022–2024 inflaationäkymiin. Talouspolitiikka on muuttumassa kasvumyönteisemmäksi talouskasvuun kohdistuvan vastatuulen tasapainottamiseksi.

Japanin elpymisen odotetaan vahvistuvan jatkossa alkuvuoden 2022 tilapäisen hidastumisen jälkeen. Talouden elpyminen jatkui loppuvuonna 2021, kun rajoitustoimia purettiin loppukesällä ja jotkin tarjontarajoitteet alkoivat helpottaa. Vaikka talouskasvun odotetaan hidastuneen jälleen vuoden 2022 alussa omikronmuunnoksen vaikutuksen ja sitkeiden tarjontarajoitteiden takia, elpymisen odotetaan vastedes vahvistuvan, kun se saa tukea hiljattain julkistetuista uusista finanssipoliittisista tukitoimenpiteistä. Venäjän ja Ukrainan sodan seurausten arvioidaan jäävän varsin rajallisiksi ja lyhytaikaisiksi tässä vaiheessa. Talouskasvun odotetaan sittemmin maltillistuvan ja palaavan trendiinjalle. Vuotuisen kuluttajahintainflaation arvioidaan kiihtyvän lyhyellä aikavälillä, mikä johtuu osittain eräiden tilapäisten tekijöiden (kuten alennettujen matkapuheluhintojen) häviämisestä, mutta pysyvän ennustejakson ajan keskuspankin tavoitteen alapuolella.

Ison-Britannian talousnäköymien odotetaan pysyvän varsin vaimeina voimakkaiden hintapaineiden ja sitkeiden tarjontakapeikkojen takia.

Talouden elpymisvauhti pysyi heikkona vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä pääasiassa omikronmuunnoksen joulukuisen nopean leviämisen takia, joka kärjisti tarjontakapeikkojen ja joidenkin sektorien työvoimavajeen aiheuttamaa stressiä. Siinä, missä omikronista aiheutunut haitta näyttää jäävän lyhytikäiseksi, Venäjän ja Ukrainan sodan seurauksien uskotaan rasittavan kasvua lyhyellä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä rakenteelliset haittatekijät, jotka liittyvät osittain brexitiin, oletettavasti rasittavat Ison-Britannian talouskasvua arviointijakson kuluessa. Kuluttajahintainflaatio oli tammikuussa odotettua nopeampi elintarvikkeiden korkean hinnan ja palvelujen kallistumisen takia. Kokonaisinflaation ennakoidaan kiihtyvän lähelle 7 prosenttia vuoden 2022 toisella neljänneksellä, ja Englannin keskuspankin odotetaan korottavan ohjauskorkojaan lisää. Jatkossa inflaation uskotaan maltillistuvan.

Keski- ja itäeurooppalaisten EU:n jäsenvaltioiden talouskasvun odotetaan hidastuvan, eikä vähiten Ukrainan sodan takia.

Keski- ja Itä-Euroopan talouskasvu jatkui ripeänä vuoden 2021 jälkipuoliskolla voimakkaan kotitalouksien kulutuksen vauhdittamana. Vastedes BKT:n kasvun ennustetaan maltillistuvan johtuen Ukrainan sodan taloudellisista vaikutuksista, sitkeistä tarjontakapeikoista, hintapaineista sekä uusien koronatartuntojen tilapäisestä lisääntymisestä. Talouskasvun odotetaan pysyvän vahvana keskipitkällä aikavälillä, kun se saa pontta kotimaisen kysynnän elpymisestä. Energiamarkkinoiden kehitys ja tuoreimmat tilastotiedot viittaavat inflaatiopaineiden jatkumiseen vuosina 2022 ja 2023, mutta inflaation odotetaan maltillistuvan ennustejakson lopulla.

Venäjän talouden odotetaan päätyvän taantumaa vuonna 2022 maan hyökättyä Ukraina ja jouduttua siitä syystä länsimaiden taloudellisten sanktioiden kohteeksi.

Kasvu oli vahvaa vuoden 2021 loppua kohti, mutta ankarat sanktiot ja negatiiviset tunnelmat odotettavasti vähentävät merkittävästi sekä sisäistä että ulkoista rahoitusta, kulutusta ja investointeja sekä aiheuttavat häiriöitä Venäjän ulkomaankauppaan. Ruplan merkittävä heikkeneminen sai keskuspankin nostamaan ohjauskorkonsa 9,5 prosentista 20 prosenttiin ja asettamaan pääomarajoituksia markkinoiden vakauttamiseksi. Jatkossa ruplan heikkeneminen ja sanktioista johtuvat tuontihintasokit pitänevät inflaation korkeana. Inflaation odotetaan palaavan Venäjän keskuspankin 4 prosentin tavoitetasoa kohti vasta asteittain keskipitkällä aikavälillä. Näkymät ovat merkittävien geopoliittisten riskien varjostamat.

Brasiliassa rahapolitiikan nopean kiristyksen ja epäsuotuisamman ulkomaisen ympäristön odotetaan painavan kasvua vuonna 2022.

Talouskasvu jatkui vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, kun nettoviennin jarruttava vaikutus väheni. Samaan aikaan kotimaisen kysynnän elpyminen pysyi vaimeana nopean inflaation, nousevien korkojen, heikkenevien markkinatunnelmien ja sitkeiden tarjontakapeikkojen takia. Rahapolitiikan nopea kiristäminen ja epäsuotuisampi ulkoinen ympäristö todennäköisesti rasittavat talouskasvua vuonna 2022, vaikka omikronmuunnoksen vaikutuksen odotetaan jäävän lyhytikäiseksi. Talouskasvun ennakoidaan elpyvän jossain määrin vuoden 2022 jälkeen, kun markkinatunnelmat kohenevat ja tarjontakapeikot helpottavat. Finanssipolitiikan rajallinen liikkumavara ja riittämätön

edistys rakenneuudistuksissa kuitenkin rajoittavat edelleen keskipitkän aikavälin kasvunäkymiä. Hyödykkeiden hintojen viimeaikaisen voimakkaan nousun myötä kuluttajahintainflaation uskotaan palaavan tavoitetasolle vasta vuonna 2023.

Turkin talouskasvun odotetaan hidastuvan voimakkaasti nopeakasvuisen vuoden 2021 jälkeen, kun merkittävä altistuminen Venäjän ja Ukrainan sodan seurauksille kärjistää poliittista epävarmuutta ja makrotaloudellisia tasapainottomuuksia.

Vuonna 2021 Turkin talouskasvu elpyi voimakkaasti elvyttävän talouspolitiikan, patoutuneen kysynnän ja reippaan ulkomaisen kysynnän tuella. Inflaatiopaineesta ja valuutan heikentymispaineesta huolimatta keskuspankki alensi joulukuussa ohjaukorkoa neljännen kerran peräkkäin, 14 prosenttiin. Tästä seurannut valuutta- ja osakemarkkinoiden volatilitteetti oli historiallisen voimakasta, ja sitä rajoitettiin myöhemmin mittavilla valuuttainterventioilla ja uuden suojattujen määräraikaisten liiratalletusten järjestelmän käyttöönotolla. Inflaatio saavutti joulukuussa 36,1 % ja kiihtyi helmikuuhun 2022 mennessä lähes 55 prosenttiin. On odotettavissa, että jatkossa yksityisen kulutuksen hidastuminen elinkustannusten nousun takia sekä investointien supistuminen heikentävät kasvunäkymiä. Venäjän ja Ukrainan sodan taloudelliset seuraukset Turkille ovat todennäköisesti merkittävät, koska Turkissa käy runsaasti turisteja molemmista maista, ja Turkki on riippuvainen (energian) tuonnista Venäjältä. Siten konflikti saattaa vaikuttaa vakavalla tavalla kasvuun ja talouden vakauteen kasvattamalla inflaatiopaineita, rajoittamalla vientiä sekä kasvattamalla vaihtotaseen alijäämää, mikä puolestaan saattaa kärjistää liiran ennestään rajua heikkenemistä.

Maailmankauppa (ilman euroaluetta) kasvoi tarjontaketjun häiriöistä huolimatta voimakkaasti vuonna 2021, kun se sai tukea vahvasta tavaroiden kysynnästä.

Maailmankauppa osoittautui vuoden 2021 jälkipuoliskolla odotettua voimakkaammaksi, kun se sai tukea vahvasta kasvuvireestä kehittyvässä Aasiassa ja viimeisellä neljänneksellä Yhdysvalloissa. Globaalien tarjontaverkostojen häiriöt tuntuivat edelleen erityisesti kuljetusalalla, jossa hinnat pysyivät koholla. Sitä vastoin globaalin autotuotannon elpyminen viittasi puolijohdepuolan jonkinasteiseen helpottamiseen viime kuukausina. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna arviota globaalista tuonnista (ilman euroaluetta) tarkistettiin 1 prosenttiyksikkö ylöspäin 12,1 prosenttiin.

Tuoreimmat tiheästi päivitettävät indikaattorit kertovat vaimeasta ulkomaankaupan kasvusta vuodenvaihteessa, joskin heikkouden odotetaan jäävän tilapäiseksi.

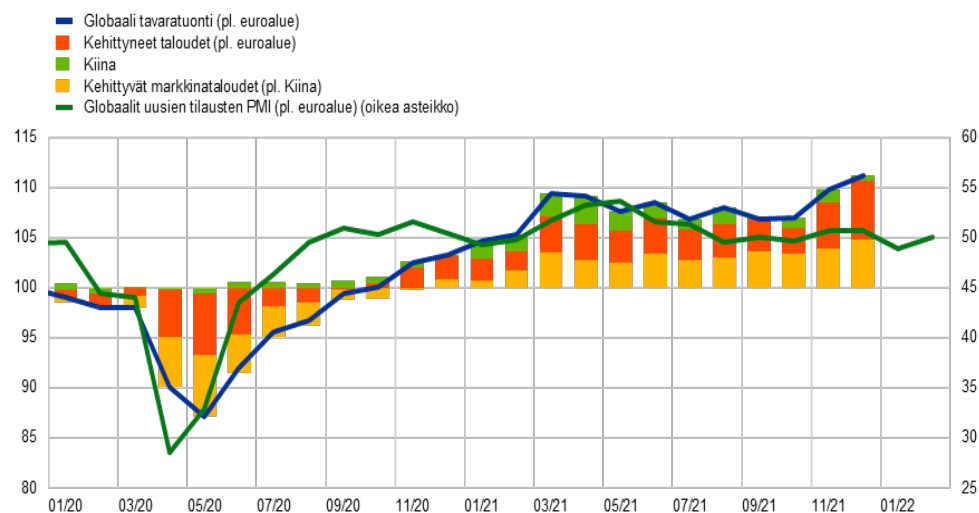
Palvelujen ulkomaankauppa heikkeni pandemian kiristyessä joulukuusta tammikuuhun (hotellivarauksia ja lentomääriä koskevien viikoittaisten indikaattorien mukaan). Tämä volatilitteetti kuitenkin osoittautui tilapäiseksi, kun huoli omikronmuunnoksen vakavuudesta alkoi hälvetä. Vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen tiheästi päivitettävät tiedot kertoivat ulkomaankaupan kasvun jatkumisesta, joka perustui vahvaan kysyntään erityisesti teräs- ja teknologiateollisuudessa sekä kapeikkojen jonkinasteiseen helpottumiseen. Taiwanin vientitilaukset, joita pidetään globaalin teknologiakysynnän ennakoivana indikaattorina, ovat kasvaneet jyrkästi vuoden 2021 puolivälistä lähtien, ja ne olivat marraskuussa ennätyskellisen suuret. Teräksen tuotanto elpyi voimakkaasti vuoden 2021 loppua kohti supistuttuaan jyrkästi kolmannella neljänneksellä Kiinan

kiinteistöalan heikkenemisen ja uusien koronartartunta-aaltojen myötä. Voimakkaan elpymisen odotetaan jatkuneen alkuvuonna 2022.

Kuvio 2

Globaali tavaratuonti ja uusien tilausten ostopääliköindeksi (ilman euroaluetta)

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



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

Huom. Tuoreimmat havainnot ostopäälikökyselyn tuloksista ovat helmikuulta 2022 ja globaalista tavaratuonnista joulukuulta 2021.

Globaalin BKT:n määrän kasvun (ilman euroaluetta) arvioidaan

normalisoituvan asteittain arviointijaksolla.

Odotettua parempi tulema vuoden 2021 jälkipuoliskolla jättää vuoteen 2022 suuren positiivisen kasvuperinnön, jonka vaikutus kumoo maailmantalouden kasvuarvioiden tarkistukset sekä Venäjän ja Ukrainan sodan negatiiviset vaikutukset ulkomaankauppaan. Vuonna 2023 globaalin tuonnin arvioidaan kasvavan aiempaa maltillisempaa vauhtia johtuen meneillään olevan konfliktin vaikutuksista, alueellisesti laaja-alaisesta talouden vaimenemisesta sekä olettamuksesta, että kulutustavaroiden kysyntä viimein normalisoituu. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna globaalin viennin kasvuarviota on tarkistettu ylöspäin vuodelle 2022 (0,7 prosenttiyksikköä) positiivisen kasvuperinnön myötä sekä alaspäin vuosille 2023 (-0,7 prosenttiyksikköä) ja 2024 (-0,2 prosenttiyksikköä).

Euroalueen ulkomaisen kysynnän odotetaan niin ikään maltillistuvan asteittain arviointijaksolla Venäjän ja Ukrainan sodan vaikutuksesta.

Vuonna 2021 arviolta 9,9 % kasvaneen euroalueen ulkomaisen kysynnän odotetaan kasvavan vain 4,0 % vuonna 2022, 3,2 % vuonna 2023 ja 3,6 % vuonna 2024. Globaaliin tuontiin verrattuna se kärsii konfliktista enemmän, koska Venäjällä sekä muihin euroalueen ulkopuolisiin maihin verrattuna konfliktin haittavaikutuksille alttiimmilla Keski- ja Itä-Euroopan mailla on euroalueen ulkomaankaupassa suuri osuus. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna euroalueen vientikysyntää koskeva arvio vuodelle 2022 on pidetty ennallaan, koska hyökkäyksen vaikutus kumoo vuoden 2021 positiivisen kasvuperinnön vaikutuksen kokonaan. Ennustetta on alennettu vuosille 2023 (1,1 prosenttiyksikköä) ja 2024 (0,3 prosenttiyksikköä).

Ennusteeseen liittyvä epävarmuus on hyvin suurta, ja talouskasvuun liittyvät riskit painottuvat hitaamman kasvun suuntaan ja inflaatioon liittyvät riskit nopeamman inflaation suuntaan.

Vaikka pandemia muodostaa edelleen merkittävän riskin maailmantalouden odotettua hitaamman kasvun suuntaan, Venäjän hyökkäys Ukrainaan on lisännyt globaalia epävarmuutta merkittävästi, ja se rasittaa maailmantalouden kasvua. Jatkossa konfliktiin eskalaatioon liittyvä häntärisä saattaa muodostua merkittäväksi ja suistaa maailmantalouden elpymisen pois raiteiltaan sekä ruokkia inflaatiopaineita. Yritykset saattavat välittää tuotantopanostensa kallistumisen kustannukset edelleen kuluttajille lopputuotteiden hintojen korotusten kautta. Tämä puolestaan voi johtaa palkkavaatimusten kasvuun ja ruokkia edelleen inflaatiopaineita palkkojen ja hintojen nousukierteen kautta. Lisäksi Venäjän ja Ukrainan konflikti saattaa pahentaa tarjontakapeikkoja ja aiheuttaa pulaa hyödykkeistä ja erityisesti kriittisistä raaka-aineista. Lisäksi se voi aiheuttaa logistisia ja kuljetusongelmia, jotka johtuvat lento- ja laivakuljetusten kielloista kyseiseltä alueelta.

1.2 Maailmanlaajuinen hintakehitys

Energian korkea ja yhä nouseva hinta jarruttaa edelleen maailmantalouden kasvua.

Öljyn spot-hinta on noussut nopeasti eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisten arvioiden viimeisen aineistopäivän jälkeen (9.3.2022 mennessä +57 %), ja se heijastaa edelleen kysynnän elpymistä ja tarjonnan rajoitteita. Mitä tulee kysyntään, öljymarkkinat tuntuvat heijastavan optimistista näkemystä, ettei omikronmuunnos vaikuta öljyn kysyntään siinä määrin kuin aiemmin pelättiin. Sitten öljyn hintakehitystä ovat pääasiassa ohjailleet tarjontaan liittyvät riskit. Ensinnäkin Venäjän hyökkäys Ukrainaan herätti pelkoa lyhyen aikavälin uhasta öljyn tarjonnalle, koska Venäjä toimittaa noin 10 % globaalista öljyntarjonnasta. Toiseksi OPECin ja eräiden muiden öljyntuottajamaiden kartelli ei ole edelleenkään yltänyt tuotantotavoitteisiinsa. Erityisesti Nigeria ja Angola ovat jääneet jälkeen vanhentuneen infrastruktuurinsa ja poliittisen epävakauden takia. Yhdysvaltojen Energy Information Administration -viranomaisen uusimman raportin mukaan vuoden 2022 tuotantotavoitteiden saavuttaminen on niin ikään epätodennäköistä, koska joillakin mailla on vaikeuksia ottaa joutilas kapasiteettinsa takaisin käyttöön. Öljyfutuurihintakäyrä on edelleen laskeva, mikä kertoo öljymarkkinoiden kireydestä ja öljyn varastoinnin korkeasta tuotosta, mutta hinnan nousua koskevat häntäriskit ovat kasvaneet, kun Venäjän ja Ukrainan väliset jännitteet eskaloituivat sodaksi. Kaasun spot-hinta Euroopassa heilahtelee voimakkaasti, koska siihen liittyy pelkoa siitä, että Venäjä alkaisi säännöstellä kaasun tuontia Eurooppaan konfliktiin mahdollisesti pitkittyessä (katsauksen viimeisenä aineistopäivänä 9.3.2022 spot-hinta oli 62 % korkeampi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun kokonaistaloudellisia arvioita laadittaessa). Myös muiden hyödykkeiden kuin energian hinnat ovat nousseet. Sekä metallin että elintarvikkeiden hinnat nousivat, kun muun muassa energian kallistuminen johti metallien ja lannoitteiden hintojen nousuun. Erityisesti vehnän hinta on noussut tuntuvasti Venäjän hyökättyä Ukrainaan, sillä kyseiset maat

kuuluvat maailman suurimpiin viljan viejiin ja muodostavat yhdessä 25 % globaalista tarjonnasta.

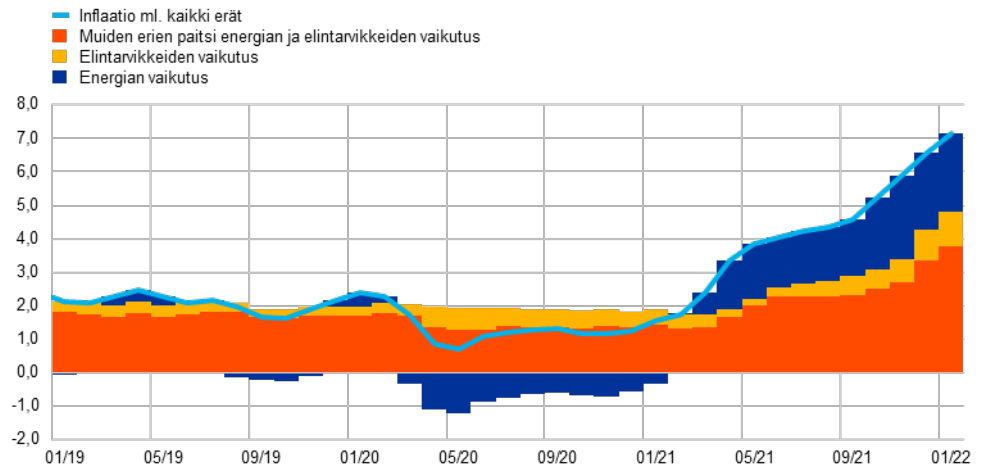
Kuluttajahinnat nousivat voimakkaasti niin kehittyneissä kuin kehittyvissäkin talouksissa vuonna 2021.

Monissa keskeisissä talouksissa kuluttajahintainflaatio ylitti odotukset vuonna 2021 monien tekijöiden yhteisvaikutuksesta (esimerkiksi korkea energian hinta, globaalien tuotantoverkoston jännitteet ja työvoimapula), jotka ovat osoittautumassa alun perin oletettua pitkäaikaisemmiksi. OECD:n jäsenvaltioiden kuluttajahintainflaatio kiihtyi neljättä kuukautta peräkkäin ja saavutti 7,2 % tammikuussa, jolloin pohjainflaatio oli 5,1 %. Inflaatiovauhdit olivat siten selvästi nopeampia kuin joulukuussa (+0,6 ja 0,5 prosenttiyksikköä). Tämä johtui pitkälti poikkeuksellisesta hintakehityksestä Turkissa, jossa kokonaisinflaatio kiihtyi tammikuussa 48,7 prosenttiin. Turkki pois lukien kokonaisinflaation kiihtyminen oli maltillisempaa (5,8 prosenttiin joulukuun 5,5 prosentista) mutta kuitenkin huomattavaa ja maittain tarkasteltuna laaja-alaista. Vaikka kehittyvien markkinatalouksien inflaatio nopeutui lähelle historiallista normaalitasoaan, kehittyneiden talouksien inflaatio kiihtyi korkeimpiin lukemiinsa moneen vuoteen.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022.

Euroalueen tärkeimpien kauppakumppanien inflaatiopaineiden odotetaan jatkuvan, joskin joissakin tapauksissa vähenevän, vuonna 2022, mikä viittaa euroalueen kilpailijoiden vientihintojen nopean nousun jatkumiseen.

Globaalit tuottajahinnat ovat nousseet tuntuvasti, kun ne ovat saaneet tukea energian ja muiden hyödykkeiden, kuten erityisesti elintarvikkeiden, hintojen noususta. Nousun taustatekijänä on tarjonnan sekä myös talouspoliittisen elvytyksen tukeman kysynnän pitkäaikainen epätasapaino. Näin ollen euroalueen kilpailijoiden vientihintojen vuotuisen nousuvauhdin odotetaan nyt olevan huomattavasti aiemmin arvioitua nopeampi vuonna 2022, minkä jälkeen se hidastuisi maltillisemmaksi arviointijakson loppuun saakka.

2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Tarkastelujaksolla (16.12.2021–9.3.2022) euroalueen rahoitusmarkkinoiden kehitykseen eniten vaikuttavat tekijät olivat ennen 24.2.2022 inflaationäkymien muutokset sekä kasvava geopoliittinen epävarmuus Venäjän mahdollisesta hyökkäyksestä Ukrainaan ja 24.2.2022 jälkeen Venäjän aloittamat laajat sotatoimet Ukrainassa. Kun markkinaosapuolet odottivat rahapolitiikan normalisoitumista ja inflaation nopeutumista lyhyellä aikavälillä, euron lyhyen viitekoron (€STR) aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi lyhyiden maturiteettien kohdalla huomattavasti ylöspäin, ja tämä tilanne jatkui helmikuun loppuun asti. Sen jälkeen termiikorot laskivat jonkin verran, kun markkinaosapuolet mukauttivat rahapolitiikkaa koskevia odotuksiaan Venäjän sotatoimien myötä muuttuneeseen tilanteeseen. Myös riskittömät pitkät korot (yön yli -indeksiswapkorko, OIS) nousivat aluksi voimakkaasti ja kääntyivät sitten tarkastelujakson loppupuolella laskuun. Valtioiden joukkolainojen tuottoerot yön yli -indeksiswapkorkoon nähden pysyivät enimmäkseen muuttumattomina. Helmikuun lopun jälkeen lisääntynyt geopoliittinen epävarmuus aiheutti markkinoilla huomattavaa volatiliiteettia, ja maailman osakemarkkinat kärsivät mittavia tappioita. Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot suurentivat tarkastelujakson aikana, ja tämä kehitys kiihtyi Venäjän hyökättyä Ukrainaan. Euron kurssi heikkeni useimpiin merkittäviin valuuttoihin nähden.

€STR-viitekorke oli tarkastelujaksolla keskimäärin -0,58 prosenttia.

Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi noin 105 miljardia euroa ja oli 4 483 miljardia euroa. Kasvun tärkeimpänä syinä olivat pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) ja omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) tehtyjen ostojen lisääntyminen noin 140 miljardilla eurolla³ sekä kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan kymmenennessä operaatiossa (TLTRO III.10) 22.12.2021 jaettu 51,97 miljardin euron suuruinen rahoitus. Rahapoliittisista syistä hankittujen arvopaperien kasvun vaikutuksen kumosivat aiempien TLTRO III -operaatioiden ennakaisot takaisinmaksut, joiden suuruus oli 60,2 miljardia euroa.

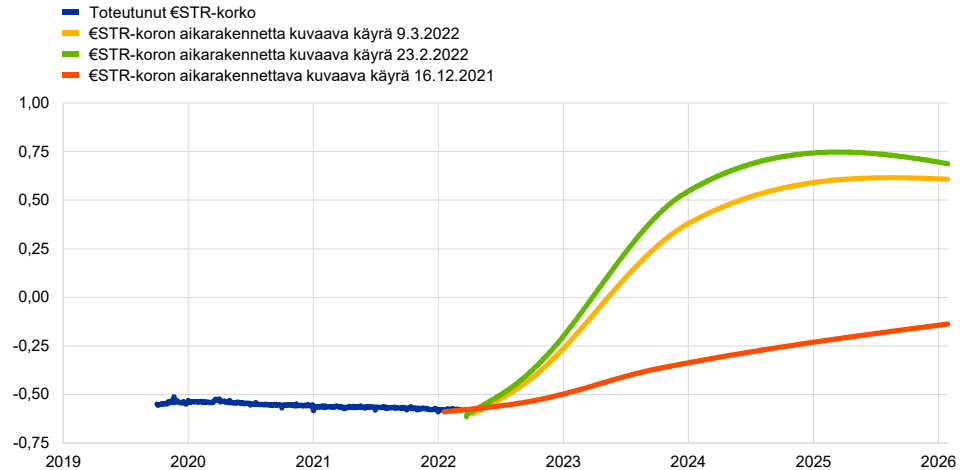
€STR-viitekoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi lyhyiden maturiteettien kohdalla huomattavasti ylöspäin joulukuun EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen ja vielä voimakkaammin helmikuussa pidetyn kokouksen jälkeen, mikä viittaa siihen, että markkinaosapuolten odotukset ohjaukskorkeiden noususta ovat huomattavasti aiempaa vahvemmat. Käyrä tasoittui jonkin verran Venäjän hyökättyä Ukrainaan 24.2.2022 (kuvio 4). €STR-viitekoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi tarkastelujakson alkupuoliskolla ylöspäin lyhyiden maturiteettien kohdalla ja pysytteli siellä helmikuun loppupuolelle asti ympäristössä, jota luonnehtivat kuluttajahintainflaation yllättävä nopeutuminen ja odotukset inflaation kasvusta lyhyellä aikavälillä. Käyrän vahvaa jyrkkemistä selitti rahapolitiikan normalisoitumista koskevien odotusten voimistuminen EKP:n neuvoston helmikuun kokouksen jälkeen. Myöhemmin tarkastelujakson aikana Venäjän hyökättyä Ukrainaan käyrä lasi hieman, kun juuri alkaneiden sotatoimien taloudellisista seurauksista vallitsi suuri epävarmuus. Kaiken kaikkiaan käyrän tulevaan

³ 17.12.2021 päättyneestä viikosta 4.3.2022 päättyneeseen viikkoon.

kehitykseen ja ohjauskorkojen nostamisen ajoitukseen liittyi runsaasti epävarmuutta, mikä näkyi rahamarkkinoilla huomattavana volatiliteettina.

Kuvio 4 €STR-terminikorot

(prosenttia vuodessa)



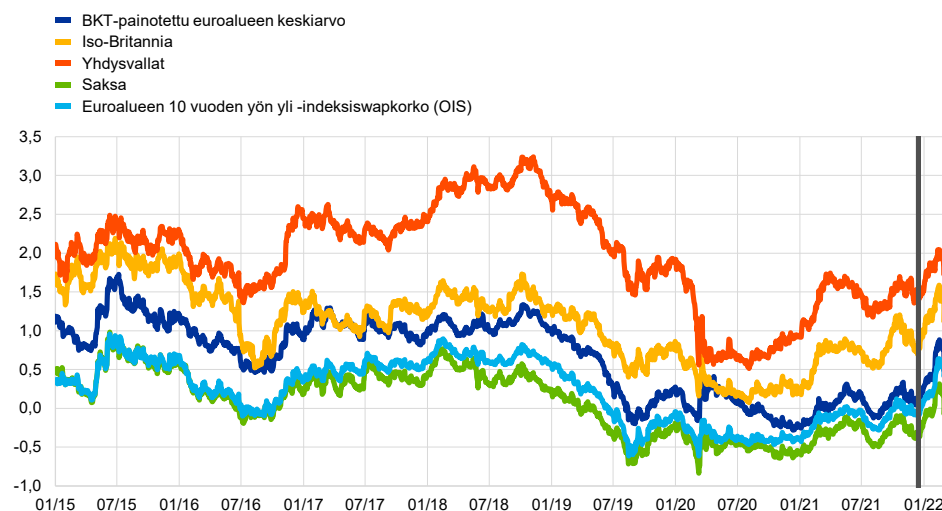
Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat samassa linjassa riskittömien korkojen kanssa ja nousivat tarkastelujakson aikana huomattavasti, vaikka Venäjän hyökättyä Ukrainaan 24.2.2022 tapahtuikin tilapäinen notkahdus. Tuottojen kehitys oli hieman erilaista euroalueen eri maissa (kuvio 5). Joulukuun puolestavälistä helmikuun puoleenväliin valtioiden pitkien joukkolainojen tuotot noudattelivat pitkien riskittömien korkojen vahvaa noususuuntausta, mikä seurauksena myös valtion joukkolainojen tuottokäyrä jyrkkeni. Tämä kuvasti sijoittajien odottavan entistä suurempaa inflaatiokompensaatiota koronaviruksen omikron-muunnokseen liittyvien huolten hälvemisen ja rahapolitiikan normalisoitumista koskevien odotusten vahvistumisen myötä. Valtion joukkolainojen tuotot kuitenkin putosivat Venäjän aloitettua sotatoimet Ukrainassa, kun reaalkorot laskivat, ja nähtävissä oli jonkin verran sijoitusten siirtämistä riskittöminä pidettyihin kohteisiin. Yleisesti lasku euroalueella oli laaja-alaista, kun markkinoilla odotettiin rahapolitiikan normalisoitumisen nyt hidastuvan talouden epävarmojen näkymien vuoksi. Tarkastelujakson aikana euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen keskimääräinen BKT-painotettu tuotto (0,74 %) ja 10 vuoden riskitön yön yli –indeksiswapkorko (0,64 %) nousivat kumpikin noin 0,70 prosenttiyksikköä. Jokseenkin samanlainen kehitys nähtiin Yhdysvalloissa, missä 10 vuoden valtion joukkolainojen tuotto kasvoi noin 0,50 prosenttiyksikköä ja oli tarkastelujakson päätteeksi 1,95 % prosenttia.

Kuvio 5

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

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

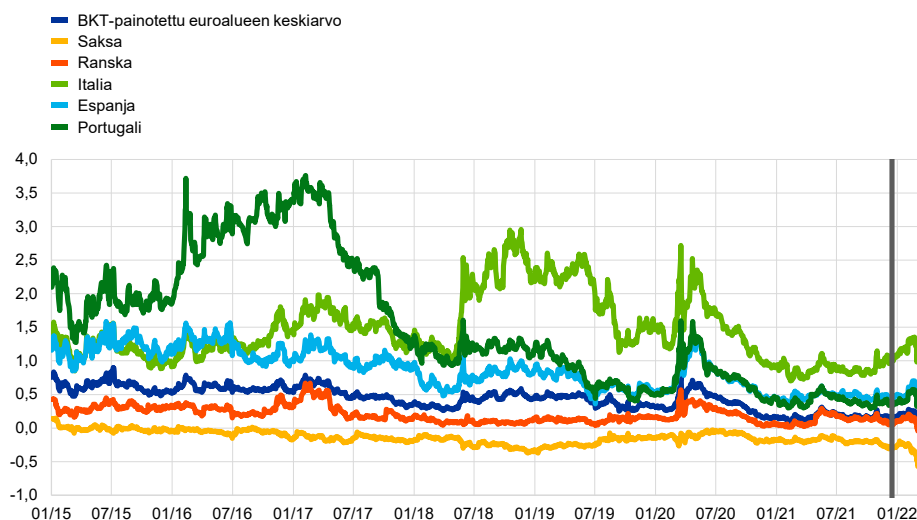
Huom. Pystyvuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 16.12.2021. Tuoreimmat tiedot 9.3.2022.

Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin nähden suurentivat joissakin maissa, erityisesti EKP:n neuvoston helmikuisen rahapolitiikkakokouksen jälkeen, ja kääntyivät laskuun Venäjän aloitettua sotatoimet Ukrainassa (kuvio 6). Monien valtioiden joukkolainamarkkinoilla näkyi tuottoerojen kasvua EKP:n neuvoston helmikuisen kokouksen aikoihin markkinaosapuolten odottaessa rahapolitiikan mahdollista normalisoitumista ja inflaation nopeutumisen herättäessä huolta. Esimerkiksi Italiassa tuottoerot kasvoivat 0,19 prosenttiyksikköä, Portugalissa 0,12 prosenttiyksikköä ja Espanjassa 0,11 prosenttiyksikköä 2.–4.2.2022. Ukrainan tilanteen eskaloitumisen vuoksi nousussa ollut kehitys kääntyi jyrkkenevään laskuun, kun odotukset ohjauskorkojen nostamisesta laantuivat. Tarkastelujakson päätteeksi euroalueen valtioiden BKT-painotettu 10 vuoden joukkolainojen tuottoero oli keskimäärin 0,07 prosenttiyksikköä pienempi kuin joulukuussa 2021. Tähän muutokseen vaikutti Saksan pitkien joukkolainojen tuottoerojen supistuminen tarkastelujakson jälkipuoliskolla lähes 0,20 prosenttiyksiköllä, minkä taustalla saattoi olla sijoitusten siirtäminen turvallisina pidettyihin maihin geopoliittisten jännitteiden vuoksi.

Kuvio 6

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

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

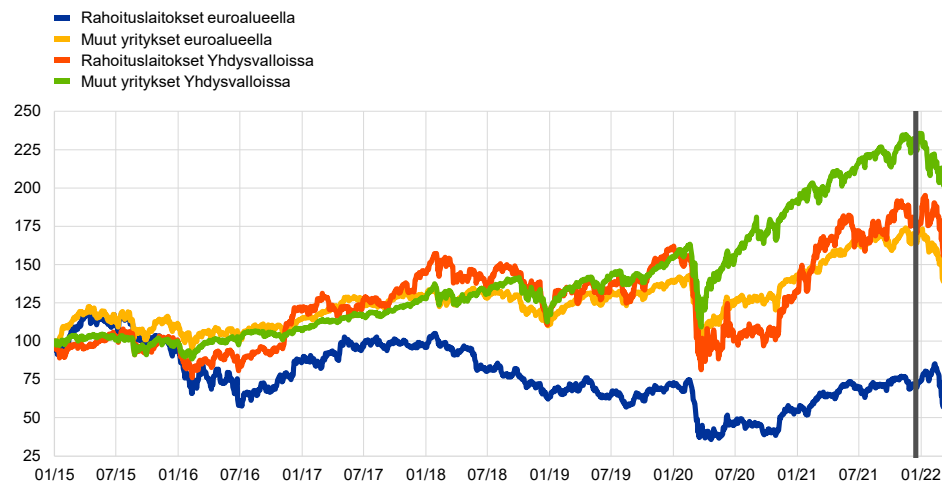
Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden €STR-viitekorkoon perustuva yön yli -indeksiswapkorko valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 16.12.2021. Tuoreimmat tiedot 9.3.2022.

Maailman osakemarkkinat nousivat tarkastelujakson aluksi historiallisen korkealle ja sitten laskivat voimakkaasti. Aluksi syynä oli riskittömien korkojen nousu ja myöhemmin merkittävämpänä syynä geopoliittinen epävarmuus (kuvio 7). Vaikka tarkastelujakson alussa osakemarkkinoita yleisesti tukivat odotukset yritysten vahvoista tulospäätöksistä, sittemmin osakehinnat laskivat sekä euroalueella että Yhdysvalloissa riskittömien diskonttokorkojen nousun myötä. Helmikuun loppuun mennessä Venäjän hyökkäys Ukrainaan ja lännen Venäjälle asettamat pakotteet olivat luoneet osakehinnoille lisää laskupaineita, ja markkinoilla oli huomattavaa volatiliiteettia Atlantin molemmin puolin. Koko tarkastelujaksolla muiden yritysten kuin rahoituslaitosten osakehinnat laskivat euroalueella 12 prosenttia ja Yhdysvalloissa 9 prosenttia. Pankkien osakehinnat puolestaan laskivat euroalueella 10 prosenttia ja Yhdysvalloissa 8 prosenttia. Euroalueen osakemarkkinoiden huonompi kehitys Yhdysvaltoihin nähden kertoi Euroopan suuremmasta alttiudesta taloudellisille seurauksille, joita sotatoimista ja niihin liittyvistä pakotteista aiheutuu taloudelle ja rahoitusmarkkinoille.

Kuvio 7

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2018 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

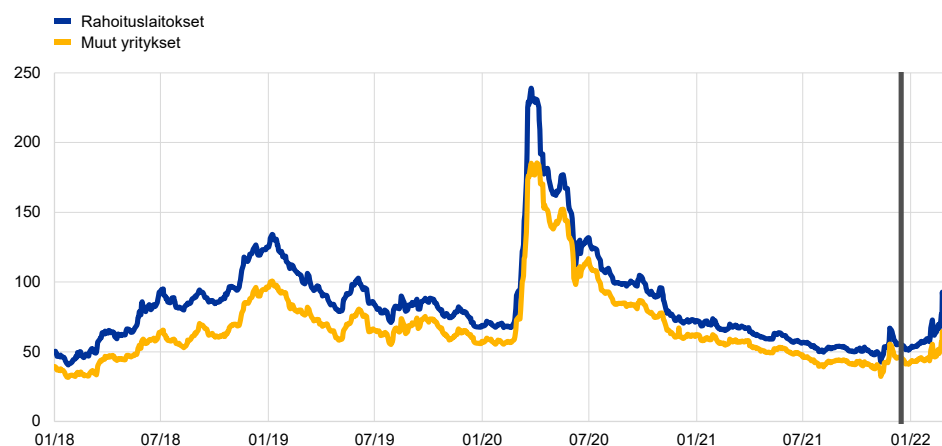
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 16.12.2021. Tuoreimmat tiedot 9.3.2022.

Osakehintojen kehitystä noudatellen euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot suurenevät tarkastelujakson aikana ja erityisesti Venäjän hyökättyä Ukrainaan (kuvio 8). Tarkastelujakson alussa yritysten liikkeeseen laskemien investointiluokan joukkolainojen tuottoero ja rahoitussektorin joukkolainojen tuottoero (suhteessa riskittömään korkoon) kasvoi hieman, kun rahapolitiikan odotettiin normalisoituvan, ja kääntyi sitten voimakkaampaan kasvuun, kun Venäjään ja Ukrainaan liittyvät jännitteet voimistuivat ja realisoituivat helmikuun lopulla.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



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

Huom. Tuottoero on omaisuuserien vaihtosopimusten tuottoero riskittömään korkoon nähden. Indeksiin sisältyvät joukkolainat kuuluvat investointiluokkaan, ja niillä on eri maturiteetteja (kuitenkin juoksuaikaa on jäljellä vähintään yksi vuosi). Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 16.12.2021. Tuoreimmat tiedot 9.3.2022.

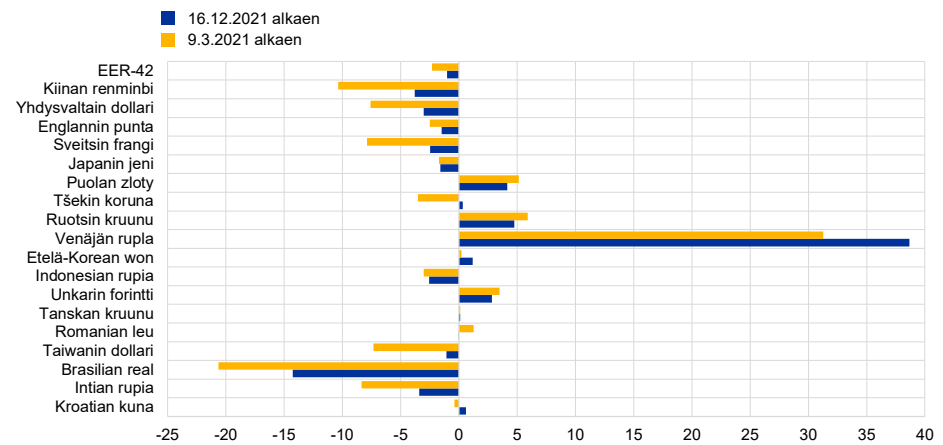
Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi heikkeni yleisesti (kuvio 9). Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa

euroalueen 42 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni 1,0 prosenttia. Kahdenvälisten kurssien osalta euro heikkeni tälläkin tarkastelujaksolla Yhdysvaltain dollariin nähden (3,0 %), kun lyhyiden korkojen ero euroalueen ja Yhdysvaltain välillä suureni edelleen. Taustalla oli Yhdysvaltain talouden nopeampi elpyminen ja nopeampi inflaatio, jotka vaikuttivat rahapolitiikan odotettuun kehitykseen. Euro heikkeni myös suhteessa muihin keskeisiin valuuttoihin, esimerkiksi Sveitsin frangiin (2,5 %), Japanin jeniin (1,6 %) ja Englannin puntaan nähden (1,5 %). Lisäksi se heikkeni myös suhteessa useimpien keskeisten kehittyvien markkinatalouksien valuuttoihin, esimerkiksi Kiinan renminbiin (3,8 %). Samaan aikaan euro vahvistui huomattavasti Venäjän ruplaan nähden, kun ruplan kurssi laski yhdessä päivässä yli 30 %. Laskun syynä olivat ennennäkemättömät taloudelliset ja rahoituskelliset pakotteet, joita Venäjän federaatiolle asetettiin sen hyökättyä Ukrainaan kansainvälisen oikeuden vastaisesti. Ruplamarkkinan tämänhetkisen kaupankäynnin luonteen vuoksi EKP keskeytti Venäjän ruplan euromääräisen valuuttakurssin noteerauksen. Viimeisin noteeraus julkaistiin 1.3.2022. Tarkastelujakson aikana euro vahvistui useimpien euroalueeseen kuulumattomien EU:n jäsenvaltioiden valuuttoihin nähden.

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. EER-42 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 42 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 9.3.2022 vallinneisiin valuuttakurssisiin nähden muiden valuuttojen paitsi Venäjän ruplan osalta. Sen muutokset on laskettu 1.3.2022 vallinneisiin valuuttakurssisiin nähden, sillä Venäjän ruplan euromääräisen valuuttakurssin noteeraus on keskeytetty.

3 Talouskehitys euroalueella

Euroalueen BKT:n määrä kasvoi 5,3 % vuonna 2021 ja ylitti siten vuoden lopussa hienoisesti pandemiaa edeltäneen tasonsa. Viimeisellä vuosineljänneksellä talouskasvu hidastui heikon yksityisen kulutuksen takia. Yksityinen kulutus supistui 0,6 % koronavirustartuntojen kasvun ja kotitalouksien ostovoimaa nakertavan energian hinnan nousun takia. Myös nettoviennillä oli negatiivinen vaikutus kasvuun viimeisellä neljänneksellä. Sitä vastoin investoinnit ja julkinen kulutus tukivat talouskasvua. Tuotantopuolella meneillään oleva teollisuustuotannon elpyminen viittaa siihen, että tarjontakapeikat ovat helpottumaan päin vaikka ovatkin edelleen kireitä. Kaiken kaikkiaan kyselytiedot ja tiheästi päivittyvät indikaattorit viittaavat heikkoon talouskasvuun myös vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä loppuvuoden 2021 heikon kasvuperinnön, sitkeiden tarjontahäiriöiden, korkean energian hinnan ja Ukrainan sodan vaikutusten myötä.

Kasvun voi olettaa kiihtyvän vuoden 2022 mittaan, kun monet sen hidasteet alkavat väistyä. Odotettu paraneminen perustuu koronapandemian taloudellisen vaikutuksen heikkenemiseen, suotuisina pysyviin rahoitusoloihin ja työmarkkinatilanteen kohenemiseen. Ukrainan sodan arvioidaan kuitenkin vähentävän kulutusaikeita lyhyellä aikavälillä lähinnä energian hintaan ja luottamukseen liittyvien vaikutusten takia, ja näin ollen kasvun arvioidaan heikkenevän toisella neljänneksellä.

Samankaltainen näkemys välittyi euroalueen talousnäkyymiä koskevien EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioiden perusskenaariosta. Siinä euroalueen BKT:n arvioidaan kasvavan 3,7 % vuonna 2022, 2,8 % vuonna 2023 ja 1,6 % vuonna 2024. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 arvioihin verrattuna BKT:n kasvu on nyt arvioitu 0,5 prosenttiyksikköä hitaammaksi vuonna 2022 ja 0,1 prosenttiyksikköä hitaammaksi vuonna 2023, mutta arvio vuoden 2024 näkymistä pysyi ennallaan. Vuoden 2022 arviota koskeva tarkistus perustui pitkälti Ukrainan kriisin vaikutukseen energian hintaan, luottamukseen ja ulkomaankauppaan. Talouskasvunäkymiin kohdistuvat riskit ovat kasvaneet merkittävästi Venäjän hyökättyä Ukrainaan, ja riskit painottuvat nykyistä ennustetta heikompaan suuntaan. Siinä, missä pandemiaan liittyvät riskit ovat vähentyneet, Ukrainan sodalla voi olla talouden tunnelmiin odotettua voimakkaampi vaikutus, ja se saattaa jälleen kiristää tarjontarajoitteita. Ennen Venäjän ja Ukrainan sodan puhkeamista euroalueen talous oli päässyt kestäväen elpymisen alkuun ja kasvu oli tavoittanut koronakriisiä edeltäneen vauhdin, vaikka siihen kohdistui pandemiaan, tarjontahäiriöihin ja kalliiseen energiaan liittyvää vastatuulta. Vaikka EKP:n asiantuntijoiden kokonaistaloudellisissa arvioissa ennakoidaan vahvaa talouskasvua keskipitkällä ennusteajaksolla, Venäjän ja Ukrainan sodalla on merkittävä vaikutus talouskasvuun. Sodan taloudelliset vaikutukset huomioon ottavissa vaihtoehtoisissa skenaarioissa energian ja raaka-aineiden hintojen jyrkempi nousu voi rasittaa merkittävästi talouskasvua, ulkomaankauppaa ja talouden tunnelmia.

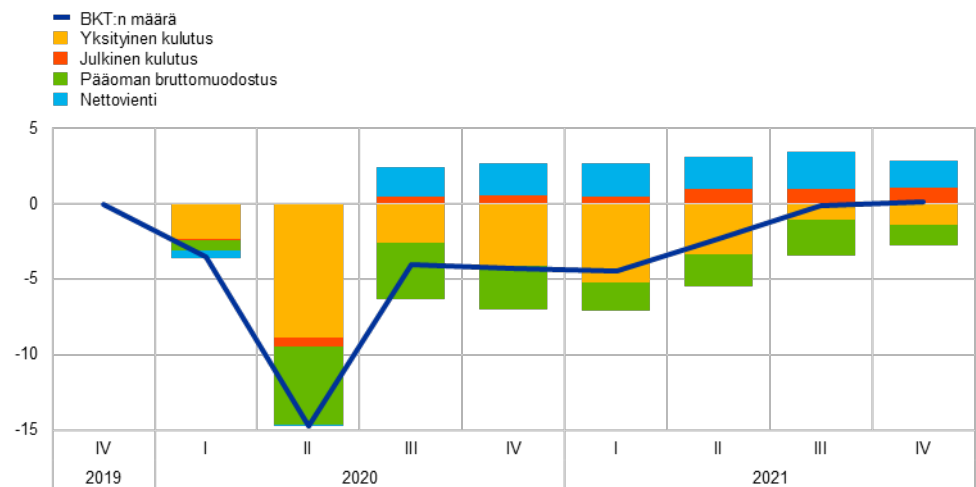
Kahden vuosineljänneksen voimakkaan kasvun jälkeen BKT:n määrän kasvu hidastui vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä. Vaatimaton 0,3 prosentin kasvu viimeisellä vuosineljänneksellä johtui pääasiassa yksityisen kulutuksen ja nettoviennin heikkoudesta, kun taas investoinneilla, julkisella kulutuksella ja

varastojen kehityksellä oli positiivinen vaikutus (kuvio 10). Vuoden 2021 lopussa tuotanto oli hienoisesti ylittänyt pandemiaa edeltäneen tasonsa ja kasvanut kaikkiaan 5,3 % vuoden aikana. Tuotannon kehitys vaihteli vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä sektoreittain. Siinä, missä palvelusektorin arvonlisäys heikkeni koronataartuntojen lisääntymisen takia käyttöön otettujen uusien rajoitustoimien myötä (kuvion 11 vasen kohta), teollisuussektorin (ilman rakentamista) tuotanto kasvoi edelleen ja vilkastui vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä.

Kuvio 10

Euroalueen BKT:n määrä ja erät

(Prosenttimuutos vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä; kasvuvaihtelu prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä.

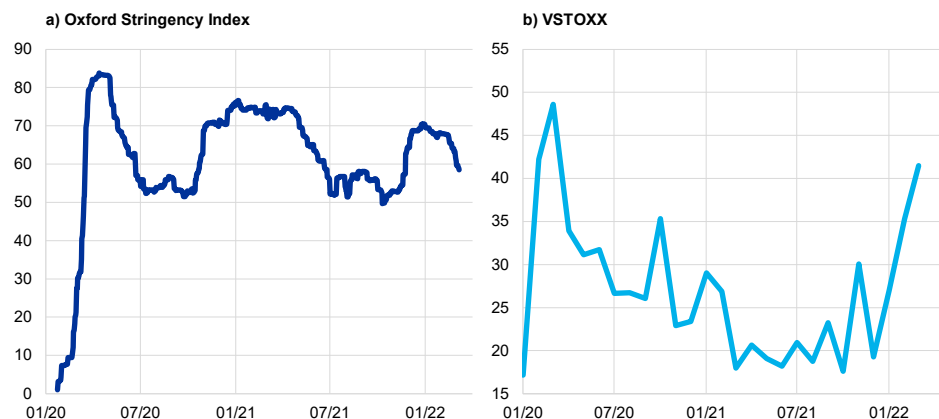
Euroalueen BKT:n kasvun arvioidaan jatkuvan heikkona myös vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä loppuvuoden 2021 heikon kasvuperinnön,

korkean energian hinnan ja Ukrainan sodan vaikutusten myötä. Vaikka kasvuvauhtien normalisoitumista odotettiin tarjontakapeikkojen asteittaisesta helpottumisesta saatujen merkkien (kehikko 1) ja omikron-aallon laantumisen myötä, tämänhetkistä vaimenemista on luultavasti korostanut myös energian hinnan jyrkkä nousu ja epävarmuuden kasvu Ukrainan sodan takia (kuvion 11 oikeanpuoleinen kohta). Myös vuoden 2022 ensimmäisiltä kuukausilta saadut tiedot viittaavat maltilliseen kasvuun lyhyellä aikavälillä. Kun pandemia aiheutti vielä epävarmuutta ja inflaatiopaineet olivat koholla, Euroopan komission helmikuussa tekemän kuluttajien luottamuskyselyn mukaan kuluttajien luottamus ja kotitalouksien odotukset tulevasta taloustilanteestaan ovat heikentyneet edelleen.

Kuvio 11

Oxfordin tiukkuusindeksi ja euroalueen epävarmuuden mittari

(indeksi)



Lähteet: Bloomberg, Oxfordin yliopisto ja EKP:n laskelmat.

Huom. Oxfordin koronatoimien tiukkuusindeksi (Oxford Stringency Index) on yhdeksästä julkisten koronatoimien mittarista, kuten koulujen ja työpaikkojen sulkemisesta ja matkustuskiltoista, koostuva yhdistelmäindeksi, joka skaalataan asteikolle 0–100 (100 = tiukin). VSTOXX-indeksi mittaa Euro Stoxx 50 -indeksin volatiiliteettiä. Tuorein havainto Oxfordin tiukkuusindeksistä on 9.3.2022 ja VSTOXX-indeksistä maaliskuulta 2022.

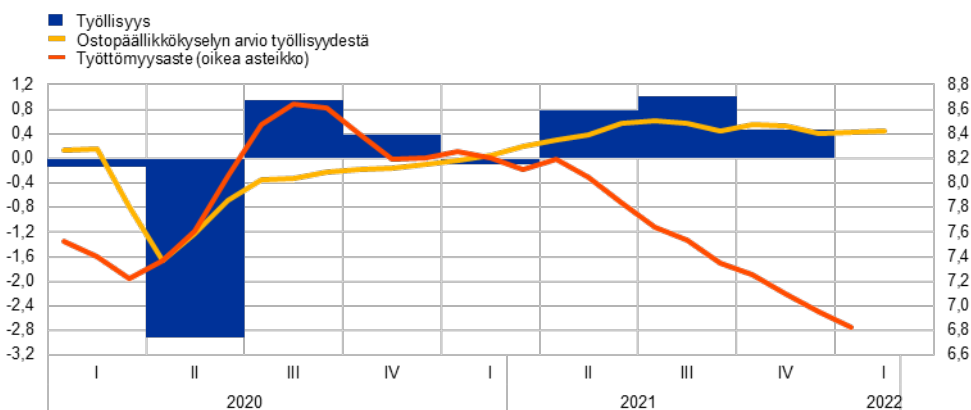
Euroalueen työmarkkinatilanne vahvistui edelleen vuoden 2021 viimeisellä

neljänneksellä. Työllisyys kasvoi vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä edellisestä neljänneksestä 0,5 % (kuviot 12) ja ylitti pandemiaa edeltäneen tasonsa. Työvoiman kysyntä näkyi myös vapaiden työpaikkojen osuuden nousuna: se ylsi vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä 2,7 prosenttiin eli aikasarjan huippuun. Nousu oli vieläpä sektoreittain laaja-alaista. Työvoiman määrä palautui viimeisellä ja osallistumisaste kolmannella vuosineljänneksellä lähelle pandemiaa edeltäneitä tasojaan. Työttömyysaste oli vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä 7,1 %, mistä se laski tammikuussa 2022 edelleen 6,8 prosenttiin. Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyiden vaikutus oli kuitenkin edelleen tuntuva. Tammikuussa niiden piirissä olevan työvoiman osuus nousi hieman ja oli 1,5 %, kun rajoitustoimia palautettiin käyttöön.

Kuvio 12

Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääallikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyysaste

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



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat

Huom. PMI-ostopääallikköindeksin työllisyysindikaattori sekä työttömyysaste on kuvattu kuukausittain ja työttömyys neljännesvuosittain. PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä, PMI-indeksistä helmikuulta 2022 ja työttömyysasteesta tammikuulta 2022.

Kyselytiedot viittaavat työllisyyden vahvan kasvun jatkumiseen vuoden 2022 alkukuukausina.

Ostopääallikköindeksin kuukausittainen työllisyysindikaattori, joka käsittää sekä teollisuuden että palvelualat, oli helmikuussa 54,5 eli suunnilleen tammikuun tasolla ja selvästi 50 pisteen yläpuolella, joka on positiivista työllisyyden kasvua osoittava raja-arvo. Tämä tulos saavutettiin huolimatta pandemian kiihtymisestä vuoden ensimmäisinä viikkoina sekä avointen työpaikkojen täyttämässä esiintyneistä vaikeuksista. Tehtyjen työtuntien määrään kohdistui todennäköisesti laskupainetta omikron-muunnokseen liittyneistä poissaoloista, vaikka kollegojen tekemät lisätunnit mahdollisesti paikkasivat niitä.

Yksityinen kulutus supistui vuoden 2021 lopussa, ja sen odotetaan pysyvän heikkona vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä.

Yksityinen kulutus supistui vuoden 2021 lopulla 0,6 % edellisestä neljänneksestä, kun koronatartunnat kiihtyivät ja henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvilla sektoreilla asetettiin kireämpiä rajoituksia. Yksityinen kulutus oli vuoden 2021 lopussa 2,5 % pandemiaa edeltänyttä tasoaan heikompi. Tuoreimmat tiedot eivät viittaa tämän kuilun sulkeutumiseen vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä. Tammikuussa 2022 vähittäismyynti kasvoi vaatimattomat 0,2 % joulukuusta, jolloin se vähittäismyynti supistunut 3 % ja uusien autojen myynti 5,4 % edelliskuusta. Kuluttajien luottamus heikkeni edelleen helmikuussa, kun se ilmeisesti heijasti pandemiaan edelleen liittyvää epävarmuutta ja kohonneita inflaatiopaineita. Kaiken kaikkiaan pandemian vaikutukset henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuviin palveluihin sekä kotitalouksien ostovoimaa nakertava korkea energian hinta viittaavat siihen, että kulutus pysyy vaimeana vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä. Sen jälkeen yksityisen kulutuksen odotetaan toimivan talouskasvun tärkeimpänä veturina, kun säästämiskäyttäytyminen normalisoituu ja kotitaloudet alkavat kuluttaa pandemian aikana kerryttämiään ylimääräisiä säästöjä. Vaikka Ukrainan sota kannustaakin varovaisuussäästämiseen, ennestään suurten säästöpuskurien odotetaan jossain määrin pehmentävän energianhintasokkia.

Yritysten investoinnit (pl. rakennusinvestoinnit) kasvoivat voimakkaasti vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, kun tarjontakapeikkojen helpottumisesta ilmeni merkkejä ja pääomahyödykkeiden kysyntä pysyi vahvana. Euroalueen muut kuin rakennusinvestoinnit kasvoivat viimeisellä neljänneksellä 6,3 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat tilapäisesti notkahtaneet. Kasvusta huolimatta investoinnit olivat edelleen 16,3 % pandemiaa edeltänyttä tasoaan heikkomat. Suurista euroalueen maista muut kuin rakennusinvestoinnit kasvoivat lähes 7 % edellisestä neljänneksestä sekä Espanjassa että Alankomaissa, noin 1 % Saksassa ja Ranskassa sekä lähes 2 % Italiassa. Muista kuin rakennusinvestoinneista investoinnit henkisiin omaisuustuotteisiin kasvoivat 13 % ja myös investoinnit kuljetuslaitteisiin kasvoivat voimakkaasti euroalueella kokonaisuutena – joissakin maissa yli 10 % – supistuttuaan sitä ennen kolmen vuosineljänneksen ajan. Eräiden kyselypohjaisten toimitusaikojen ja varastojen kartutusta koskevien indikaattorien paraneminen saattaa viitata ensimmäisiin merkkeihin tarjontakapeikkojen asteittaisesta helpottumisesta. Yritysten luottamuksen paraneminen helmikuussa sekä pääomahyödykkeiden valmistajien tilauskanta-arvioiden koheneminen viittaavat yritysten investointiolosuhteiden paranemiseen vuoden 2022 alkupuoliskolla ennen Ukrainan sodan puhkeamista. Lisäksi yritysten liikevaihdon vahvistuminen ja yritysten korkea säästämisaste voivat tukea investointeja heti nykyisten tarjontakapeikkojen helpottuessa (kehikko 4). Ukrainan sota ja siihen liittyvät rajoitteet sekä epävarmuus kuitenkin odotettavasti vaimentavat euroalueen yritysten investointeja erityisesti lyhyellä aikavälillä. Lisäksi energian hinnan nousu voi vaikuttaa voimakkaasti runsaasti energiaa kuluttavien pääomahyödykkeiden tuotantoon.

Asuinrakennusinvestoinnit vilkastuivat viime vuoden viimeisellä neljänneksellä, ja niiden odotetaan jatkavan kasvuaan lyhyellä aikavälillä.

Asuinrakennusinvestoinnit kasvoivat vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä 0,7 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat supistuneet 1,4 %. Euroopan komission rakennustuotannon viimeaikaista kehitystä kuvaava indikaattori nousi selvästi vuoden 2022 kahden ensimmäisen kuukauden aikana ja oli selvästi pitkän aikavälillä keskiarvonsa yläpuolella. Myös ostopääällikköindeksin asuinrakentamista koskeva indikaattori nousi merkittävästi yhä suurempiin positiivista kasvua kuvaaviin lukemiin. Mitä tulee kotitalouksiin, Euroopan komission kyselytietojen mukaan kysyntä oli vilkasta ja kuluttajien lyhyen aikavälin remontointiaikeet pysyivät erittäin korkealla tasolla vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä vaikka vähentyivät hieman, ja asuntojen osto- tai rakennushalu kahden seuraavan vuoden aikana lisääntyi edelleen. Kysynnän myönteinen kehitys näkyy myös yrityksissä, joiden näkemys tilauskannoista parani, ja kysynnästä johtuvat koetut rakennustuotannon rajoitteet vähenivät edelleen jonkin verran. Samaan aikaan tarjontakapeikat pysyivät huomattavina, ja yritykset kertoivat materiaali- ja työvoimapulan helpottaneen aiemmalta erittäin ankaralta tasoltaan vain hieman. Helmikuussa myös toimittajien toimitusajat venyivät edelleen ja tuotantopanosten hinnat nousivat. Lisäksi Venäjän ja Ukrainan sodan syttyminen ja siihen liittyvät epävarmuustekijät aiheuttavat uusia lyhyen aikavälin näkymiin kohdistuvia riskejä.

Tavaravienti kasvoi maltillisesti vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, mutta omikron-muunnos vaimensi palveluvientiä. Tavaroiden ja palvelujen vienti

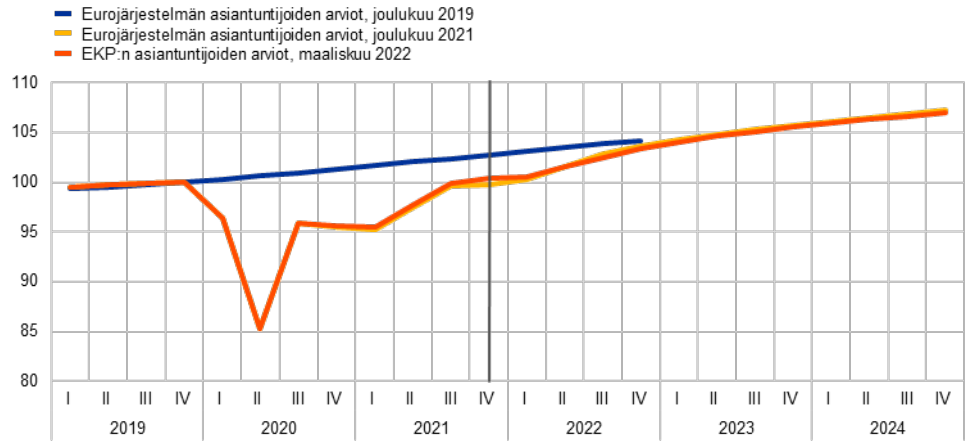
euroalueen ulkopuolelle kasvoi 2,9 % viimeisellä vuosineljänneksellä. Tavaraviennin jakauman perusteella vienti Yhdysvaltoihin kasvoi, vienti Isoon-Britanniaan pysyi ennallaan ja vienti Kiinaan supistui. Tavaroiden ja palvelujen tuonti euroalueen ulkopuolelta kasvoi 4,6 % viimeisellä vuosineljänneksellä. Tavaroiden tuonnin kiihtyminen edellisen neljänneksen notkahduksen jälkeen liittyi teollisuussektorin patoutuneeseen kysyntään. Tuonnin arvo kasvoi erityisen voimakkaasti energian hinnan globaalin nousun takia. Ennakoivat indikaattorit osoittavat alustavia merkkejä tarjontaketjun kapeikkojen helpottumisesta, mutta tämä parannus saattaa jäädä Venäjän ja Ukrainan sodasta aiheutuvien ulkomaankaupan häiriöiden varjoon. Palvelusektorilla taas matkustamisen vaimennuttua taannoin koronaviruksen uuden tartunta-aallon takia ennakoivat indikaattorit alkoivat jälleen viitata matkapalvelujen viennin paranemiseen, kun pandemiarajoituksia alettiin keventää. Venäjän ja Ukrainan sodan puhkeaminen kuitenkin langettaa kansainvälisen kaupan ylle uuden epävarmuuden varjon.

Kohonneen epävarmuuden vallitessa euroalueen talouskasvun odotetaan kiihtyvän vuoden 2022 mittaan. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 3,7 % vuonna 2022 ja 2,8 % vuonna 2023 sekä 1,6 % vuonna 2024 (kuvio 13). Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2022 arvioihin verrattuna kasvu on nyt arvioitu hitaammaksi vuonna 2022, kun taas vuosien 2023 ja 2024 arviot ovat jokseenkin ennallaan. Lyhyen aikavälin näkymien heikentyminen johtuu pitkälti odotettua voimakkaammasta energian hintasokista, vaikka pandemian aikana kerrytetyt säästöt vaimentavatkin sitä osittain, sekä Venäjän ja Ukrainan sodan laukaisemasta negatiivisesta luottamussokista. Negatiivisista tekijöistä huolimatta talouskasvu saa keskipitkällä aikavälillä edelleen tukea kotimaisen kysynnän vahvistumisesta, kun työmarkkinatilanne paranee, maailmantalouden kasvu kiihtyy ja talouspoliittinen tuki jatkuu. Myös Next Generation EU (NGEU) -ohjelman täytäntöönpanon odotetaan tukevan elpymistä.⁴

⁴ Ks. EKP:n verkkosivulla 10.03.2022 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyviä koskevat ECB asiantuntijoiden arviot \(maaliskuu 2022\)](#)".

Kuvio 13 Euroalueen BKT

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



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 10.3.2022 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2022)".

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

Taluskasvunäkymiin kohdistuvat riskit ovat kasvaneet merkittävästi Venäjän hyökättyä Ukrainaan, ja riskit painottuvat nykyistä ennustetta heikompaan suuntaan. Siinä, missä pandemiaan liittyvät riskit ovat vähentyneet, Ukrainan sodalla voi olla talouden tunnelmiin voimakkaampi vaikutus ja se saattaa jälleen kiristää tarjontarajoitteita. Jos energian hinta pysyy pitkäaikaisesti korkeana ja luottamus heikkenee, kysyntä saattaa heikentyä odotettua enemmän ja rajoittaa kulutusta sekä investointeja.

4 Hinnat ja kustannukset

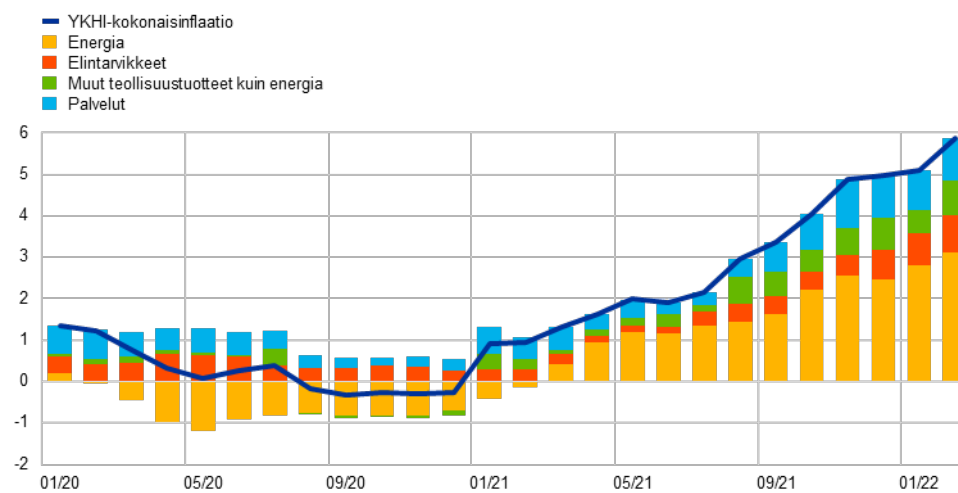
Euroalueen YKHI-inflaatio kiihtyi 5,8 prosenttiin helmikuussa 2022 tammikuun 5,1 prosentista, ja sen odotetaan jatkuvan nopeana lyhyellä aikavälillä. Kohonneen inflaation pääsyynä on edelleen energian korkea hinta, joka aiheutti välittömästi yli puolet helmikuun kokonaisinflaatiosta ja työntää hintoja korkeammalle myös monilla sektoreilla. Lisäksi elintarvikkeiden hinnat ovat nousseet kausivaihteluun liittyvistä syistä sekä kuljetuskustannusten kasvun ja lannoitteiden kallistumisen takia. Vastaisuudessa elintarvikkeiden ja raaka-aineiden hintoihin kohdistuvia paineita on syytä odottaa lisää Ukrainan sodan takia. Hintojen nousu on muuttunut entistä laaja-alaisemmaksi, ja monien tavaroiden ja palvelujen hinnoissa on nähty voimakasta nousua. Useimmat pohjainflaatioindikaattorit ovat nousseet viime kuukausina, joskin nousun pysyvyys on epävarma ottaen huomioon pandemiaan liittyvät tilapäiset tekijät ja energian hinnan nousun välilliset vaikutukset. Markkinapohjaiset indikaattorit viittaavat energian hintakehityksen maltillistumiseen vuonna 2022, ja myös globaaleihin tarjontakapeikkoihin liittyvien paineiden voi odottaa helpottavan. Sekä markkina- että kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat 2 prosentin tuntumassa. Ukrainan sota muodostaa merkittävän riskin arvioitua nopeammasta inflaatiosta lyhyellä aikavälillä erityisesti energian hinnassa.

Eurostatin alustavan arvion mukaan YKHI-inflaatiovauhti kiihtyi 5,8 prosenttiin helmikuussa 2022 (kuvio 14). Näin inflaatio teki jälleen uuden ennätyksen tammikuun 5,1 prosentin ja joulukuun 5,0 prosentin jälkeen siitä huolimatta, että Ukrainan sodan vaikutus näkyy siinä vasta osittain. Kaikki pääerät – energia, elintarvikkeet, palvelut sekä muut teollisuustuotteet kuin energia – kiihdyttivät inflaatiota. YKHI-inflaatio ilman elintarvikkeita ja energiaa (HICPX) kiihtyi 2,7 prosenttiin helmikuussa, kun se oli tammikuussa tilapäisesti maltillistunut 2,3 prosenttiin. Inflaation kiihtyminen johtui sekä palvelujen että muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintakehityksestä.

Kuvio 14

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2022.

Energian hinnalla oli edelleen voimakkain vaikutus YKHI-inflaatioon, sillä energian inflaatio kiihtyi helmikuussa uuteen ennätykseen eli 31,7 prosenttiin tammikuun 28,8 prosentista. Tammikuun tiedot viittaavat siihen, että vuoden ensimmäisen kuukauden hintapiikki johtui pääosin kaasu- ja sähkötariffien tarkistuksista, jotka ajoittuivat monissa maissa vuodenvaihteeseen. Kaasu ja sähkö ovat aiheuttaneet myös suuren osan energian inflaation viimeaikaisesta heterogeenisyydestä, sillä kumpikin niistä tuotti voimakkaan ja pitkäaikaisen inflaatiovaikutuksen muun muassa Italiassa ja Alankomaissa, ja sähköllä oli samanlainen vaikutus Espanjassa. Energiakustannusten kasvu on todennäköisesti vaikuttanut myös muiden YKHI-inflaation erien nousuun, koska energia on sekä tuotannossa että jakelussa tarvittava panos. Esimerkiksi elintarvikkeiden inflaatio oli helmikuussa 4,1 % ja muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaatio oli 3,0 %.

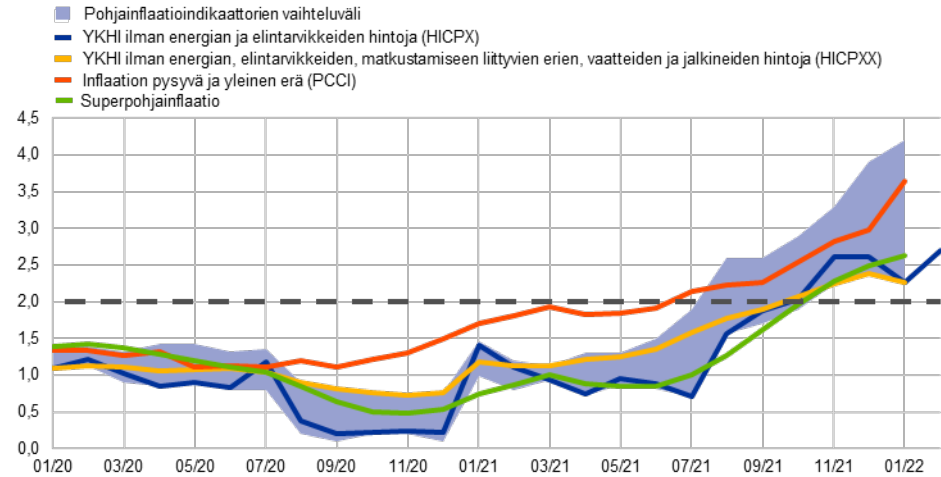
Pohjainflaatiomittarien viimeaikainen nousu on jatkunut, joskin se johtunee osin energian hinnan ja pandemiaan liittyvien tekijöiden välillisistä vaikutuksista. Tilapäisten tekijöiden poissulkemiseen pyrkivät inflaatioindikaattorit ovat olleet viime kuukausina nousussa (kuvio 15). Esimerkiksi ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio (HICPX) nousi helmikuussa 2,7 prosenttiin tammikuun 2,3 prosentista. Muita pohjainflaatioindikaattoreita koskevat tiedot ulottuvat vain tammikuuhun. Tuolloin HICPXX-inflaatio (josta energian ja elintarvikkeiden lisäksi on suljettu pois myös matkustamiseen liittyvät erät, vaatteet ja jalkineet) maltillistui 2,3 prosenttiin joulukuun 2,4 prosentista. Samaan aikaan inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) nousi 3,6 prosenttiin joulukuun 3,0 prosentista (ja PCCI pl. energia 2,3 prosenttiin 2,1 prosentista) ja superpohjainflaatio, joka koostuu suhdannevaihteluherkistä YKHI-eristä, kiihtyi 2,6 prosenttiin joulukuun 2,5 prosentista. Vaikka kaikki pohjainflaatioindikaattorit ovat nyt nousseet 2 prosentin tason yläpuolelle, nousun pysyvyys on vielä epävarma monien pandemiaan liittyvien tilapäisten tekijöiden (kuten tarjontakapeikkojen ja

koronarajoitusten purkamisen) sekä energian hinnan nousun välillisten vaikutusten takia.

Kuvio 15

Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjainflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX); YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja (HICPXX); YKHI:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKHI:n keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHI:n painotettu mediaani. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022, paitsi HICPX (joka on helmikuun 2022 pika-arvio).

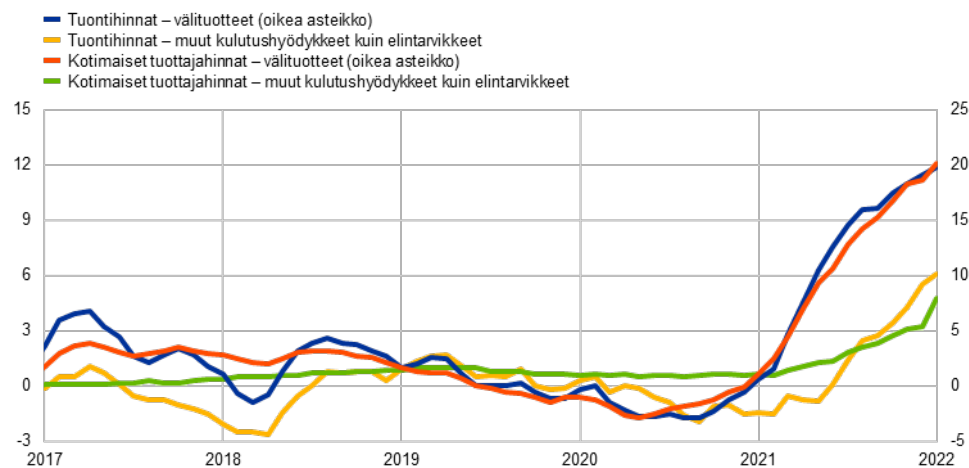
Muiden teollisuustuotteiden kuin energian tuotantoketjun hintapaineet kiristyivät edelleen ja indikaattorit nousivat uusiin huippulukemiin (kuvio 16).

Kustannuspaineet ovat kasvaneet tuntuvasti vuodentakaisesta raaka-aineiden ja erityisesti energian globaalin hinnan nousun takia. Myös tarjontaketjun häiriöt ja kysynnän globaali elpyminen ovat myötävaikuttaneet panoskustannuspaineisiin. Hinnoitteluketjun alkupään tarkastelu osoittaa, että välituotteiden tuottajahinnat kotimarkkinoilla nousivat tammikuussa vuodentakaisesta 20,2 %, kun edelliskuussa nousuvauhti oli ollut 18,7 %. Vastaavasti välituotteiden tuontihintojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui tammikuussa 19,9 prosenttiin joulukuun 19,1 prosentista. Hinnoitteluketjun alkupäässä kasautuneet paineet alkavat näkyä voimakkaammin myös ketjun myöhemmissä vaiheissa. Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden kotimarkkinoiden tuottajahinnat nousivat tammikuussa 4,8 % vuodentakaisesta, kun edelliskuussa niiden nousuvauhti oli 3,2 %. Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuontihintainflaatio kiihtyi tammikuussa 6,1 prosenttiin. Ero kotimarkkinoiden tuottajahintoihin nähden johtui luultavasti euron heikkenemisestä viime vuonna. Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuonti- ja tuottajahinnat ovat keskeisiä ennakoivia indikaattoreita YKHIin sisältyvää muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaatiota silmällä pitäen. Tämä viittaa siihen, että kuluttajahintoihin kohdistuva paine tuskin hellittää lähitulevaisuudessa.

Kuvio 16

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022.

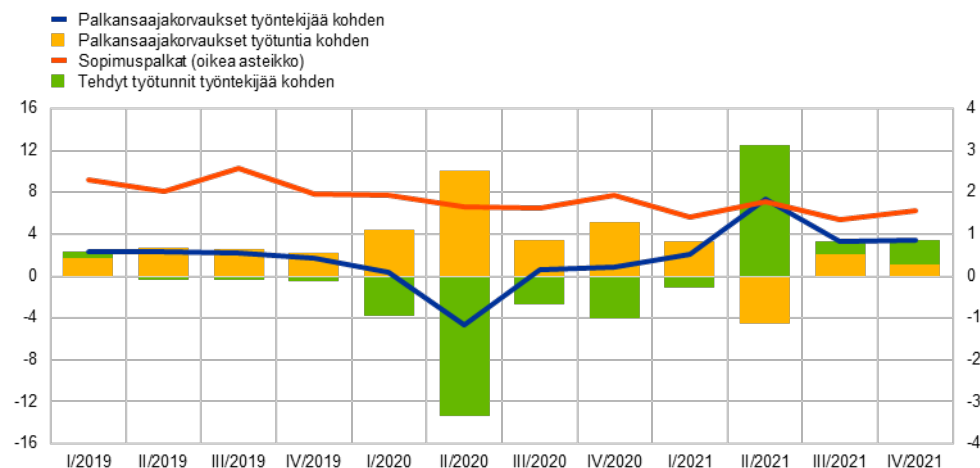
Palkkojen kasvu euroalueella on tähän saakka pysynyt maltillisena (kuvio 17).

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu kiihtyi hieman ja oli 3,5 % vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, kun se sai vauhtia sekä työntekijäkohtaisten tehtyjen työtuntien että tuntia kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvusta (joskin viimeksi mainittu hidastui neljänneksen aikana 1,1 prosenttiin). Tehtyjen työtuntien määrän kasvu on merkki palautumisesta normaaliin tilanteeseen talouksien avauduttua uudelleen. Samaan aikaan työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu kuitenkin heijastaa myös muutoksia työpaikkojen säilyttämisjärjestelyihin liittyvässä julkisessa tuessa. Sitä vastoin tehtyjen työtuntien muutokset tai pandemian vuoksi käyttöön otettuihin työpaikkojen säilyttämisjärjestelyihin liittyvien etuuksien kehitys ei ole vaikuttanut välittömästi sopimuspalkkoihin, jotka ovat täten eräs tärkeä palkkapaineiden indikaattori. Sopimuspalkkojen kasvuvauhti pysyi maltillisena vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä, jolloin se oli 1,5 %, kun se oli edellisellä neljänneksellä ollut 1,4 % (ja keskimäärin 1,5 % koko vuonna 2021 ja 1,8 % vuonna 2020). Tämä indikaattori ei kuitenkaan todennäköisesti vielä ilmennä nykyistä voimakasta inflaatiota, koska se on taaksepäin katsova ja perustuu vanhoihin työehtosopimuksiin. EKP:n kysely suurille eurooppalaisille työnantajille viittaa siihen, että palkkojen kasvu vuonna 2022 saattaa olla jossain määrin nopeampaa, mikä joidenkin vastaajien mukaan liittyy nopeaan inflaatioon.

Kuvio 17

Työvoimakustannukset työntekijää ja työntuntia kohti

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

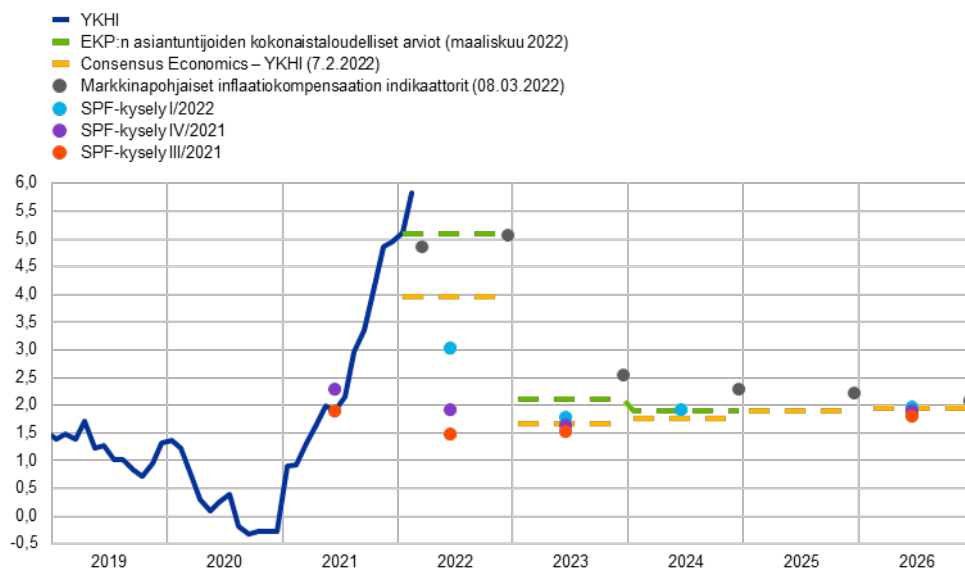
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä.

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ovat nousseet selvästi, joskin ne heilahtelivat jakson aikana poikkeuksellisen voimakkaasti. Myös kyselypohjaiset inflaatio-odotusten mittarit ovat olleet nousussa vuoden 2022 alusta lähtien. Venäjän hyökkäys Ukrainaan on johtanut merkittäviin öljyn ja maakaasun hinnankorotuksiin, kun tarjonnan odotetaan supistuvan voimakkaasti, mutta lyhyen aikavälin inflaatiopaineet olivat voimakkaita jo sitä ennen. Siten euroalueen lyhyen aikavälin eteenpäin katsova inflaatiokompensatio on noussut selvästi. Markkinahinnoissa näkyy nyt joulukuuhun verrattuna odotus voimakkaammasta ja sitkeämmästä euroalueen inflaation kiihtymisestä. Yhden vuoden eteenpäin katsova inflaatioidonnainen swapkorko oli tarkastelujakson alussa noin 2,50 % eli 78 korkopistettä korkeampi kuin 16.12.2021. Pidemmät eteenpäin katsovat inflaatioidonnaiset swapkorot samaan aikaan aluksi laskivat, kun rahapolitiikan odotettiin kiristyvän. Sittemmin ne ovat kuitenkin taas laskeneet geopolitiittisten jännitteiden ja Ukrainan sodan puhkeamisen myötä. Viiden vuoden päästä alkavan jakson eteenpäin katsova viisivuotinen inflaatioidonnainen swapkorko oli tammikuun lopussa noin 1,85 %, minkä jälkeen se nousi maaliskuun alkupuolelle mennessä 2,16 prosenttiin. EKP:n vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselyn (tehty tammikuun toisella viikolla) sekä Consensus Economicsin tammikuun 2022 ennusteiden mukaan pitkän aikavälin inflaatioennusteet ovat nousseet 2,0 prosenttiin edellisten kyselykierrösten 1,9 prosentista (kuvio 18).

Kuvio 18

Inflaatio-odotuksia kuvaavat kyselyindikaattorit ja markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot ja EKP:n laskelmat.

Huom. Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten indikaattorien aikasarja perustuu toteutuneeseen vuotuisen inflaatiovauhtiin sekä eteenpäin katsovaan vuotuisen inflaatiovauhtiin yhden, kahden, kolmen ja neljän vuoden päästä. Tuoreimmat havainnot markkinapohjaisista inflaatiokompensaation indikaattoreista on poimittu 8.3.2022. Vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kysely suoritettiin 7.–13.1.2022. Consensus Economicsin ennusteet vuosille 2024, 2025 ja 2026 perustuvat 10.1.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin ja ennusteet vuosille 2022 ja 2023 perustuvat 7.2.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin. EKP:n asiantuntijoiden kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 2.3.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin.

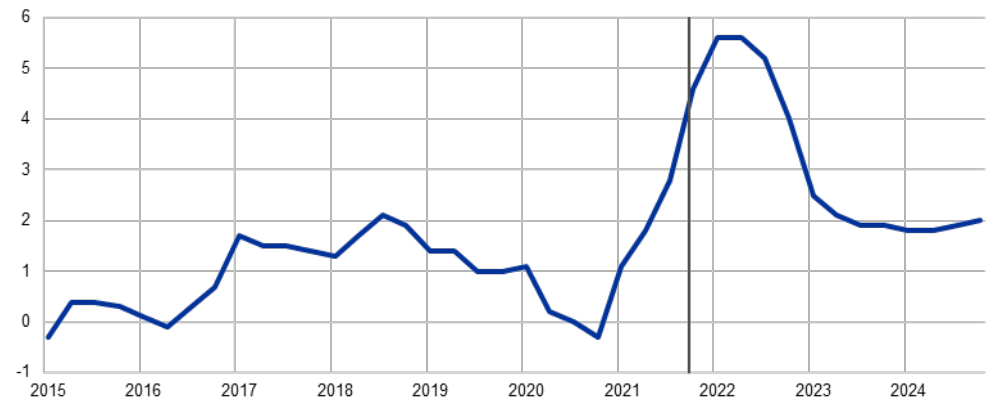
Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioissa inflaation arvioidaan pysyvän koholla lähikuukausina ja hidastuvan sitten vuoden jälkipuoliskolla. Kokonaisinflaation arvioidaan asettuvan 1,9 prosenttiin ennustejakson lopussa. Helmikuussa 2022 YKHI-

kokonaisinflaatiovauhti oli 5,8 %, ja sen arvioidaan pysyvän nopeana vielä lähikuukausien ajan, kunnes se hidastuu vuoden jälkipuoliskolla. Perusskenaariossa YKHI-kokonaisinflaatiovauhdin arvioidaan olevan keskimäärin 5,1 % vuonna 2022 sekä 2,1 % vuonna 2023 ja 1,9 % vuonna 2024 (kuvio 19). Kokonaisinflaatiopiikki vuonna 2022 johtui energian hinnan voimakkaasta noususta (joka puolestaan aiheutui etupäässä sähkön ja kaasun kallistumisesta), elintarvikkeiden hinnan jyrkästä noususta, henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen uudelleen avautumisesta sekä hinnoitteluketjun hintapaineista (energiapanoksen kustannukset mukaan lukien). Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2021 kokonaistaloudellisiin ennusteisiin verrattuna YKHI-inflaatio-odotuksia on tarkistettu ylöspäin koko ennustejaksolle. Selvin korotus koskee vuotta 2022, jota koskeva tarkistus oli 1,9 prosenttiyksikköä. Korotus johtui osittain viime aikojen odotettua voimakkaammasta toteutuneesta inflaatiosta. Lisäksi se heijastaa odotettua vahvempaa energian tähänastista ja tulevaa hintakehitystä, jota geopoliittiset jännitteet ja hyökkäys Ukrainaan ovat voimistaneet. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation (HIPCX) odotetaan olevan noin 2,6 % kahden seuraavan neljänneksen ajan ja hidastuvan sitten viimeisellä neljänneksellä 2,3 prosenttiin (jolloin koko vuoden keskiarvo olisi 2,6 %).

Nousupaineita aiheuttavat vahva kysyntä, energian hinnan nousun välilliset vaikutukset ja tarjontakapeikoista johtuvat hintapaineet hinnoitteluketjun eri vaiheissa. Näiden tekijöiden vaikutuksen odotetaan helpottuvan keskipitkällä aikavälillä, ja HICPX-inflaation uskotaan hidastuvan keskimäärin 1,8 prosenttiin vuonna 2023 ja 1,9 prosenttiin vuonna 2024. Palkkojen kasvuvauhdin odotetaan olevan 3,6 % vuonna 2022 ja hidastuvan sitten 2,9 prosenttiin vuonna 2024, jolloin se olisi edelleen korkeampi kuin vuodesta 1999 lähtien keskimäärin (2,2 %) sekä ennen finanssikriisiä (2,6 %) työmarkkinoiden kireyden sekä nopean inflaation kerrannaisvaikutusten vuoksi.

Kuvio 19
Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja Euroalueen talousnäkyymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2022).
Huom. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä (tiedot) ja vuoden 2024 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 2.3.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin.

5 Rahan määrä ja luotonanto

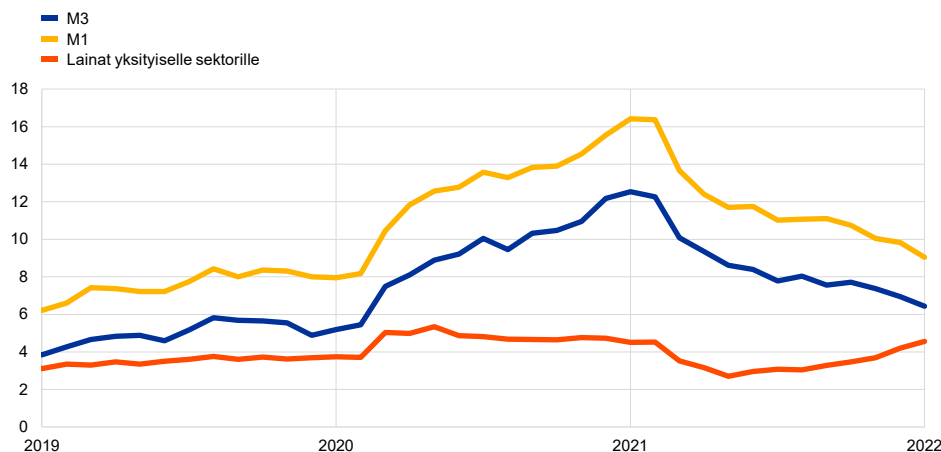
Rahan luominen euroalueella palautui edelleen kohti normaalitasoaan tammikuussa 2022, vaikka vaihtelu kasvoi ja geopolittiset riskit lisääntyivät. Eurojärjestelmän tekemät omaisuuserien ostot pysyivät rahan luomisen tärkeimpänä tekijänä. Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kasvu nopeutui suotuisien rahoitusolojen ja taloustilanteen kohenemisen ansiosta. Pankkien antolainauskorot pysyttelivät tammikuussa 2022 lähellä alhaisinta tasoaan, vaikka yrityslainojen korot nousivat hieman. Vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärä jatkoi kasvuaan, jonka taustalla oli ennen kaikkea pankkilainojen huomattava lisäys. Lokakuusta 2021 tammikuuhun 2022 yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaiskustannus kasvoi yltäen jopa maaliskuun 2020 huipputasolle. Kasvun taustalla oli markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen kasvu sekä tilastointiin liittyviä syitä. Venäjän hyökättyä Ukrainaan markkinoiden heilahtelu on kasvattanut entisestään markkinaehtoisen velan kustannusta, ja osakekurssien laskettua jyrkästi myös osakerahoituksen kustannus on kasvanut.

Tammikuussa 2022 lavean rahan kasvu vakautui lähelle pandemiaa edeltänyttä tasoaan. M3:n vuotuinen kasvuvauhti, joka oli joulukuussa vielä 6,9 %, hidastui tammikuussa 6,4 prosenttiin (kuvio 20) rahoitusmarkkinatilanteen vaihtelun lisääntyessä, vaikka geopolittisten riskien korostuminen kasvattaakin likvidien varojen kysyntää. Neljännesvuositasolla rahan kasvuvauhti palasi lähelle pitemmän ajan keskitasoaan, ja M3:n lyhyen aikavälin kehitystä vahvisti edelleen pandemiaan liittyvien politiikkatoimien merkittävä tuki. M3:n eristä eniten sen kasvuun vaikutti suppea raha-aggregaatti M1, joka sisältää M3:n likvideimmät erät. Pandemian alkuvaiheessa vuonna 2020 rahaa hallussa pitävä sektori suosi likvidejä varoja varovaisuussyistä. Pandemiaan liittyvien rajoitustoimien keventämisen ja talouskehityksen elpymisen myötä M1:n kasvu tasaantui vuonna 2021 vuoden 2020 korkealta tasoltaan. Tammikuussa M1:n vuotuinen kasvutahdi hidastui entisestään ja laski 9,8 prosentista 9,0 prosenttiin, mikä johtui etenkin yön yli -talletusten kasvun palautumisesta normaalille tasolle. Liikkeessä olevan rahan vuotuinen kasvuvauhti on maltillistunut vuoden 2021 ensimmäisestä neljänneksestä asti, ja tammikuussa se oli 7,7 %. Muiden lyhytaikaisten talletusten ja jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien vaikutus oli tammikuussa neutraali näille instrumenteille maksettavan tuoton alhaisen tason vuoksi.

Kuvio 20

M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022.

Yön yli -talletusten kasvu jatkoi hidastumistaan pysytellen kuitenkin yhä

korkealla tasolla. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui tammikuussa 9,2 prosenttiin joulukuun 10,2 prosentista. Hidastumiseen vaikuttivat yritykset ja kotitaloudet, jotka olivat suurimmat kasvuvauhtiin vaikuttavat sektorit. Yön yli -talletukset ovat kasvaneet tuntuvasti pandemian alusta alkaen, mikä kuvastaa taloudellisen epävarmuuden lisääntymistä.⁵ Yritysten ja kotitalouksien hallussa olevien talletusten kasvu on vaihdellut maittain, mihin vaikuttavat erot likviditeettitarpeissa ja maiden (finanssipoliittisissa) tukitoimissa. Vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä kotitalouksien talletusten kerryttäminen supistui hetkellisesti pandemiaa edeltäneen ajan keskiarvonsa alapuolelle, missä näkyi kuluttajien luottamuksen ja kulutuksen kasvu sekä toisaalta energian hinnannousu, joka vähensi käytettävissä olevia tuloja. Tammikuussa 2022 talletusten kerryttäminen elpyi kuitenkin laaja-alaisesti, mikä viittaa siihen, että kotitaloudet lisäsivät säästämistään ja vähensivät kulutustaan. Myös yritysten talletukset jatkoivat kasvuaan, joskin kotitalouksien talletuksia maltillisemmin.

Rahan luomisen tärkeimpänä tekijänä olivat tammikuussa 2022 edelleen

eurojärjestelmän tekemät omaisuuserien ostot. Eurojärjestelmän omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) tekemät julkisyhteisöjen velkapapereiden netto-ostot olivat merkittävin tekijä M3:n kasvussa (kuvion 21 palkkien punaiset osat), vaikka tämä vaikutus tasaantuikin jonkin verran. Lisäpuhtia M3:n kasvu sai yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen kasvaneesta vaikutuksesta (palkkien siniset osat). Rahan luomisen kasvua oli kuitenkin hillitsemässä kolme tekijää: ensinnäkin pankkien julkisyhteisöille myöntämät luotot vaikuttivat kasvuun negatiivisesti valtioiden joukkolainojen myynnin myötä (palkkien vaaleanvihreät osat), toiseksi nettomääräiset ulkoiset rahavirrat vahvistuivat (palkkien keltaiset osat) samaan aikaan euron efektiivisen valuuttakurssin

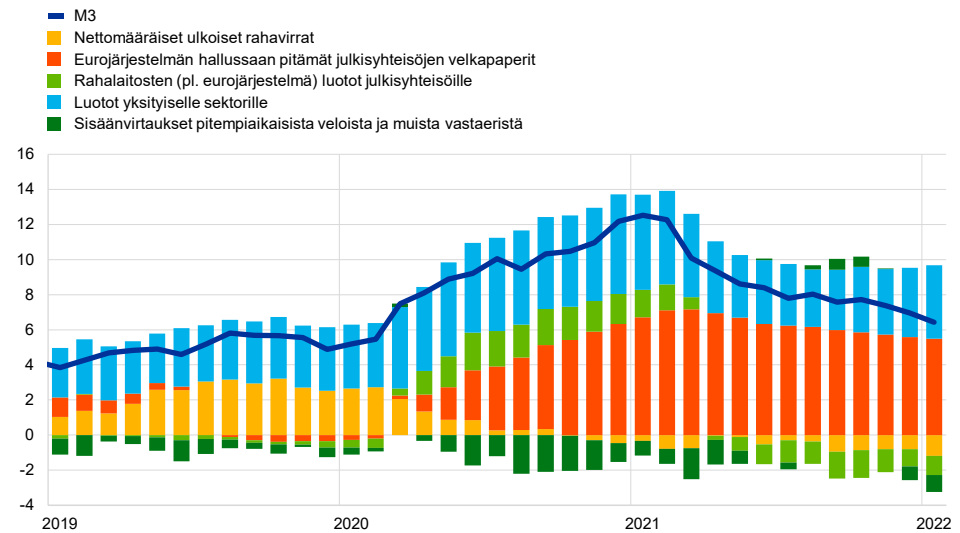
⁵ Ks. Talouskatsauksen 5/2021 keuhko "COVID-19 and the increase in household savings: an update".

heikkenemisen kanssa, ja kolmanneksi muiden vastaerien supistuminen enemmän kuin kompensoi maltilliset sisäänvirtaukset pitempiaikaisista veloista (palkkien tummanvihreät osat).

Kuvio 21

M3 ja sen vastaerät

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



Lähde: EKP.

Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat ei-rahallisten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022.

Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvu ripeytyi

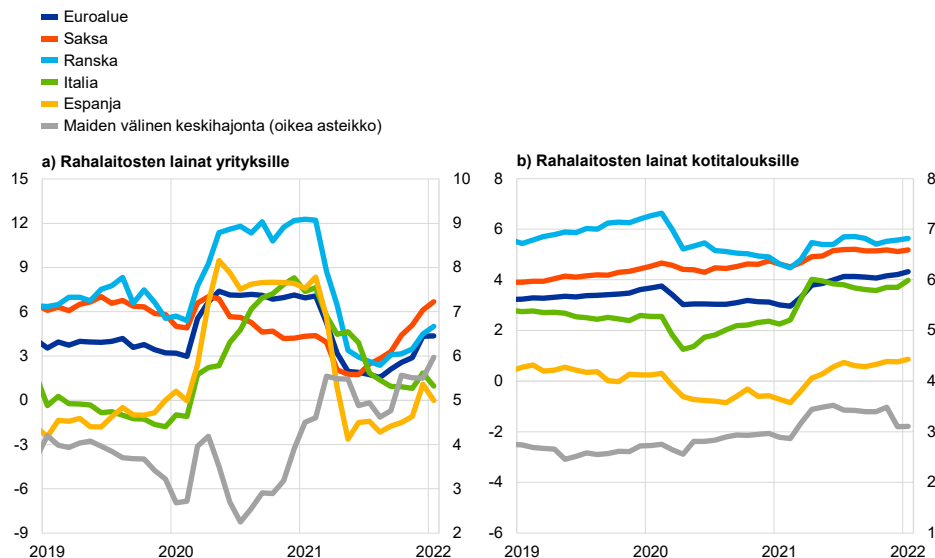
tammikuussa 2022. Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kasvu nopeutui tammikuussa 4,6 prosenttiin, kun se oli joulukuussa ollut 4,2 % (kuvio 20). Tätä kehitystä vauhdittivat sekä yrityksille että kotitalouksille myönnettyt lainat, jotka hyötyivät edelleen suotuisista rahoitusoloista ja meneillään olevasta talouden elpymisestä. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti voimistui tammikuussa hivenen eli 4,4 prosenttiin oltuaan joulukuussa 4,3 % (kuvion 22 kohta a). Kasvun nopeutumisen taustalla oli pitkäaikaisten lainojen kehitys, ja se heijasti luultavasti kiinteiden investointien rahoitustarpeita. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui niin ikään tammikuussa lievästi 4,3 prosenttiin, kun se oli joulukuussa ollut 4,2 % (kuvion 22 kohta b). Tämä johtui pääosin asuntolainojen vankasta kehityksestä, kun taas kulutusluottojen kasvu pysyi heikkona. Kaiken kaikkiaan lainojen kehityksessä oli euroalueen maiden välillä eroja, joissa näkyy muun muassa pandemian vaikutusten ja talouden elpymisen epätasaisuus.⁶

⁶ Ks. Talouskatsauksen 5/2021 artikkeli "The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries".

Kuvio 22

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos; keskihajonta)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus, ja yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022.

Euroalueen pankkien velkarahoituksen kustannukset ovat lähteneet nousuun ja ovat nyt suurin piirtein pandemiaa edeltäneellä tasollaan.

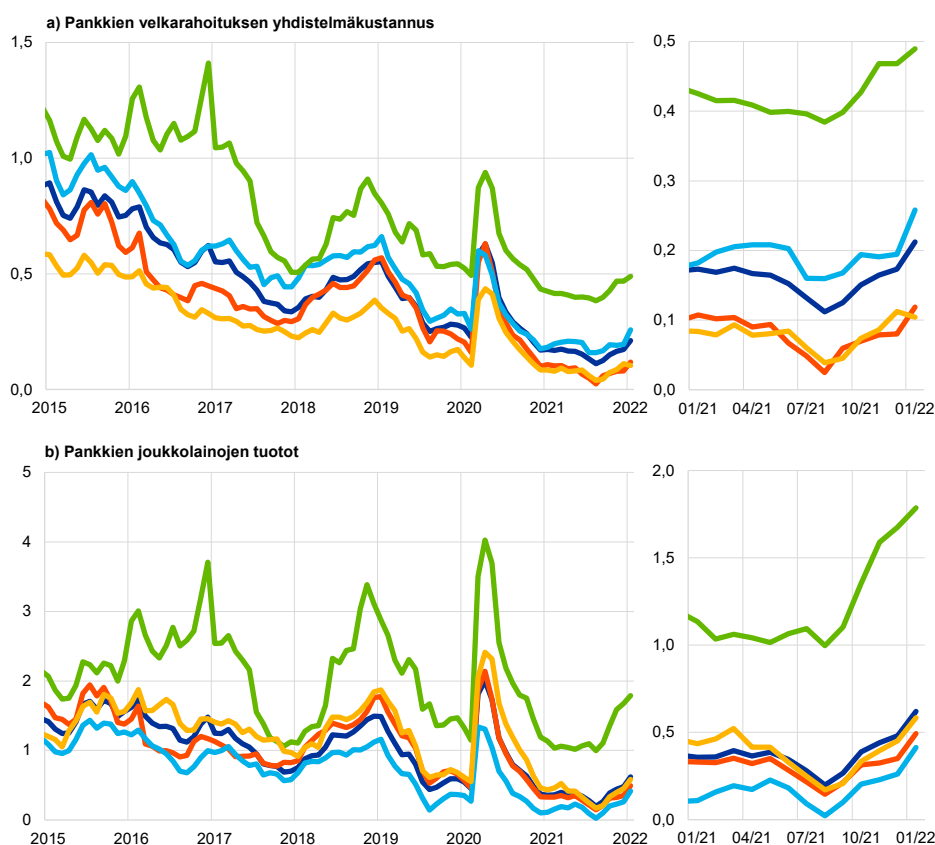
Velkarahoituksen kokonaiskustannuksen viimeaikainen kasvu (kuvion 23 kohta a) johtui pankkien joukkolainojen kasvaneista tuotoista (kuvion 23 kohta b), ja siinä näkyy riskittömien korkojen nousu, kun taas talletuskorot ovat pysytelleet vakaasti erittäin alhaisella tasollaan. EKP:n tähänastiset rahapolitiittiset toimet ovat auttaneet hillitsemään pankkien joukkolainojen tuottoihin kohdistuvia nousupaineita ja kaventamaan rahoitusolojen eroja eri maiden, riskiluokkien ja maturiteettien välillä. Ennen viimeistä vuosineljännestä pankkien joukkolainojen tuotot olivat pysyneet suojassa nousupaineilta kolmesta syystä: talletusten uudelleenhinnoittelu negatiivisella korkotasolla on jatkunut, pankkien osuus velkarahoituksesta on supistunut ja pankkien saatavilla on ollut keskuspankkirahoitusta suotuisin ehdoin etenkin kolmannesta kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjasta sekä pandemiaan liittyvistä kohdentamattomista pitempiaikaista rahoitusoperaatioista. Jos kuitenkin markkinakorkojen nousu jatkuu, on olemassa riski, että pankkien rahoituskustannuksiin kohdistuvat nousupaineet kasvavat, varsinkin ajatellen kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin tulevaa takaisinmaksua. Tämä voi viime kädessä vetää yritysten ja kotitalouksien lainakorot nousuun.

Kuvio 23

Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosentteina)

- Euroalue
- Saksa
- Ranska
- Italia
- Espanja



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

Huom. Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen painotettu kustannus. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna vastaavilla kannan määrillä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022.

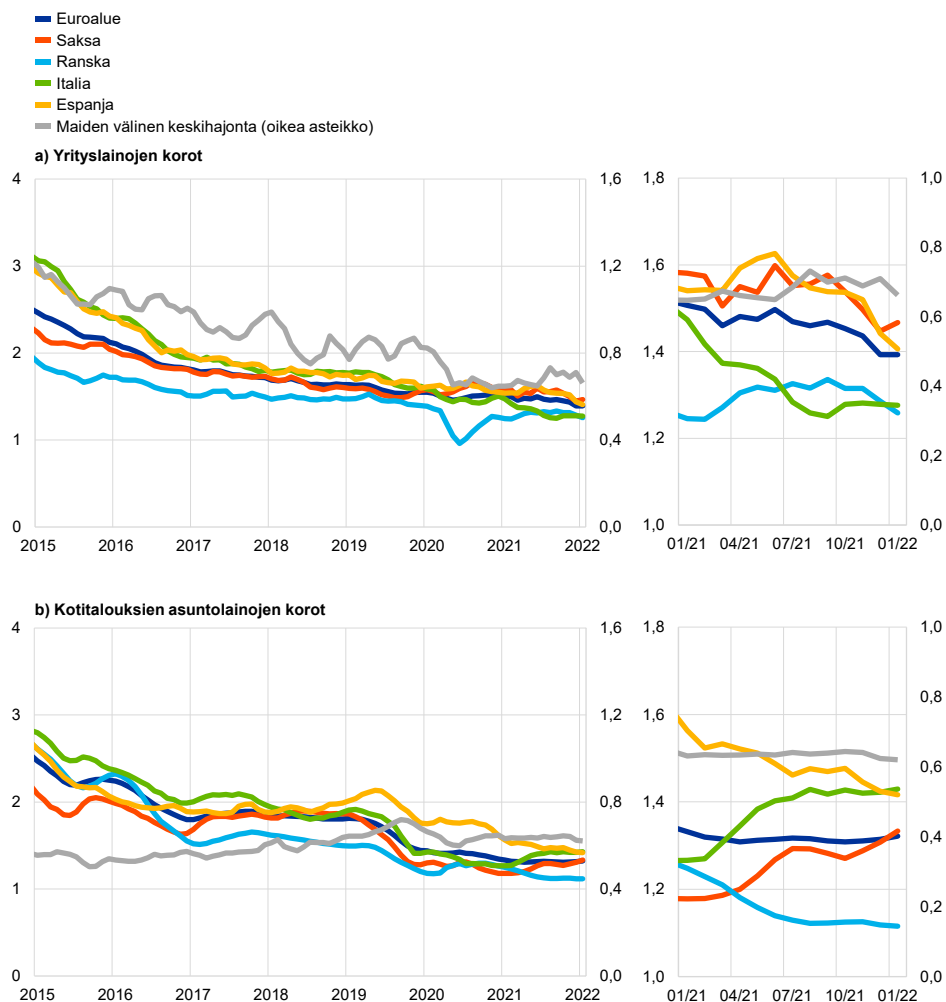
Pankkien antolainauskorot pysyttelivät tammikuussa 2022 lähellä alhaisinta tasoaan (kuvio 24), vaikka yrityslainojen korot nousivat hieman.

Pankkien yrityslainojen yhdistelmäkorot nousivat 1,43 prosenttiin ja kompensoivat siten vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä tapahtuneen laskun, kun taas kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkorot pysyttelivät pitkälti ennallaan 1,33 prosentissa. Yrityslainojen korkojen nousu oli voimakkainta maturiteetiltaan keskipitkissä lainoissa, ja sen taustalla oli markkinakorkojen laaja-alainen nousu, jossa oli kuitenkin maakohtaista vaihtelua. Pankkien hyvin pienten lainojen ja suurten lainojen välinen korkoero pysyi suurin piirtein ennallaan ja pandemiaa edeltänyttä tasoaan kapeampana. Euroalueen tuottojen kasvu viime kuukausien aikana saattaa aiheuttaa nousupaineita kotimaisiin antolainauskorkoihin. EKP:n politiikkatoimilla on toistaiseksi estetty rahoitusolojen laaja-alainen kiristyminen, joka olisi vahvistanut pandemian negatiivista vaikutusta euroalueen talouteen.

Kuvio 24

Pankkien myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja; keskihajonta)



Lähde: EKP.

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 2022.

Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärä kasvoi edelleen vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä.

Ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti ripeytyi lokakuun 2,3 prosentista joulukuun 2,8 prosenttiin yritysten rahoitustarpeiden kasvun ja velkarahoituksen alhaisten kustannusten tukemana. Ulkoisten rahoitusvirtojen kasvu perustui enimmäkseen pankkien myöntämien yrityslainojen kasvuun, kun taas velkapapereiden ja osakkeiden liikkeeseenlaskun kasvun positiivinen vaikutus oli pienempi (kuvio 25). Tätä luoton kysyntää vauhdittivat yritysten investoinnit ja käyttöpääoman lisääntynyt käyttö, joka liittyi osittain pitkittyneisiin tarjontakapeikkoihin.⁷ Tarjontakapeikoista erityisesti kärsineissä maissa ja toimialoilla

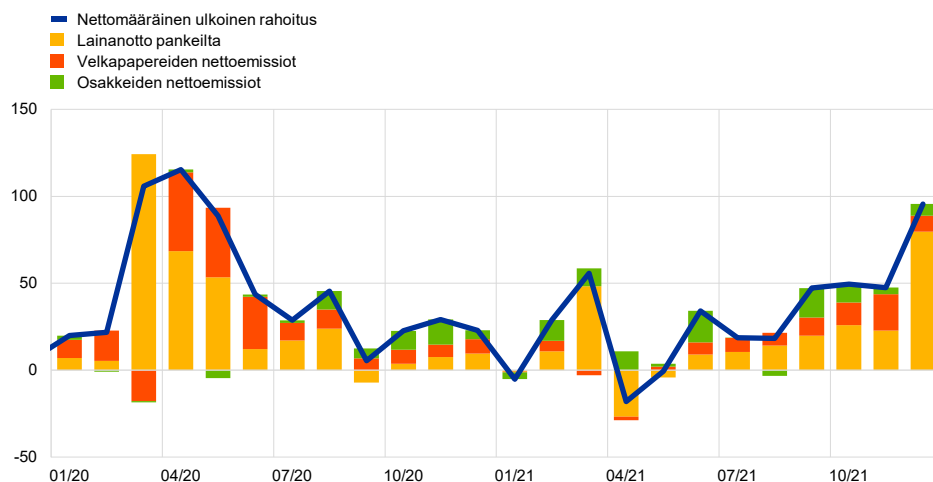
⁷ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Tarjontakapeikot euroalueella ja Yhdysvalloissa: mikä on tilanne?".

käyttöpääoman tarpeen kasvu, joka johtuu tuotantoviiveistä ja varastojen kerryttämisestä, on lisännyt lyhytaikaista lainanottoa.

Kuvio 25

Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(kuukausitasolla, mrd. euroa)



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

Huom. Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan lainanotto pankeilta (lainat rahalaitoksilta), velkapapereiden nettoemissiot ja osakkeiden nettoemissiot. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuorein havainto on joulukuulta 2021.

Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, kasvoi lokakuusta 2021 tammikuuhun 2022 markkinaehtoisen rahoituksen kustannuksen vauhdittamana.

Tammikuussa 2022 ulkoisen rahoituksen kustannus nousi 5,2 prosenttiin (kuvio 26) eli maaliskuussa 2020 nähdylle huipputasolle ja 1,1 prosenttiyksikköä yli maaliskuun 2021 pohjatason. Kasvun päätekijöitä olivat markkinaehtoisen rahoituksen kasvaneet kustannukset ja osakerahoituksen entistä suurempi paino rahoituksen kokonaiskustannuksen laskennassa.⁸ Suurentunut paino enemmän kuin kompensoi osakerahoituksen kustannuksen lievän laskun tammikuussa lokakuuhun verrattuna. Laskun taustalla oli osakeriskipreemion pieneneminen, jonka vaikutus puolestaan ylitti riskittömien korkojen nousun vaikutuksen. Pankkilainanoton kustannus pysyi kutakuinkin ennallaan lokakuusta tammikuuhun. Riskittömien korkojen nousu ja yritysten joukkolainojen tuottoerojen kasvu sekä investointiluokassa että high yield -luokassa vetivät markkinaehtoisen rahoituksen kustannuksen nousuun tasolle, jolla se oli viimeksi ollut elokuussa 2020. Rahoituksen kokonaiskustannuksen arvioidaan jatkaneen kasvuaan tammikuun lopusta maaliskuun 9. päivään, missä näkyy osakerahoituksen kustannuksen kasvu osakehintojen laskettua merkittävästi helmikuun lopulta alkaen Venäjän Ukrainassa

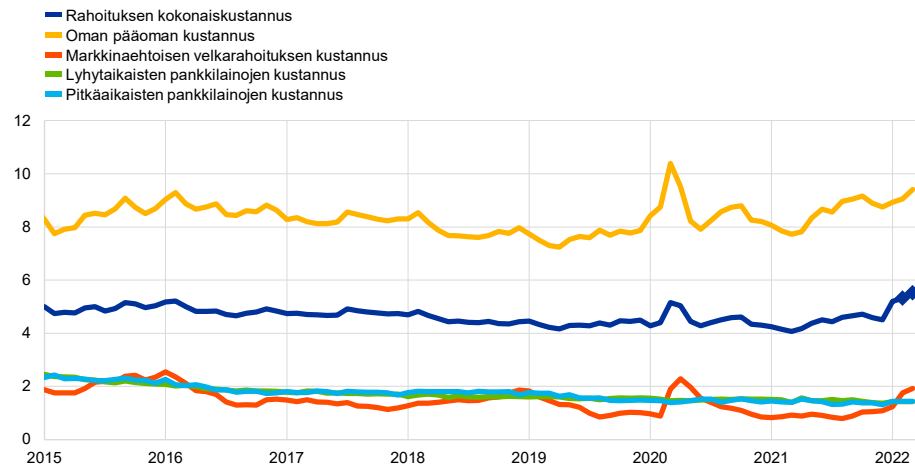
⁸ Rahoituksen kustannukset lasketaan osakerahoituksen kustannuksen, markkinaehtoisen velan kustannuksen ja lyhyt- ja pitkäaikaisen pankkilainanoton kustannuksen painotettuna keskiarvona. Painotukset edustavat kunkin rahoitusinstrumentin osuutta yritysten ulkoisten rahoitusinstrumenttien kokonaiskannassa. Näin ollen kunkin instrumentin vaikutus rahoituksen kokonaiskustannuksen kulloiseenkin tasoon on kustannus (prosentteina) kerrottuna instrumentin painolla. Painot päivitetään säännöllisesti yritysten rahoitusrakenteen muutosten huomioon ottamiseksi. Muutos tietyn tekijän vaikutuksessa rahoituksen kokonaiskustannuksen muutokseen on siten kustannuksessa ja painossa tapahtuvien muutosten nettomääräinen tulo.

aloittamien sotatoimien myötä. Yritysten joukkolainojen tuottoerojen laajeneminen ja riskittömien korkojen nousun jatkuminen ovat myös kasvattaneet rahoituksen kokonaiskustannuksia.

Kuvio 26

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(vuotuisina prosentteina)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella. Tummansiniset vinoneliöt kuvaavat rahoituksen kokonaiskustannuksen helmi–maaliskuun 2022 pikaennusteita (sisältäen tiedot 9.3. saakka), jotka perustuvat oletukseen, että pankkilainanoton kustannus pysyy tammikuun 2022 tasolla. Tuoreimmat havainnot on päivätty 9.3.2022 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 4.3.2022 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä helmikuussa 2022 pankkilainanoton kustannusten osalta (kuukausittaiset tiedot).

Euroalueen talousnäkyviä koskevien EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä jatkaa kohenemistaan koronaviruskriisin aiheuttamien huomattavan suurten alijäämien jälkeen. Tähän perusskenaarioon kohdistuu kuitenkin merkittäviä riskejä, jotka painottuvat yhä vahvemmin suurempien julkisen talouden alijäämien suuntaan pääosin Venäjän Ukrainassa aloittamien sotatoimien vuoksi. Perusskenaariossa alijäämäsuhteen arvioidaan supistuneen 5,5 prosenttiin BKT:stä vuonna 2021, kun se suurimmillaan oli 7,2 % vuonna 2020. Sen odotetaan supistuvan edelleen 3,1 prosenttiin vuonna 2022 ja 2 prosenttiin arviointijakson lopussa eli vuonna 2023. Euroalueen finanssipolitiikan mitoitus oli vuonna 2020 vahvasti elvyttävä, mutta vuonna 2021 se kiristyi jonkin verran, kun siitä on puhdistettu Next Generation EU (NGEU) -rahaston avustusten vaikutus. Vuonna 2022 finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan kiristyvän pääasiassa siksi, että suuri osa koronaviruskriisiin liittyvistä hätätoimista päättyy. Arviointijakson kahtena viimeisenä vuotena kiristymisen odotetaan olevan vain vähäistä, ja taloutta tuetaan edelleen merkittävässä määrin. Talouteen kohdistuu tällä hetkellä monilta tahoilta suuria riskejä, joista osa on jo toteutumassa, ja finanssipoliittiset toimet myös Euroopan unionin tasolla auttaisivat suojaamaan taloutta. Finanssipolitiikan on pysyttävä nopealiikkeisenä tilanteen kehittyessä. Valmius finanssipolitiikan käyttöön ei ole ristiriidassa sen kanssa, että julkisen talouden epätasapainot on saatava uskottavalle vähenemisuralle keskipitkällä aikavälillä.

Euroalueen talousnäkyviä koskevien EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän vuonna 2021 alkanut koheneminen jatkuu edelleen.⁹

Euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhteen arvioidaan supistuneen 5,5 prosenttiin BKT:stä vuonna 2021, kun se vuonna 2020 ylsi ennätykselliselle 7,2 prosentin tasolle. Vuonna 2022 alijäämäsuhteen ennustetaan supistuvan vielä voimakkaammin 3,1 prosenttiin ja seuraavina kahtena vuotena ensin 2,1 prosenttiin ja sitten 2,0 prosenttiin (kuvio 27). Koronaviruspandemiaan liittyvät taloudelliset tukitoimet olivat vuonna 2020 suuruudeltaan noin 4,0 % BKT:stä, ja vuonna 2021 kriisi- ja elpymistukien arvioidaan kasvaneen noin 4,4 prosenttiin BKT:stä. Tämä johtuu siitä, että maat jatkoivat hätätoimia ja laajensivat niitä asteittain ja/tai toteuttivat uusia toimia elpymisen tukemiseksi, mukaan lukien NGEU-rahastosta rahoitettavat kansallisten elpymis- ja palautumissuunnitelmien toimet.¹⁰ Suuri negatiivinen suhdannekomponentti lisäsi julkisen talouden alijäämän huomattavaa kasvua vuonna 2020, mutta sen osuuden arvioidaan alkaneen supistua vuonna 2021, joskin hitaasti. Rahoitusjäämän vuonna 2022 alkavan merkittävämmän kohenemisen arvioidaan johtuvan suhdannekorjatun perusjäämän kasvusta niiden hätätoimien, joita ei rahoiteta NGEU:n avustuksilla, suurelta osin päättyessä. Lisäksi suhdannekierron negatiivisen

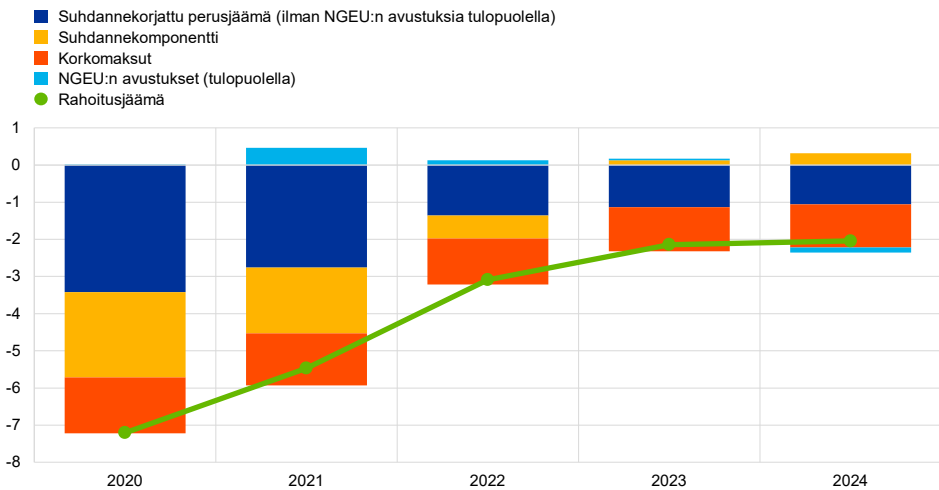
⁹ Ks. EKP:n verkkosivuilla 10.3.2022 julkaistu artikkeli ”Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2022)”.

¹⁰ NGEU:n avustukset ovat suuruudeltaan keskimäärin noin 0,5 % BKT:stä arviointijaksolla ja supistuvat vähitellen vuoden 2022 jälkeen. Niillä ja rajallisella lainaosuudella odotetaan rahoitettavan talousarviomenoja noin 2,5 prosentin verran euroalueen BKT:stä. Siinä julkisen talouden kehityksessä, johon tässä osassa viitataan, ei ole mukana NGEU-rahastoon liittyvää ylikansallista alijäämää ja velkaa.

vaikutuksen odotetaan supistuvan ripeästi vuonna 2022 ja kääntyvän lievästi positiiviseksi vuodesta 2023 alkaen. Julkisen talouden rahoitusjäämän koheneminen saa myös tukea, joskin vähäisemmässä määrin, korkomaksujen pienenemisestä hieman viime vuosien tasolta. Nykyisissä arvioissa tämä vaikutus esiintyy pääosin vuonna 2022 ja haipuu vuosina 2023–2024.

Kuvio 27
Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot maaliskuulta 2022.
Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan kokonaisuudessaan kiristyneen jonkin verran vuonna 2021, kun se vuonna 2020 oli ollut hyvin vahvasti elvyttävää.¹¹ Finanssipolitiikan mitoitus on edelleen kasvua vahvasti tukeva, kun siitä korjataan NGEU-rahaston avustusten vaikutus tuloihin, mutta sen odotetaan kiristyvän voimakkaammin vuonna 2022, kun finanssipoliittinen tuki vähenee pandemiatoimien ja väliaikaisten tukitoimien päättyessä. Vuosina 2023 ja 2024 finanssipolitiikan arvioidaan kiristyvän vain aavistuksen verran.¹² Finanssipolitiikan kiristymisestä huolimatta finanssipoliittinen tuki talouden elpymiselle jatkuu koko arviointijaksolla vahvana, ja siten euroalueen julkisen talouden perusjäämä pysyttelee vankasti negatiivisena.

Julkisen talouden rahoitusjäämä on arvioitu ennustejakson lopussa hieman pienemmäksi kuin joulukuussa 2021 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Merkittävin vuotuinen tarkistus koskee vuoden 2021

¹¹ Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot talousuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mitoituksen mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Koska EU:n talousarviosta maksettavien NGEU:n avustusten tuottamat suuremmat julkisen talouden tulot eivät vaikuta kysyntään supistavasti, suhdannekorjatusta perusjäämästä on tässä yhteydessä poistettu kyseiset tulot. Euroalueen finanssipolitiikan virityksen käsitettä tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

¹² Euroalueen finanssipolitiikan mitoitus oli kokonaisuutena -4,2 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2020, ja sen arvioidaan olleen +0,5 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2021. Sen ennustetaan olevan +0,9 prosenttiyksikköä vuonna 2022, +0,2 prosenttiyksikköä vuonna 2023 ja +0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2024 ilman NGEU:n avustuksiin liittyviä tuloja.

julkisen talouden rahoitusjäämää, joka arvioidaan aiempaa suotuisammaksi. Erityisesti vuoden 2021 osalta euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämää suhteessa BKT:hen on korjattu ylöspäin 0,5 prosenttiyksiköllä -5,5 prosenttiin BKT:stä, mikä johtuu ensisijaisesti odotettua suuremmasta suhdannekorjattua perusjäämästä. Tästä kohenemisesta huolimatta julkisen talouden rahoitusjäämää on tarkistettu vuoden 2022 osalta ylöspäin vain marginaalisesti 0,1 prosenttiyksiköllä. Vuoden 2023 osalta se on jätetty ennalleen, ja vuoden 2024 osalta sitä on tarkistettu 0,2 prosenttiyksiköllä alaspäin. Julkisen talouden rahoitusjäämän tarkistus alaspäin perusskenaarion arviointijakson lopussa perustuu makrotalouden näkymien heikkenemiseen Venäjän Ukrainassa aloittamien sotatoimien vuoksi sekä korkomaksujen BKT-osuuden tarkistukseen ylöspäin.

Euroalueen julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen kasvoi jyrkästi vuonna 2020, ja sen arvioidaan supistuneen lievästi eli noin 96 prosenttiin vuonna 2021 ja sen jälkeen jatkavan supistumistaan noin 89 prosenttiin vuoteen 2024 mennessä. Velkasuhde kasvoi lähes 14 prosenttiyksiköllä

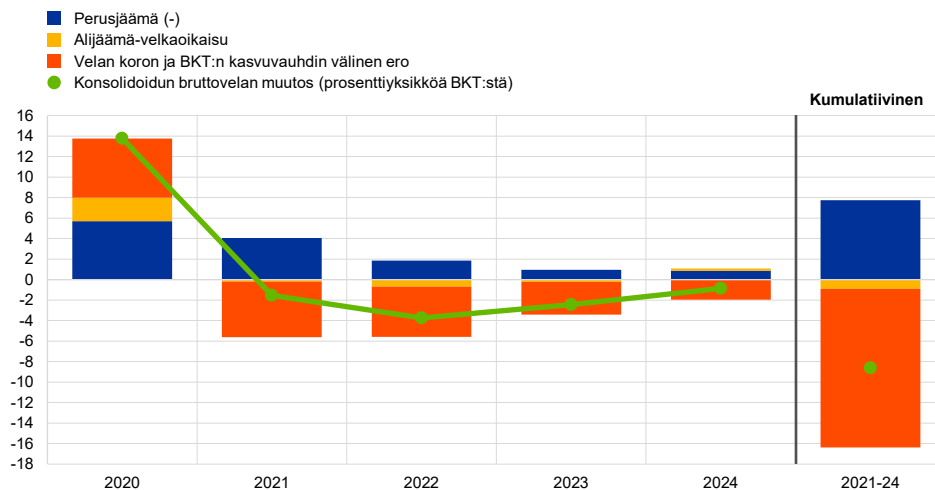
vuonna 2020, mutta vuonna 2021 velan koron ja talouden kasvuvauhdin välisen eron merkittävä velkaa pienentävä vaikutus enemmän kuin kompensoi yhä suurena pysyttelevän, joskin supistuvan, perusalijäämän vaikutuksen. Velkasuhteen arvioidaan supistuvan nopeammin vuosina 2022 ja 2023, kun velkaa kasvattavat perusalijäämät pienenevät ja velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron sekä vähemmässä määrin myös negatiivisten alijäämä-velkakoikaisujen suotuisat vaikutukset kompensoivat ne (kuvio 28). Arviointijakson lopussa vuonna 2024 velkasuhteen odotetaan laskevan hiukan alle 89 prosenttiin, jolloin se on 5 prosenttiyksikköä suurempi kuin ennen kriisiä vuonna 2019. Kaiken kaikkiaan koronaviruskriisin haitallinen vaikutus koko euroalueen velkasuhteiden kehitykseen on jäänyt merkittävästi pienemmäksi kuin kriisin alkuvaiheessa yleisesti odotettiin.¹³

¹³ Esimerkiksi euroalueen talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 arvioissa velkasuhteen ennustettiin olevan vuoden 2022 lopussa 8 prosenttiyksikköä suurempi kuin tuoreimmissa arvioissa.

Kuvio 28

Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteina BKT:stä, ellei toisin mainita)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkömiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot maaliskuulta 2022.
Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

Tähän finanssipoliittiseen peruskenaarioon kohdistuu kuitenkin merkittäviä riskejä, jotka painottuvat yhä vahvemmin suurempien julkisen talouden alijäämien suuntaan. Pääasiallinen epävarmuus liittyy Venäjän Ukrainassa aloittaman sodan makrotaloudellisiin vaikutuksiin ja mahdolliseen finanssipoliittiseen lisäelvytykseen euroalueella. Tämä elvytys olisi muodoltaan pääasiassa kolmenlaista: 1) energian hinnan nousuun liittyviä lisätukia, 2) suurempia puolustusmenoja ja 3) kasvaneita pakolaismenoja. Myöskään koronapandemian uusiin aaltoihin liittyviä finanssipoliittisia riskejä ei voida sulkea pois.

Kansallisen finanssipolitiikan on pysyttävä nopealiikkeisenä tilanteen kehittyessä, ja samalla on otettava huomioon finanssipolitiikan kestävyys keskipitkällä aikavälillä. Talouteen kohdistuu tällä hetkellä monilta tahoilta suuria riskejä, joista osa on jo toteutumassa, ja finanssipoliittiset toimet myös Euroopan unionin tasolla auttaisivat suojaamaan taloutta. Finanssipolitiikan on pysyttävä nopealiikkeisenä tilanteen kehittyessä. Päätäväinen siirtyminen kasvua enemmän tukevaan julkisen talouden painotukseen ja rakenneuudistukset, joilla kasvatetaan euroalueen talouksien kasvupotentiaalia, toisivat lisää finanssipoliittista liikkumavaraa ja auttaisivat samalla supistamaan julkisten talouksien epätasapainoja. Valmius finanssipolitiikan käyttämiseen ei ole ristiriidassa sen kanssa, että julkisen talouden epätasapainot on saatava uskottavalle vähenemisuralle keskipitkällä aikavälillä.

Kehikot

1 Tarjontakapeikat euroalueella ja Yhdysvalloissa: mikä on tilanne?

Tavaroiden tarjontaketjuun kohdistuvat rasitteet ovat jarruttaneet maailmantalouden kasvua vuoden 2020 lopusta saakka. Tarjontaketjun kapeikkoja syntyy useiden tekijöiden yhteisvaikutuksesta. Ensinnäkin tehdasteollisuustuotteiden globaali kysyntä elpyi voimakkaasti, kun pandemiarajoitteiden myötä kulutuskysyntää kanavoitui palveluista tavaroihin, mutta tarjonta ei kasvanut samassa määrin. Toiseksi jotkin sektorit ovat kärsineet ankarasta materiaalivajeesta, ja tarjonnalla on ollut vaikeuksia vastata sähkötuotteiden ja laitteiden kysynnän kasvuun. Tämä koski erityisesti puolijohteita mutta myös autoalaa, joka on asteittain elpymässä vuoden 2020 voimakkaan tuotannon notkahduksen jälkeen. Lisäksi tarjontakapeikkoja pahensivat logistiikka-alan häiriöt, jotka aiheutuivat pääasiassa konttialustoiminnasta, satamien ruuhkautumisesta ja ankarista sulkutoimista eräissä keskeisissä Aasian välituotteiden valmistajamaissa.¹⁴

Kun otetaan huomioon tarjontakapeikkojen monitahoinen luonne, niiden syiden selvittäminen edellyttää verrattain suurta indikaattorijoukkoa. Tämä saattaa helpottaa tiettyjen talouden sektorien paranemisen tai heikkenemisen merkkien tunnistamista varhaisessa vaiheessa. Tässä kehikossa arvioidaan tarjontakapeikkojen ankaruutta tarkastelemalla laajaa indikaattorijoukkoa, joka kattaa tehdasteollisuus- ja palvelusektorit sekä kuljetusten ja raaka-aineiden hinnat.¹⁵

Seuraavassa tarkastellaan euroalueen ja Yhdysvaltojen tarjontakapeikkoja ns. lämpökarttojen (heatmap) avulla. Vaikka datan saatavuus vaikuttaa indikaattorien valintaan, molempien markkina-alueiden lämpökartat käsittävät ostopääällikköindeksin (PMI) arvion toimittajien toimitusajoista (suppliers' delivery times, SDT), tilauskertymät, tilausten ja varastojen suhteen sekä tuotannossa käytettyjen välituotteiden hinnat. Sitä osin kuin tietoa on saatavissa, myös vastaavat palvelusektorin PMI:t on sisällytetty tarkasteluun. Lisäksi lämpökartta kattaa kuljetuskustannukset, joita kuvataan lento- ja merikuljetusten rahtihinnoilla. Merikuljetuksissa on tarkasteltava erikseen konttien ja kuivan irtolastin rahtihintaa. Siinä, missä kuivan irtolastin kuljetusta käytetään raaka-aineiden kuljetukseen, konttirahtilaivoilla kuljetetaan yleisesti välituotteita ja lopputuotteita. Siten konttirahthintaa on olennaisempi tekijä nykyisten tarjontakapeikkojen arvioinnin

¹⁴ Ks. yksityiskohtainen analyysi mainituista tekijöistä ja niiden taloudellisista vaikutuksista EKP:n blogissa, P.R. Lane, "Bottlenecks and monetary policy", 10.2.2022 sekä seuraavissa Talouskatsauksen kehikoissa: "What is driving the recent surge in shipping costs?", Talouskatsaus 3/2021; "Puolijohdekomponenttien puutteen vaikutukset euroalueen kauppaan, tuotantoon ja hintoihin", Talouskatsaus 4/2021; "Tarjontarajoitteiden vaikutus maailmankauppaan", Talouskatsaus 6/2021; sekä "Toimitusketjujen häiriöt ja niiden vaikutus maailmantalouteen", Talouskatsaus 8/2021.

¹⁵ Samankaltaista lähestymistapaa ovat esittäneet myös B. Van Roye, B. Murray ja T. Orlik artikkelissa "Supply chain crisis risks taking the global economy down with it", Bloomberg, marraskuu 2021; sekä G. Benigno, J. di Giovanni, J.J.J. Groen ja A.I. Noble, "A new barometer of global supply chain pressures", *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, tammikuu 2022.

kannalta, koska rajoitteet tuntuvat vaikuttavan pääasiassa väli- ja lopputuotteisiin. Siksi lämpökartat perustuvat Harper Petersen (HARPEX) -laivarahtihintaindeksiin, joka kuvaa globaaleja muutoksia konttialusten rahtihinnoissa, sekä Freightos Baltic -indeksiin (FBX), joka mittaa kuljetussuuntaukohtaisia rahtihintoja Kiinasta EU:hun ja Yhdysvaltoihin.¹⁶ Lisäksi euroalueen lämpökartta mittaa kyselytietojen perusteella koko taloutta koskevia tuotantopanosvajeita (esim. työvoima ja laitteet sekä Saksan osalta rakennusmateriaalit), joilla pyritään kuvaamaan tuotantoketjun häiriöitä niistä kärsivien yritysten näkökulmasta. Yhdysvaltojen osalta tarkastelu sisältää kuljetusalan avointen työpaikkojen ja työttömyyden suhteen, jolla kuvataan logistiikka-alan työvoimavajeita. Jotta eri mittareita voitaisiin vertailla keskenään, niille on laskettu Z-arvot vähentämällä otoksen keskiarvo kustakin aikasarjasta ja jakamalla erotus otoksen keskihajonnalla. Kunkin indikaattorin positiivinen arvo kuvaa sitä, kuinka monen keskihajonnan verran indeksi on keskiarvon yläpuolella, ja negatiivinen arvo kuvaa sitä, kuinka monta keskihajontaa kukin indeksi on keskiarvon alapuolella. Negatiiviset Z-arvot osoittavat tarjonnan vajetta suhteessa kysyntään ja viittaavat tarjontakapeikkoon; ne on korostettu punaisella. Yleensä ottaen alempi Z-arvo kuin -1,5 kertoo siitä, että kapeikko on kireä.

Viimeaikaiset tiedot viittaavat siihen, että tarjontakapeikot euroalueella ja Yhdysvalloissa ovat historiallisen kireällä tasolla. Lämpökartat (kuvio A), jotka vaihtelevat tummansinisestä (runsas tarjonta suhteessa kysyntään) tummanpunaiseen (tarjontavaje), osoittavat kaikkien indikaattorien kehittyneen punaisempaan päin vuoden 2021 aikana ja pysyneen molemmissa talouksissa pääasiassa punaisella tammi–helmikuussa 2022. Yleensä ottaen tilanne on pysynyt vaikeana erityisesti euroalueella. Tämä käsitys on sittemmin vahvistunut myös säännöllisessä kyselyssämme yrityssektorin yhteyshenkilöillemme, jotka kertoivat, että tarjontahaasteet eivät ole yleisesti ottaen helpottuneet viime kuukausina, vaan niiden uskotaan jatkuvan vuoden 2022 ajan.¹⁷ Erityisesti kuljetus- ja logistiikkahäiriöiden aiheuttamat tarjontarajoitteet ovat laajavaikutteisempia ja jäävät todennäköisesti pitkäaikaisemmiksi, ellei globaali kysyntä heikkene.

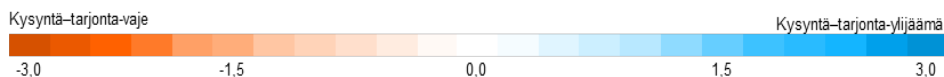
¹⁶ Baltic Dry -indeksin seuraaminen ei ole epätavallista. Kyseinen indeksi on kuitenkin laadittu siten, että sillä seurataan vain hyödykekuljetusten kustannuksia (mm. hiili, malmi ja vilja), joihin tarjontakapeikot eivät näytä vaikuttaneen samassa määrin.

¹⁷ Ks. yritysten näkemyksistä tarjontakapeikkojen pysyvyyteen Talouskatsauksen 1/2022 kehikko ”[Main findings from the ECB’s recent contacts with non-financial companies](#)”.

Kuvio A

Tarjontaketjun paineet – lämpökartat euroalueelle ja Yhdysvalloille

(Z-arvot)



Euroalue		2020	2021	'22
Tehdasteollisuus	Toimittajien toimitusajat (IHS Markit)			
	Tilausten ja varastojen erotus (Kom)			
	Tilaukertymä (IHS Markit)			
	Panoshinnat (IHS Markit)			
Palvelut	Vähittäiskaupan tilausten ja varastojen erotus (Kom)			
	Panoshinnat (IHS Markit)			
Kansantalouden panokset	Rakennusmateriaalivaje Saksassa (Ifo)			
	Työvoimavajeet (Kom)			
	Laitteistovajeet (Kom)			
	Työllisyys kuljetuspalvelualalla (IHS Markit)			X
Kuljetus	Lentorahtikustannukset			X
	HARPEX merirahtikustannukset			
	FBX merirahtikustannukset			
Yhdysvallat		2020	2021	'22
Tehdasteollisuus	Toimittajien toimitusajat (IHS Markit)			X
	Tilausten ja varastojen suhde (IHS Markit)			
	Tilaukertymä (IHS Markit)			
	Panoshinnat (IHS Markit)			
Palvelut	Toimittajien toimitusajat (ISM)			
	Panoshinnat (IHS Markit)			
	Vähittäiskaupan myynnin ja varastojen suhde			X
	Avoimet työpaikat ja työttömyys kuljetusalalla			X X
Kuljetus	Lentorahtikustannukset			X
	HARPEX merirahtikustannukset			
	FBX merirahtikustannukset			
Raaka-aineet	CRB Raw Industrials spot-hinta			

Lähteet: U.S. Bureau of Labor Statistics, Euroopan komissio (kom), ISM, IHS Markit, Ifo Institute, Bloomberg ja EKP:n laskelmat. Huom. Kartta näyttää Z-arvot, jotka lasketaan vähentämällä keskiarvo havainnosta hetkellä t ja jakamalla erotus keskihajonnalla. Keskiarvo ja keskihajonta on laskettu käytettävissä olevalle otokselle, joka alkaa tammikuusta 1999. Kuljetus- ja raaka-ainekustannuksista on esitetty Z-arvot, jotka perustuvat kasvuun vuoden takaa. Pehmeiden indikaattorien yhteydessä on esitetty niiden lähteet. X:llä merkittyjä havaintoja ei ole vielä saatavissa.

Lämpökartasta johdetut yhteenvetoindikaattorit vahvistavat, että tarjontaketjun häiriöistä aiheutuu edelleen paineita, joskin ne voivat olla helpottumaan päin joillakin sektoreilla. Ostopäällikköindeksin arvio toimittajien toimitusajoista (PMI SDT) on hyödyllinen indikaattori logistiikkasektorin toimitushäiriöiden seuraamiseen.¹⁸ Muista mittareista hankitun näytön yhteenvetoa varten koostettiin yhdistelmäindikaattori dynaamisella faktorimallilla (DFM).¹⁹ DFM-mallin ensimmäinen faktori, joka selittää yli 50 % indikaattorien kokonaisvaihtelusta, on voimakkaasti korreloinut PMI SDT:n kanssa sekä euroalueella että Yhdysvalloissa (kuvio B) ja

¹⁸ PMI SDT kuvaa sellaisten yritysten prosenttiosuuksia, jotka raportoivat väli tuotteiden ja lopputuotteiden toimitusajojen paranemisesta, heikkenemisestä tai pysymisestä ennallaan. Indeksien pisteluku alle 50 viittaa siihen, että toimitusajat ovat heikentyneet edellisluokasta.

¹⁹ Datan luotettavuuden testaamiseksi on laskettu pääkomponenttianalyysiin perustuva yhdistelmäluokitus, jonka antamat tulokset ovat hyvin samankaltaiset. DFM:n etu pääkomponenttianalyysiin verrattuna on, että sen avulla voidaan käsitellä tietoaineistojen aukkoja estimoimalla yhteinen komponentti (ks. J.H Stock ja M.W. Watson, "Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes", *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 20, nro 2, 2002, s. 147–162; and ja C. Doz, D. Giannone ja L. Reichlin, "A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering", *Journal of Econometrics*, Vol. 164, nro 1, 2011, s. 188–205). Siten DFM käsittää myös FBX:n kuljetuskustannusindeksit, jotka ovat olleet saatavilla vasta vuodesta 2016 alkaen.

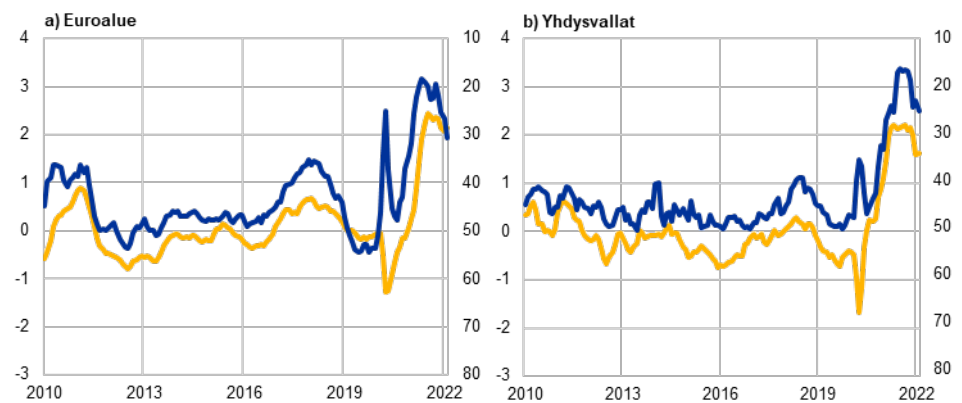
siten antaa tarjontakapeikoista samanlaisen kuvan. PMI SDT:tä ja DFM:ää koskevat tammi–helmikuun 2022 tiedot viittaavat siihen, että tarjontaketjun paineet ovat edelleen koholla mutta kääntyneet laskuun ja alkaneet helpottua molemmissa talouksissa (kuvio B). Erityisesti Yhdysvalloissa PMI:n arvio tilausten ja varastojen suhteesta on paranemassa, mikä viittaa siihen, että yritykset alkavat jälleen kartuttaa varastojaan ja kapeikot voivat olla helpottumassa. Koronaviruksen omikron-muunnoksen leviäminen ja siitä mahdollisesti aiheutuvat tehtaiden ja satamien sulkemiset kuitenkin lisäävät epävarmuutta etenkin lyhyellä aikavälillä. Erityisesti tarjontaketjut voisivat kärsiä vastoinkäymisiä, jos Kiina jatkaa nollatoleranssiaan koronan suhteen. Myös sota Ukrainassa saattaa johtaa tarjontakapeikkojen kiristymiseen uudelleen.

Kuvio B

Tarjontaketjun paineet euroalueella ja Yhdysvalloissa

(Vasen asteikko: keskipoikkeama pitkän aikavälin keskiarvosta; oikea asteikko: diffuusioindeksi)

— PMI tehdasteollisuuden toimittajien toimitusajat (oikea asteikko, käänteinen)
 — Dynaaminen faktorimalli (vasen asteikko)



Lähteet: U.S. Bureau of Labor Statistics, Euroopan komissio, ISM, IHS Markit, Ifo Institute, Haver Analytics, Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Huom. DMF sisältää vain kuukausittaisia indikaattoreita (euroalueen työvoima- ja laitepula, jotka tilastoidaan neljännesvuosittain, on suljettu sen ulkopuolelle). Aikasarjan stationaarisuuden varmistamiseksi on tehty eräitä muunnoksia. Tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2022.

2 Luottoriskin osuus joukkovelkakirjalainojen markkinahintojen viimeaikaisessa määräytymisessä

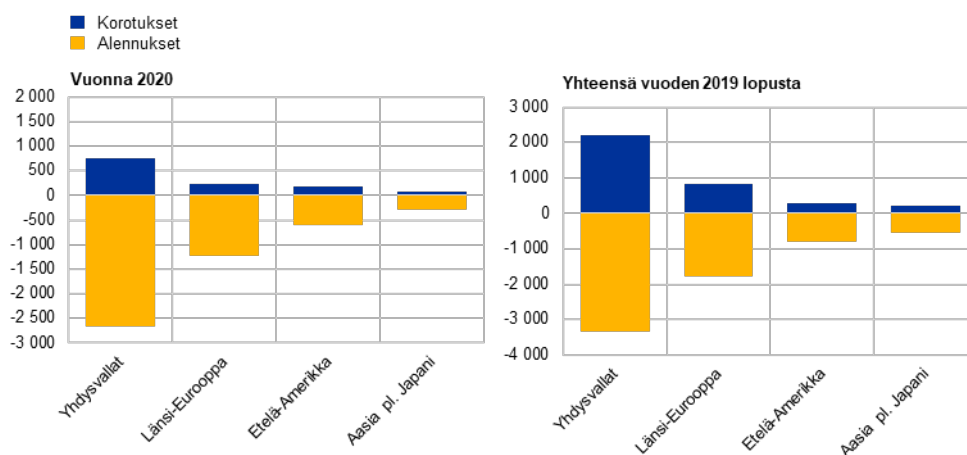
Yritysten haavoittuvuudet ympäri maailmaa lisääntyivät erityisen voimakkaasti koronaviruspandemian alussa, ja sitä seuranneesta elpymisestä huolimatta ne voivat edelleen aiheuttaa huolia joillakin markkinasektoreilla. Haavoittuvuudet lisääntyivät selvästi, ja monien yritysten luottokelpoisuusluokituksia alennettiin ympäri maailmaa (kuvio A, osa a). Vuoden 2021 aikana yritysten velan laatu (luottoluokituslaitosten arvioiden mukaan) toipui jonkin verran, ja esimerkiksi Yhdysvalloissa yritysten luottoluokituksia korotettiin useammin kuin alennettiin. Luottoluokitukset eivät kuitenkaan ole vielä palautuneet pandemiaa edeltäneille tasolle, vaan pitkän aikavälin näkymiin liittyy epävarmuutta joillakin sektoreilla – erityisesti pandemiasta eniten kärsineillä. Vaikka osakekohtaiset tulokset ovat keskimäärin parantuneet, pandemia on jättänyt myös pitkäaikaisia jälkiä ja joidenkin yritysten tulokset ovat jääneet heikommiksi julkisista tukitoimista huolimatta (ks. esim. kuvion A kohta b, jossa tarkastellaan S&P 500 -indeksin yrityksiä).

Kuvio A

Muutokset yritysvelan laadussa pandemian aikana

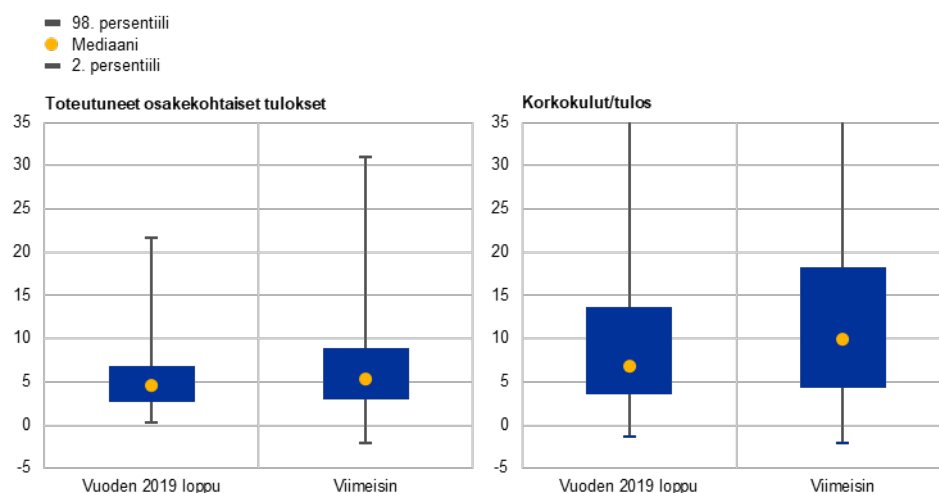
a) Muutokset yritysten pitkän aikavälin luottoluokituksissa

(Korotukset ja alennukset)



b) S&P 500 -indeksiin kuuluvien yritysten osakekohtaiset tulokset ja korkokulut suhteessa tulokseen

(Yhdysvaltain dollaria osaketta kohti; korkokulut/tulos prosentteina)



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohta a osoittaa eri alueilla sijaitsevat yritykset, joiden luottoluokitusta nostettiin tai laskettiin (i) vuonna 2020 ja (ii) vuoden 2019 loppuun mennessä; tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2022 ensimmäiseltä neljännekseltä. Kohta b osoittaa S&P 500 -indeksin yritysten toteutuneet osakekohtaiset tulokset ja korkokulut suhteessa tulokseen (Interest Coverage Ratio, ICR). Pisteet kuvaavat mediaania, palkit kvartiiliväliä (25.–75. persentiili) ja janat 2. ja 98. persentiiliä. Kuvion kohdan b oikeanpuoleisella asteikolla kahden ICR-jakauman (ei näy kuviossa) 98. persentiilit olivat noin 130 % ja 390 % vuoden 2019 lopussa tuoreimpien tietojen mukaan. Kohdan b tuoreimmat havainnot on poimittu 14.1.2022 (osakekohtainen tulos; viikoittain) ja IV/2021 (korkokulut suhteessa tulokseen (ICR); neljännesvuosittain).

Yritysten joukkolainojen arvostus on lähellä historian korkeinta tasoaan

vallitsevista epävarmuustekijöistä huolimatta.

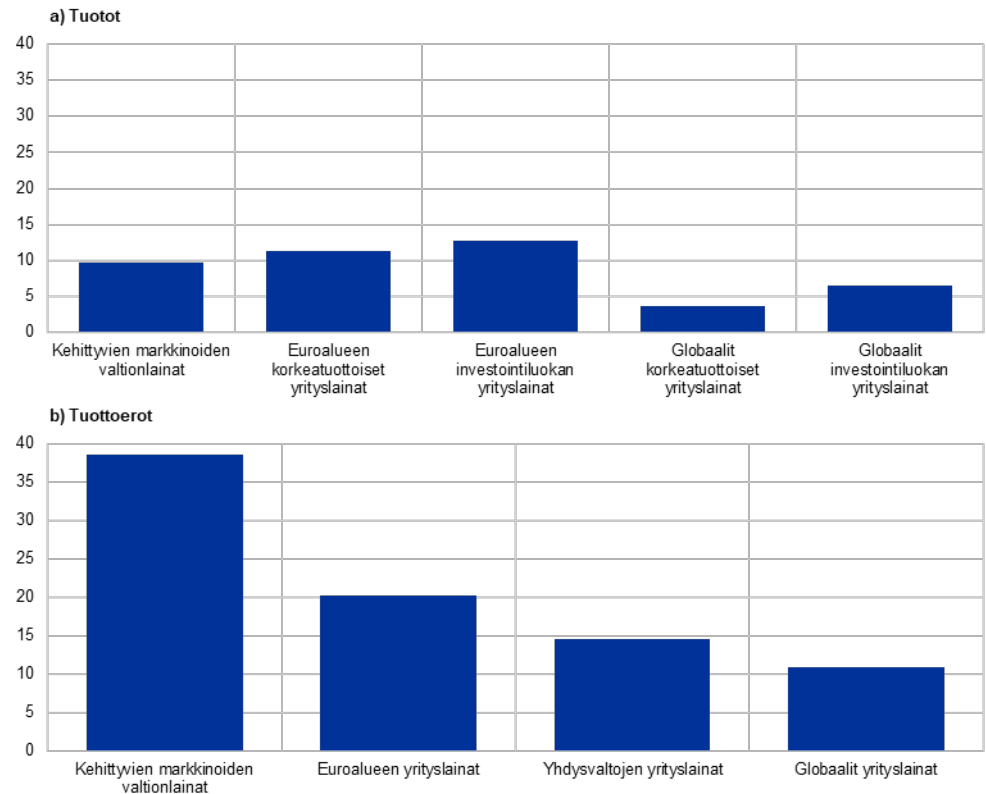
Tämä koskee erityisesti alempia luottoluokkia. Yhdysvaltalaisen joukkolainojen tuotot nousivat nopeasti maaliskuussa 2020 ja ovat sen jälkeen pudonneet historiallisiin pohjalukemiin kaikissa luottoluokissa. Alhaiset tuotot johtuvat osittain alhaisesta korkotasosta, koska keskuspankit ovat alentaneet ohjaukorkoja ja ovat osto-ohjelmillaan painaneet valtionlainojen maturiteettipreemioita. Yrityslainojen arvostukset ovat kuitenkin hyvin korkeita myös suhteellisesti, mitä yleensä mitataan korkean ja alhaisen riskin yrityslainojen tuottoerolla tai yrityslainojen tuoton ja riskittömän koron

erolla. Yrityslainojen tuottoerot ovat palanneet pandemiaa edeltäneille tasoille, lähelle finanssikriisiä edeltäneitä kaikkien aikojen pohjalukemiaan. Kun riskilisät ovat kaventuneet useimmissa omaisuusluokissa viime kuukausina, on herännyt huoli mahdollisista ylilyönneistä joissakin yrityslainamarkkinasegmenteissä (kuvio B).²⁰

Kuvio B

Maailman joukkolainamarkkinoiden arvostukset

(tammikuusta 1999 lähtien sellaisten kuukausien prosenttiosuus, joina tuotot/tuottoero on pienentynyt)



Lähteet: Bloomberg, Refinitiv Datastream ja EKP:n laskelmat.

Huom. Esitetyt yrityslainojen arvostukset perustuvat ICE BofA -indekseihin ja kehittyvien markkinoiden dollarimääräisten valtionlainojen arvostukset JPM EMBI -indekseihin. Kuviossa yrityslainojen tuottoero on laskettu alhaisen luottoluokituksen ja investointiluokan yrityslainojen tuoton erotuksena. Tuoreimmat havainnot ovat tammikuulta 2022.

Vaikka yrityslainojen tuottoerot ovat viime aikoina nousseet joillakin markkinoilla, niiden yleinen kaventuminen koronapandemian huipusta on pitkälti liittynyt sijoittajien riskinottohalun voimakkuuteen. Yrityslainojen

hinnoittelua koskevan kirjallisuuden mukaan yrityslainojen arvostusten maailmanlaajuisia muutoksia voidaan tulkita mallilla, joka sisältää luottoriskitekijän sekä yleistä markkinatilannetta ja likviditeettiä kuvaavat tekijät. Luottoriskiä mitataan luottoluokituslaitos Moody'sin laskemalla odotetun maksukyvyttömyyden todennäköisyyden indikaattorilla (EDF). Tämä optioiden hinnoitteluteoriaan perustuva mittari kuvaa todennäköisyyttä, että yritys joutuu maksukyvyttömäksi (eli laiminlyö aikataulunmukaisen pääoman tai koron maksun) 12 seuraavan kuukauden aikana.²¹ Siten indikaattori kuvaa markkinoiden arviota yritysluoton laadusta. Malli

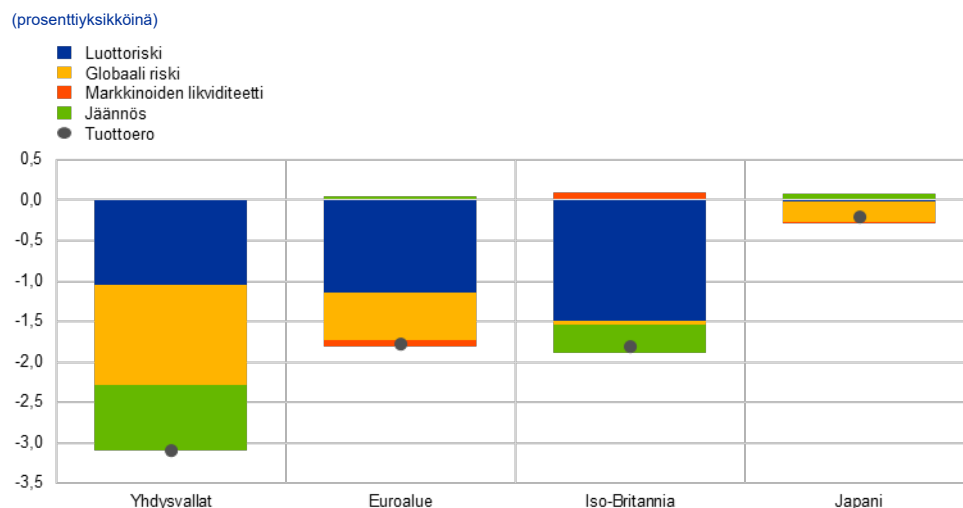
²⁰ Ks. perusteellinen esitys omaisuuserien markkina-arvostuksiin liittyvistä riskeistä EKP:n Financial Market Stability Review -julkaisun marraskuun 2021 numeron [luvusta 2](#).

²¹ Ks. esim. Moody's Analytics, "EDF Overview", 2011.

ilmentää markkinoiden epävarmuutta ja riskinkarttamista VIX-indeksin avulla, joka on optioiden hintoihin perustuva osakemarkkinoiden odotetun volatiliteetin mittari (jota käytetään yleisesti epävarmuuden ja riskinkarttamisen mittarina muuallakin rahoitusmarkkinoilla) Malli havainnollistaa likviditeettitilannetta rahamarkkinariskillisän avulla, joka määritellään kolmen kuukauden pankkienvälisen koron ja kolmen kuukauden valtionlainan välisenä tuottoerona. Mallista johdetut estimaatit viittaavat siihen, että yrityslainojen tuottoerojen kaventuminen ympäri maailmaa pandemiahuipun jälkeen, joidenkin segmenttien viimeaikaisesta noususta riippumatta, on johtunut markkinaepävarmuuden hälvenemisestä sekä markkinoiden verrattain suotuisasta näkemyksestä yritysten maksukyvyttömyysriskin suhteen (kuvio C).²² Mallin selittämättömien jäännösarvojen suuri osuus joillakin markkinoilla viittaa mahdollisiin ylilyönteihin arvostuksissa sekä sijoittajien poikkeuksellisen suureen riskinottohalukkuuteen.

Kuvio C

Yrityslainojen tuottoerojen globaalien elpymisen taustatekijät maaliskuun 2020 jälkeen



Lähteet: Moody's Analytics, Refinitiv Datastream ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio esittää mallipohjaisia arvioita luottoriskin, markkinoiden epävarmuuden ja markkinoiden likviditeetin kontribuutioista BBB-luottoluokitettujen yrityslainojen tuottoerojen muutoksiin maaliskuun 2020 jälkeen. Yrityslainojen tuottoerot mitataan yritysten ja valtioiden samanpituisten ja samassa maassa liikkeeseen laskettujen joukkovelkakirjalainojen tuottojen eroa. Yrityslainojen tuottoeroja mitataan maittäin BBB-luokitelluilla joukkolainoilla, joiden maturiteetti on 3–5 vuotta. "Luottoriski" tarkoittaa markkinoiden arviota yritysten maksukyvyttömyysriskistä mitattuna Moody'sin EDF-indikaattorilla; "globaalia riskiä" edustaa VIX-indeksi ja "markkinoiden likviditeettiä" rahamarkkinariskillisä, joka määritellään kolmen kuukauden pankkienvälisen koron ja kolmen kuukauden valtionlainan välisenä tuottoerona (esim. Yhdysvalloissa TED spread). Malli on estimoitu päivittäisillä tiedoilla, jotka ulottuvat kesäkuuhun 2006; tuoreimmat havainnot 17.2.2022.

Tuloksia voidaan verrata toiseen, yksityiskohtaisemmasta datasta koostettuun malliin, joka vahvistaa riskinottohalun roolin viimeaikaisten arvostustasojen taustalla ja viittaa mahdolliseen riskiin markkinoiden uudelleenhinnoittelusta.

Mallipohjaiset estimaatit, jotka perustuvat joukkovelkakirjalaina- ja yritystason tietoihin Yhdysvalloista eli eräästä maailman suurimmista yrityslainamarkkinoista, osoittavat, että sijoittajien riskinottohalulla on ollut keskeinen rooli S&P 500 -indeksin yritysten joukkovelkakirjalainojen nykyisten arvostusten muodostumisessa. Mallissa

²² Tulokset pysyvät samankaltaisina myös, kun selittäviin muuttujiin sovelletaan vaihtoehtoisia mittareita. Ks. laajempi katsaus euroalueen arvostustasoista esim. C. Altavilla, W. Lemke, T. Linzert, J. Tapking ja J. von Landesberger, "Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014", EKP:n Occasional Paper -julkaisusarja, nro 278, syyskuu 2021.

oletetaan, että yrityslainojen tuottoeron, yrityskohtaisen maksukyvyttömyysriskin ja joukkolainakohtaisten ominaisuuksien vektorin välillä on lineaarinen suhde.²³ Jos joukkolainamallin jäännösarvo, jota kutsutaan myös ”joukkolainojen lisäriskipreemioksi”, on positiivinen, tämä voidaan katsoa korvaukseksi altistumisesta joukkolainariskille, joka ylittää tyypillisen odotetun maksukyvyttömyysriskin tuottovaatimuksen. Koronakriisin pahimman vaiheen jälkeen joukkolainojen lisäriskipremio on laskenut negatiiviseksi pandemiaa edeltäneille tasoille, mutta on kuitenkin edelleen korkeammalla kuin vuonna 2007. Tämä viittaa siihen, että sijoittajien voimakas riskinottohalukkuus on painanut riskipremiot tasolle, joka on jonkin verran alempi kuin markkinoiden aiemman hintatason mukainen tuottovaatimus maksukyvyttömyysriskin kantamisesta (kuvio D).

Kuvio D

S&P 500 -indeksin yritysten joukkolainojen lisäriskipremio

(peruspistettä)



Lähteet: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream ja EKP:n laskelmat.

Huom. Joukkolainojen lisäriskipremion osuus optioiden hinnoilla tarkistetuista yrityslainojen tuottoeroista on estimoitu käyttämällä paneelia, joka muodostuu S&P 500 -indeksiin kuuluvista ei-rahoitusalan yrityksistä aggregoituina yritystasolla Gilchristin ja Zakrajšekin lähestymistavan mukaisesti. Kuvio osoittaa joukkolainojen lisäriskipremion yrityksille, joiden kannattavuus on mediaanitasoinen toteutuneella osakekohtaisella tuloksella mitattuna. Estimointiprosessissa otetaan huomioon yrityskohtainen odotetun maksukyvyttömyyden mittari (Moody'sin EDF-indikaattorin mukaisena) sekä joukkolainan ominaisuuksia kuvaava vektori (ml. duraatio, kuponnikorko, liikkeeseenlaskusta kulunut aika ja volyyymi sekä ennenaikaisesti takaisinmaksettavissa olevia lainoja koskeva dummy-muuttuja) ja sektorikohtainen vakioitu vaikutus ja kaksoisklusteroitu keskivirhe. Optioiden hinnoilla tarkistettu yrityslainojen tuottoero ottaa huomioon joukkolainaotukseen sisältyvät upotetut optiot. Tuoreimmat havainnot on poimittu 17.12.2021 (viikoittaiset tiedot).

Mahdolliset koko markkinoiden laajuiset riskinkevennyssokit voisivat kasvattaa (erityisesti taseiltaan heikimpien) yritysten rahoituskustannuksia ja maksukyvyttömyystodennäköisyyksiä merkittävästi. Omaisuuserien uudelleenhinnoittelu globaalin riskinottohalukkuuden muutoksen myötä voisi pahentaa yritysten rahoitukseen liittyviä haavoittuvuuksia ja kasvattaa niiden maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä. Tämä vaikutus voisi kohdistua erityisen voimakkaana taseiltaan heikkoihin yrityksiin (joilla on esimerkiksi huono tulostulos tai korkokulut suhteessa tulokseen). Globaalia riskinkevennyssokkia tarkastelevien mallipohjaisten estimaattien avulla voidaan arvioida sijoittajien tunnelmien kääntymisen vaikutusta yrityslainojen tuottoeroihin ja

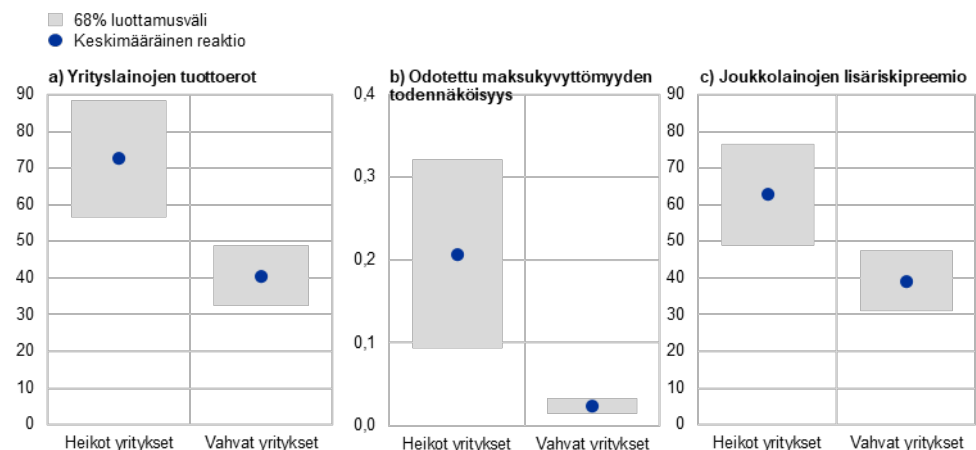
²³ Tämä lähestymistapa myötäilee malleja, jotka on esitetty artikkelissa S. Gilchrist ja E. Zakrajšek, "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations", *American Economic Review*, vol. 102, nro 4, kesäkuu 2012, s. 1692–1720, sekä G. Favara, S. Gilchrist, K. Lewis ja E. Zakrajšek, "Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium", *FEDS Notes*, 2016.

maksukyvyttömyystodennäköisyyksiin.²⁴ Niiden tulosten mukaan yrityslainojen tuottoerot ovat erittäin herkkiä globaalin riskinkevennyssokkien vaikutuksille. Tämä koskee erityisesti heikoimpia yrityksiä. Niiden estimoitu hinnoittelureaktio on noin 70 peruspistettä kolmen viikon päästä sokista siinä, missä vahvempien yritysten reaktio on noin 40 peruspistettä (kuvio E, kohta a). Lisäksi yrityksen odotettu todennäköisyys joutua maksukyvyttömäksi kahden vuoden kuluessa kasvaa 0,2 prosenttiyksikköä (kuvio E, kohta b), mikä on huomattava muutos ottaen huomioon, että yhdysvaltalaisen mediaaniyrityksen odotettu maksukyvyttömyyden todennäköisyys on yleensä alle 1 %. Suurin osa rahoituskustannusten herkkyydestä voidaan selittää sijoittajien riskinkarttamisen lisääntymisellä, jota kuvaa joukkolainojen lisäriskipremio (kuvio E, kohta c).

Kuvio E

Markkinoiden laajuisen riskinkevennyssokin vaikutus vahvimpien ja heikoimpien yritysten joukkovelkakirjalainojen tuottoeroihin, odotettuihin maksukyvyttömyyden todennäköisyyksiin ja joukkolainojen lisäriskipremioihin

(tuottoerot ja lisäriskipremiot peruspisteinä; maksukyvyttömyyden todennäköisyydet prosentteina)



Lähteet: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio osoittaa estimoituiden reaktioiden yrityslainojen tuottoeroissa, odotetuissa maksukyvyttömyyden todennäköisyyksissä ja joukkolainojen lisäriskipremioissa kolmen viikon päästä globaalista riskinkevennyssokista S&P 500 -indeksin yrityksistä koostuvassa paneelissa. Reaktiot on estimoitu paikallisilla paneeliestimaateilla. "Heikot" yritykset tarkoittavat korkokulut/tulos-tunnuksiltaan paneelin alinta 20 prosenttia ja "vahvat" yritykset korkeinta 20 prosenttia. Sokit on estimoitu päivittäisellä BVAR-mallilla, jossa käytetään rajoitteita, jotka koskevat etumerkkiä, suhteellista voimakkuutta ja narratiivia ja jonka kalibroinnissa on käytetty Yhdysvaltain valtionlainan 10 peruspisteen laskua viidessä päivässä. Paikallisten ennusteiden estimaatit ovat viikoittaisia tammikuusta 2005 toukokuuhun 2021, kontrollimuuttujina ovat Citigroup Economic Surprise Index, Yhdysvaltain kahden vuoden valtionlainan korko ja VIX-indeksi sekä dummy-muuttujina globaali finanssikriisi ja koronakriisi, ja niissä on otettu huomioon yrityskohtaiset vakioituiden vaikutukset. Keskiarvot on klusteroitu toimialan ja ajankohdan mukaan. Odotetut maksukyvyttömyyden todennäköisyydet on mitattu Moody'sin EDF-indikaattorilla, joka kuvaa todennäköisyyttä, että yritys joutuu maksukyvyttömäksi (eli laiminlyö aikataulunmukaisen pääoman tai koron maksun) seuraavan vuoden aikana. Joukkolainojen lisäriskipremion osuus yrityslainojen tuottoeroista on estimoitu S&P 500 -indeksiin kuuluvien yritysten joukkolainojen paneelille aggregoituna yritystasolla Gilchristin ja Zakrajšekin lähestymistavan mukaisesti. Estimointiprosessissa otetaan huomioon yrityskohtainen odotetun maksukyvyttömyyden mittari (Moody'sin EDF-indikaattorin mukaisena) sekä joukkolainan ominaisuuksia kuvaava vektori (ml. duraatio, kuponnikorko, kulunut aika ja volyyymi sekä ennen aikaisesti takaisinmaksettavissa olevia lainoja koskeva dummy-muuttuja) ja sektorikohtainen vakioitu vaikutus. Tuoreimmat havainnot on poimittu 17.12.2021 (viikoittaiset tiedot).

²⁴ Sokki on estimoitu päivittäisellä BVAR-mallilla, jonka perustana on L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder ja I. Van Robays, "What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk", EKP:n Working Paper -sarja, nro 2560, EKP, 2021. Mallissa käytetään rajoitteita, jotka koskevat etumerkkiä, suhteellista voimakkuutta ja narratiivia. Tämän lähestymistavan ansiosta globaali riskisokki kuvaa pääomapakoa riskittömiin sijoituksiin olettaen, että globaali riskinkarttaminen johtaa pääomien siirtymiseen osakkeista turvallisiin pitkiin yhdysvaltalaisiin joukkovelkakirjalainoihin ja vahvistaa Yhdysvaltain dollaria sen turvapaikkasijoituksen aseman myötä. Lisäksi Lehman Brothersin romahduspäivään sijoittuu narratiivitapahtuma, jonka myötä globaali riskisokki on kyseisen päivän tärkein osakkeiden hintoihin vaikuttava tekijä. Sokin vaikutus on kalibroitu Yhdysvaltain valtion joukkolainojen tuoton 10 peruspisteen laskuksi viiden päivän kuluessa. Kiitämme Ine Van Robays'ta tässä projektissa käytetyn globaalien riskisokin aikasarjan jakamisesta.

Kaiken kaikkiaan tässä kehikossa näkyy se, miten tärkeä asema riskinottohalukkuudella on yritysten joukkolainojen arvostusten muodostumisessa sekä kansainvälisesti että yhteen maailman suurimpaan yrityslainamarkkinaan lukeutuviissa yrityksissä. Malliin perustuva analyysi viittaa siihen, että vaikka yrityslainojen tuottoerot ovat kaventuneet eri maissa koronakriisin huipun jälkeen osittain siksi, että markkinoiden näkemyksen mukaan yritysten luoton laatu on parantunut, merkittävä osa tästä muutoksesta on johtunut myös sijoittajien riskinottohalun kasvusta. Yhdysvaltojen yrityslainamarkkinoiden lainakohtainen tarkastelu vahvistaa tätä käsitystä. Jatkon kannalta tämä kehikko kertoo myös siitä, että koska joidenkin yritysten taseet ovat verrattain heikot ja sijoittajien tunnelmissa on sijaa heikentymiselle, markkinoidenlaajuiset riskinkevennyssokit voisivat hyvinkin johtaa yritysten rahoituskustannusten ja odotetun maksukyvyttömyyden todennäköisyyden merkittävään kasvuun erityisesti heikoimpien yritysten keskuudessa.

3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 3.11.2021–8.2.2022

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä vuoden 2021 seitsemännellä ja kahdeksannella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 3.11.2021 ja päättyi 8.2.2022.

Ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueen pankkijärjestelmässä kasvoi tarkastelujakson aikana 45,6 miljardia euroa ja oli ennätyselliset

4 412,6 miljardia euroa. Kasvu johtui pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) ja omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) toteutetuista ostoista.

Rahoitusoperaatioiden ylimääräistä likviditeettiä lisäävää vaikutusta tasoitti jonkin verran riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen huomattava kasvu.

Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) vaikutus oli nyt ensi kertaa likviditeettiä vähentävä.

3.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi –

kasvoi tarkastelujakson aikana 205,4 miljardia euroa ja oli 2 495,7 miljardia euroa. Kasvu edelliseen tarkastelujaksoon nähden johtui lähes yksinomaan

riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvusta 202,5 miljardilla eurolla 2 340,8 miljardiin euroon (taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”).

Vähimmäisvarantovelvoitteet puolestaan kasvoivat niukasti eli 2,9 miljardia euroa 154,8 miljardiin euroon.

Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät kasvoivat tarkastelujaksolla 55,3 miljardia euroa ja olivat 3 172,0 miljardia euroa. Taustalla olivat muiden riippumattomien tekijöiden vaikutus sekä liikkeessä olevien setelien määrän kasvu. Muut riippumattomat tekijät (taulukko A) kasvoivat tarkastelujaksolla

76,4 miljardia euroa 1 035,8 miljardiin euroon. Liikkeessä olevien setelien määrä kasvoi keskimäärin 27,3 miljardia euroa 1 531,0 miljardiin euroon. Valtioiden talletukset vähenivät 48,3 miljardia euroa 605,2 miljardiin euroon. Niiden määrä oli edelleen suuri, mutta jäi kuitenkin pienemmäksi kuin vuoden 2020 viidennellä ja kuudennella pitoajanjaksolla kirjattu huippulukema, joka oli 729,8 miljardia euroa.

Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät vähenivät 147,2 miljardia euroa ja olivat 831,4 miljardia euroa. Tähän vaikutti kaksi tekijää: euromääräisten

nettosaamisten väheneminen 174,7 miljardilla eurolla ja valuuttamääräisten nettosaamisten kasvaminen 27,5 miljardilla eurolla. Euromääräisten nettosaamisten väheneminen johtui suurelta osin eurojärjestelmän taseen erän L.6 (”Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle”) kasvusta, joka johtui eurojärjestelmän varannonhoitopalveluun tehtyjen talletusten sekä euroalueen ulkopuolisten vastapuolten kanssa tehtyjen arvopaperien käteisvakuudellisten lainausoperaatioiden lisääntymisestä vuodenvaihteessa. Erän L.6 määrä 31.12.2021

oli 710 miljardia euroa eli kaikkien aikojen suurin kirjattu määrä, sillä euromääräisen likviditeetin pitäminen markkinoilla vuodenvaihteen yli oli kallista.

Taulukossa A esitetään yhteenveto edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä ²⁵ ja niiden muutoksista.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022						Edellinen tarkastelujakso 28.7.2021–2.11.2021	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 3.11.–21.12.2021		Kahdeksas pitoajanjakso 22.12.2021–8.2.2022		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	3 172,0	(+55,3)	3 146,4	(-0,6)	3 197,5	(+51,1)	3 116,6	(+120,3)
Liikkeessä olevat setelit	1 531,0	(+27,3)	1 521,4	(+14,0)	1 540,6	(+19,2)	1 503,7	(+28,7)
Valtioiden talletukset	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5	(+36,6)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) ¹	1 035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1 074,9	(+78,2)	959,4	(+55,1)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	3 673,0	(+58,5)	3 689,1	(+35,4)	3 656,9	(-32,2)	3 614,5	(+143,3)
Negatiivisesta talletuskorosta vapautetut vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2	(+17,1)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset, joita vapautus ei koske	2 769,5	(+60,0)	2 769,5	(+25,8)	2 769,5	(+0,0)	2 709,5	(+123,2)
Vähimmäisvarantovelvoitteet²	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9	(+3,0)
Vapautettu kiintiö³	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3	(+18,1)
Talletusmahdollisuus	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6	(+32,2)
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

1) Arvonmuutostilien saldojen, muiden saamisten euroalueelta ja velkojen euroalueelle sekä varausten ja oman pääoman summa.

2) Vähimmäisvarantovelvoitteita ei ole eritelty eurojärjestelmän taseessa, joten niitä ei sisällytetä velkojen yhteismäärän laskentaan.

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

²⁵ Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin EKP:n Kuukausikatsauksen 5/2002 artikkelissa "EKP:n likviditeetin hallinta".

Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022						Edellinen tarkastelujakso 28.7.2021–2.11.2022	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 3.11.–21.12.2021		Kahdeksas pitoajanjakso 22.12.2021–8.2.2022		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	831,4	(-147,2)	870,5	(-99,5)	792,3	(-78,3)	978,6	(-47,5)
Valuuttamääräiset nettosaaamiset	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)	830,9	(+15,6)
Euromääräiset nettosaaamiset	-27,0	(-174,7)	31,4	(-103,6)	-85,4	(-116,7)	147,7	(-63,1)
Rahapoliittiset välineet	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Avomarkkinaoperaatiot	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Huutokauppaoperaatiot	2 205,4	(-6,3)	2 208,9	(-1,1)	2 201,8	(-7,1)	2 211,7	(+63,5)
Perusrahoitusoperaatiot	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,0)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,1)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	2 202,2	(+7,2)	2 206,3	(+5,2)	2 198,1	(-8,2)	2 195,0	(+74,3)
Pandemiaan liittyvät kohdentamattomat pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	2,9	(-13,5)	2,4	(-6,2)	3,4	(+1,0)	16,4	(-10,8)
Suorat arvopaperisijoitukset	4 702,9	(+257,3)	4 655,6	(+143,3)	4 750,2	(+94,5)	4 445,6	(+282,8)
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	2,1	(-0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(-0,6)	2,4	(-0,0)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(-0,7)	295,9	(+4,4)
Velkapaperiohjelma	6,5	(-3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)	9,5	(-7,7)
Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(-0,7)	27,0	(-1,4)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	2 487,7	(+39,8)	2 479,3	(+23,0)	2 496,2	(+16,9)	2 448,0	(+36,0)
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)	294,8	(+15,4)
Pandemiaan liittyvä väliaikainen osto-ohjelma	1 570,0	(+202,4)	1 533,2	(+109,0)	1 606,8	(+73,7)	1 367,5	(+236,1)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022						Edellinen tarkastelujakso 28.7.2021–2.11.2021	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 3.11.–21.12.2021		Kahdeksas pitoajanjakso 22.12.2021–8.2.2022		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä ¹	2 495,7	(+205,4)	2 430,5	(+100,3)	2 560,9	(+130,4)	2 290,2	(+170,8)
Riippumattomat tekijät ²	2 340,8	(+202,5)	2 276,2	(+98,9)	2 405,5	(+129,2)	2 138,4	(+167,8)
Ylimääräinen likviditeetti ³	4 412,6	(+45,6)	4 434,1	(+42,0)	4 391,1	(-43,0)	4 367,0	(+175,5)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

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

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

Korkokehitys

(keskikorko; prosenttia)

	Nykyinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022						Edellinen tarkastelujakso 28.7.2021–2.11.2021	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 3.11.–21.12.2021		Kahdeksas pitoajanjakso 22.12.2021–8.2.2022		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR-korko	-0,576	(-0,006)	-0,574	(-0,004)	-0,578	(-0,004)	-0,570	(-0,005)
RepoFunds Rate Euro Index -korko	-0,746	(-0,156)	-0,615	(-0,018)	-0,878	(-0,263)	-0,590	(+0,003)

Lähde: EKP, RepoFunds Rate (CME Group).

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

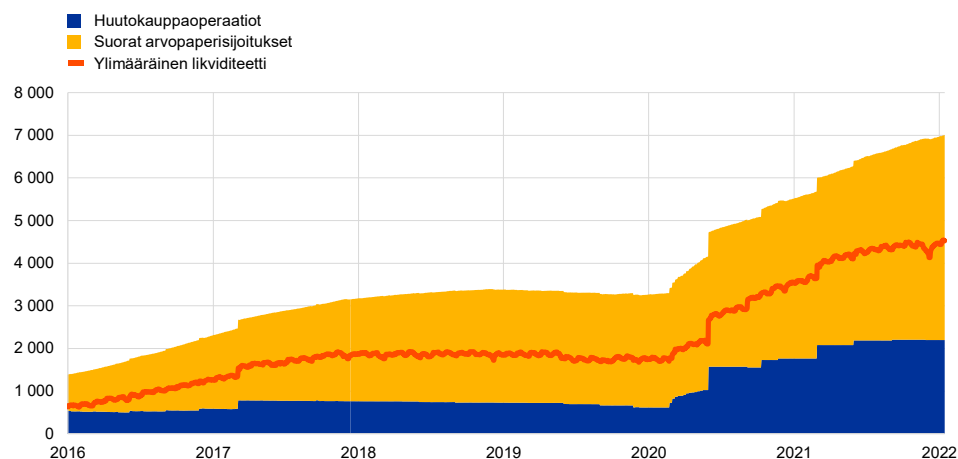
3.2 Likviditeetin tarjonta rahapoliittisissa operaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 251,0 miljardia euroa ja oli 6 908,3 miljardia euroa (kuvio A). Likviditeetin kasvu johtui omaisuuserien osto-ohjelmissa tehdyistä netto-ostoista, tärkeimpänä niistä pandemiaan liittyvä osto-ohjelma. Likviditeettiä puolestaan vähensivät erääntyvät operaatiot ja takaisinmaksut kohdennettujen pitempiaikaisten operaatioiden (TLTRO) ohjelmassa.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat havainnot 8.2.2022.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni 6,3 miljardia tarkastelujakson aikana.

Vähentämisen suurimpana syynä oli edellisellä tarkastelujaksolla eräännytynyt pandemiaan liittyvä kohdentamaton pitempiaikainen rahoitusoperaatio (PELTRO), jonka täysimittainen vaikutus näkyy vasta tällä tarkastelujaksolla. Viimeisessä PELTRO-operaatioissa joulukuussa 2021 jaettiin vain 1,1 miljardia euroa. Kokonaisuutena uusien ja eräänntyvien PELTRO-operaatioiden nettovaikutus vähensi likviditeettiä 13,5 miljardilla eurolla edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Joulukuun 22. päivänä toteutetun 51,97 miljardin euron suuruisen kymmenennen TLTRO III -operaation vaikutuksen kumosivat aiempien TLTRO III -operaatioiden ennakaismaksut (60,2 miljardia euroa) samana päivänä. TLTRO III -operaation vaikutus oli nyt siis likviditeettiä vähentävä ensi kertaa sen aloittamisesta lähtien. Perusrahoitusoperaatioiden ja kolmen kuukauden pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden vaikutus oli edelleen vähäinen. Näissä kahdessa säännöllisessä rahoitusoperaatioissa jaettu keskimääräinen likviditeetti pysyi edellisen tarkastelujakson tapaan ennätysalaisella tasolla.

Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 257,3 miljardia euroa ja oli 4 702,9 miljardia euroa. Tämä johtui netto-ostojen jatkumisesta pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa ja omaisuuserien osto-ohjelmassa.

Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyt keskimääräiset sijoitukset kasvoivat 202,4 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden ja olivat 1 570,0 miljardia euroa. Kaikista osto-ohjelmista pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen volyyymi kasvoi eniten. Seuraavaksi eniten volyyymi kasvoi julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka keskimääräinen volyyymi oli 2 487,7 miljardia euroa (kasvu 39,8 miljardia euroa) sekä yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka keskimääräinen volyyymi oli 310,2 miljardia euroa (kasvu 15,4 miljardia euroa). Arvopaperien eräänntyminen muissa kuin aktiivisissa osto-ohjelmissa vähensi suoria arvopaperisijoituksia 3,4 miljardia euroa.

3.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 45,6 miljardia euroa ja nousi uuteen huippulukemaan eli 4 412,6 miljardiin euroon (kuvio A).

Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön summa miinus maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien likviditeettitarpeen välistä eroa. Varantovelvoitteen ylittävät päivittäiset talletukset sekkitileillä kasvoivat 58,5 miljardilla eurolla 3 673,0 miljardiin euroon, kun taas talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö väheni 12,9 miljardilla eurolla 739,6 miljardiin euroon.

Negatiivisesta talletuskorosta vapautetut varantovelvoitteen ylittävät talletukset kasvoivat 15,3 miljardia euroa ja olivat 919,6 miljardia euroa.²⁶

Negatiivisen talletuskoron alaiset varantovelvoitteen ylittävät talletukset puolestaan kasvoivat 47,1 miljardia euroa 3 509,2 miljardiin euroon. Vapautetun kiintiön yhteenlaskettu käyttöaste (negatiivisesta talletuskorosta vapautettujen vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien talletusten määrän ja vapautetun kiintiön välinen suhde²⁷), joka on ollut vuoden 2020 kolmannesta pitoajanjaksosta lähtien yli 98 prosenttia, laski hieman eli 99,2 prosentista 99,0 prosenttiin. Negatiivisesta talletuskorosta vapautettujen vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien talletusten osuus koko ylimääräisestä likviditeetistä oli 20,8 prosenttia (edellisellä tarkastelujaksolla 20,7 %).

3.4 Korkokehitys

Keskimääräinen €STR-korko pysyi tarkastelujakson aikana jokseenkin ennallaan ja oli -0,576 prosenttia. Ylimääräisen likviditeetin runsauden vuoksi €STR-korko on edelleen pysynyt suhteellisen muuttumattomana silloinkin, kun likviditeetin määrän vaihtelu on ollut voimakasta. Eoniakoron noteeraus päättyi 3.1.2022, joten sen kehitystä ei enää raportoida. EKP:n ohjauskorot eli talletusmahdollisuuden, perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusluoton korot pysyivät tarkastelujakson aikana ennallaan.

Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko (RepoFunds Rate Euro Index) laski tarkastelujakson aikana

0,156 prosenttiyksikköä ja oli -0,746 prosenttia. Lasku oli epätavallisen suuri ja laaja-alainen, ja se vaikutti paitsi sellaisten transaktioiden repokorkoihin, joissa vakuutena oli Saksan ja Ranskan valtion joukkolainoja, myös sellaisten, joissa vakuutena oli Italian ja Espanjan valtion joukkolainoja. Repokoron laskua voidaan pitää vuodenvaihteelle tyypillisenä ilmiönä, joka nyt oli tavallista voimakkaampi. Tarkastelujakson alkupuolella repokorot laskivat ensin tasaisesti, kunnes 31.12.2021 tapahtui jyrkkä pudotus, kun RepoFunds Rate Euro Index -korko laski

²⁶ Varantovelvoitteen ylittävien talletusten kaksiportaista korkojärjestelmää selvitetään tarkemmin EKP:n verkkosivuilla.

²⁷ Enintään vähimmäisvarantovelvoitteiden ja vapautetun kiintiön summa, joka on yhtä kuin kuusi kertaa vähimmäisvarantovelvoite.

mittaushistoriansa alimpaan lukemaan, joka oli -4,498 prosenttia.
Tammikuussa 2022 se palasi tavanomaiselle tasolle ja pysytteli seitsemännellä pitoajanjaksolla keskiarvonsa tuntumassa.

Tässä kehitössä tarkastellaan muiden kuin rahoitussektorin yritysten säästämisasteen kehitystä pandemia-aikana koko euroalueella ja euroalueen suurimmissa maissa. Yritysten säästämistä analysoidaan osana yhdistettyä euroalueen tilinpitoa. Keskeisenä erotteluna ovat säästöt, joihin sisältyy kiinteän pääoman kuluminen eli poistokustannukset, ja nettosäästöt, joihin usein viitataan kertyneinä voittovaroina. Yrityksen säästäminen ovat se osa yrittäjätuloa, jota ei jaeta osakkeenomistajille osinkoina. Yleisimmät syyt säästöjen kerryttämiseksi yrityksissä ovat, että niiden avulla voidaan varautua mahdollisiin talousvaikeuksiin, maksaa toiminta- ja pääomakuluja, helpottaa ulkoisen rahoituksen saantia, vähentää rahoitusongelmia ja saada taloudellista liikkumavaraa. Säästöt ovat tärkeä sisäinen rahoituslähde, jota voidaan käyttää investointeihin. Niin sanotun nokkimisjärjestysteorian mukaan yritykset priorisoivat rahoituslähteitä siten, että ensin käytetään ulkoista rahoitusta, sitten velkarahoitusta ja viimeisenä vaihtoehtona oman pääoman ehtoista rahoitusta.²⁸ Korkea säästämisaste voi myös helpottaa luotonsaantia, sillä sitä saatetaan pitää merkinä vahvasta taseen hallinnasta ja hyvistä tulevaisuudennäkymistä. Jos säästämisaste pysyy korkeana pitkään, se voidaan kuitenkin nähdä merkinä siitä, että yrityksellä ei ole kannattavia investointimahdollisuuksia tai se ei ole halukas ottamaan liiketoiminnallisia riskejä.²⁹

Viime aikoina yritysten säästämisaste on noussut ennätyskellisen korkeaksi.

Yritysten säästämisaste oli edellisen kerran huipussaan vuonna 2017 ja kääntyi sen jälkeen laskuun, mutta pysytteli kuitenkin pitkän aikavälin keskiarvon yläpuolella. Koronaviruspandemian alkaessa euroalueen yritysten bruttosäästämisaste laski entisestään pääasiassa tulojen vähenemisen vuoksi. Nettomääräisesti lasku oli vielä suurempi, kun kiinteän pääoman kuluminen jää pois (kuvio A, kohta a). Säästämisen tärkein vauhdittaja oli yrittäjätulo, joka laski jyrkästi vuoden 2020 toisella neljänneksellä. Vuoden 2020 puolimaista säästäminen on kääntynyt vahvaan kasvuun, tässäkin yrittäjätulon kehityksen vuoksi, ja säästämisasteet ovat kivunneet huomattavasti keskiarvoja ylemmäs vuodesta 1999 lähtien tarkasteltuna. Tätä kehitystä ovat vahvasti edistäneet julkiset tukitoimet ja yritysten omat toimet likviditeetin lisäämiseksi.³⁰ Kehitys on ollut laajalti samanlaista eri maissa. Yritysten bruttosäästämisaste on ollut viime vuosineljänneksinä ennätyslukemissa tai lähellä niitä kolmessa neljästä euroalueen suurimmasta maasta (Espanja pois lukien).

²⁸ Empiirinen tutkimus sisäisten rahoituslähteiden saatavuuden merkityksestä yritysinvestoinneille euroalueella ja Yhdysvalloissa on artikkelissa G. de Bondt ja M. Diron, "Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence", *Applied Economics Letters*, Vol. 15(8), 2008, s. 577-581. Yhteensä 47 maata käsittävä paneelitutkimus korkean säästämisasteen yhteydestä investointeihin on artikkelissa R. Bebczuk ja E. Cavallo, "Is business saving really none of our business?", *Applied Economics*, Vol. 48(24), 2016, s. 2266-2284. Tässä tutkimuksessa todetaan, että yritysten säästöt ja ulkoinen rahoitus ovat toisiaan täydentäviä rahoituslähteitä.

²⁹ Esimerkiksi Japanissa yritysten liiallinen säästäminen on yhdistetty heikkoihin kasvumahdollisuuksiin ja huonoon hallintoon. Ks. esim. J. Tong ja M. Bremer, "Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 41(C), 2016, s. 41-56; C. Aoyagi ja G. Ganelli, "Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan", *Journal of Banking and Financial Economics*, Vol. 1(7), University of Warsaw, Faculty of Management, 2017, s. 51-69; Z. Sun ja Y. Wang, "Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis", *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 56(C), 2015, s. 175-186; ja E. Dudley ja N. Zhang, "Trust and corporate cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41(C), 2016, s. 363-387.

³⁰ Laajempi katsaus on Talouskatsauksen 6/2021 kehitössä "Yritysten taloudellinen vakaus pandemia-aikana" ja tämän Talouskatsauksen artikkelissa "Assessing corporate vulnerabilities in the euro area".

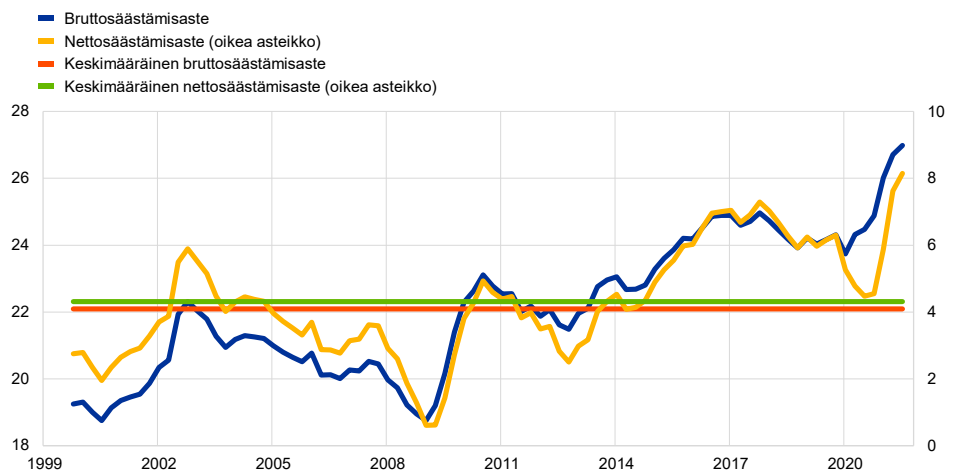
Pandemian puhkeamisen jälkeiset maakohtaiset erot selittyvät osaksi julkisten tukitoimien eroilla.³¹ Pitemmällä aikavälillä tarkasteltuna yritysten säästämistä Espanjassa on kuitenkin ollut muihin maihin nähden suuri globaalista finanssikriisistä lähtien, mikä osoittaa, että käynnissä on vahva ja pitkäkestoinen yritysten velkataakan purkamisprosessi.

Kuvio A

Muiden kuin rahoitussektorin yritysten säästämistä euroalueella ja suurimmissa euroalueen maissa

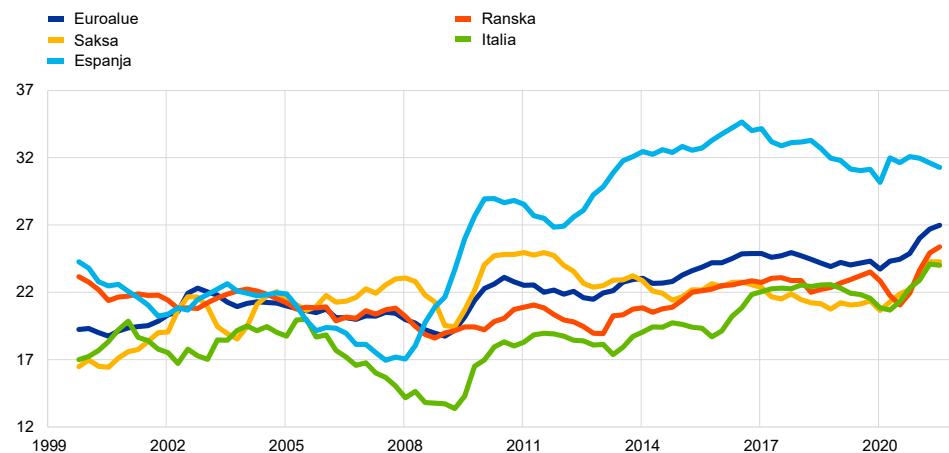
a) Euroalue

(säästäminen prosentteina arvonlisäyksestä, neljän neljänneksen summia)



b) Bruttosäästämisaste

(säästäminen prosentteina arvonlisäyksestä, neljän neljänneksen summia)



Lähteet: Eurostat, EKP ja kirjoittajan laskelmat.
Huom. Brutto- ja nettosäästämisen erona on kiinteän pääoman kuluminen.

Samaan tapaan myös säästämisen ja investointien suhdetta kuvaavat indikaattorit muiden yritysten kuin rahoituslaitosten sektorilla ovat kohentuneet huomattavasti viime neljänneksen aikana. Jos yritykset säästävät enemmän kuin investoivat, ne ovat nettoluotonantajia. Euroalueella muiden kuin

³¹ Julkisesti taattujen lainojen käyttöasteesta eri maissa on tietoja Talouskatsauksen 6/2020 kehikossa "Julkiset lainataukokset ja pankkien luotonanto pandemia-aikana".

rahoitussektorin yritysten nettoluotonanto – eli investointeja suurempi säästäminen – sekä säästämisen suhde investointeihin ovat nousseet viime neljänneksinä entistä korkeampiin lukemiin (kuvio B, kohta a). Nettoluotonanto vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä oli 318 miljardia euroa. Ei ole selvää, kuinka pysyväksi tämä kehitys osoittautuu. Se riippuu muun muassa siitä, kuinka vahva luottamus yrityksillä on kykyynsä hankkia ulkoista rahoitusta pitkällä aikavälillä.³² Nettoluotonannon kasvu on ulottunut laajalti euroalueen suurimpiin maihin, ja kaikissa maissa se on ollut positiivista – Ranskassa noin 0,5 prosenttia BKT:stä ja muissa suurissa euromaissa noin 3 prosenttia BKT:stä (kuvio B, kohta b). Huomionarvoista on, että vuodesta 1999 lähtien muiden kuin rahoitussektorin yritysten nettoluotonanto euroalueella on keskimäärin ollut lähellä nollaa. Vastaavasti muiden yritysten kuin rahoituslaitosten säästämisen suhde niiden investointeihin on ollut lähes 100 prosenttia, mikä kertoo säästöjen merkityksestä investointeihin käytettävän sisäisen rahoituksen lähteenä.

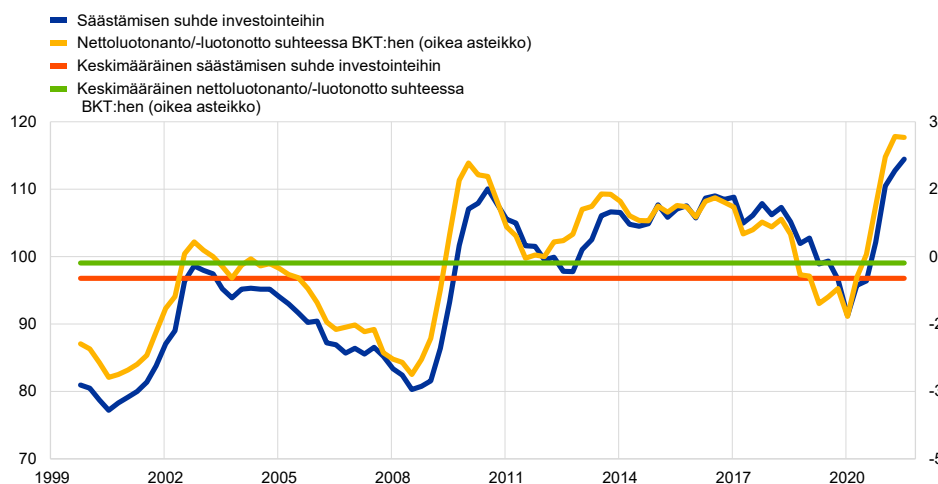
³² Ks. K. Nakajima ja T. Sasaki, "Bank dependence and corporate propensity to save", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 36, helmikuu 2016, s. 150-165.

Kuvio B

Muiden kuin rahoitussektorin yritysten säästämisen suhde investointeihin ja nettoluotonanto suhteessa BKT:hen euroalueella ja suurimmissa euromaissa

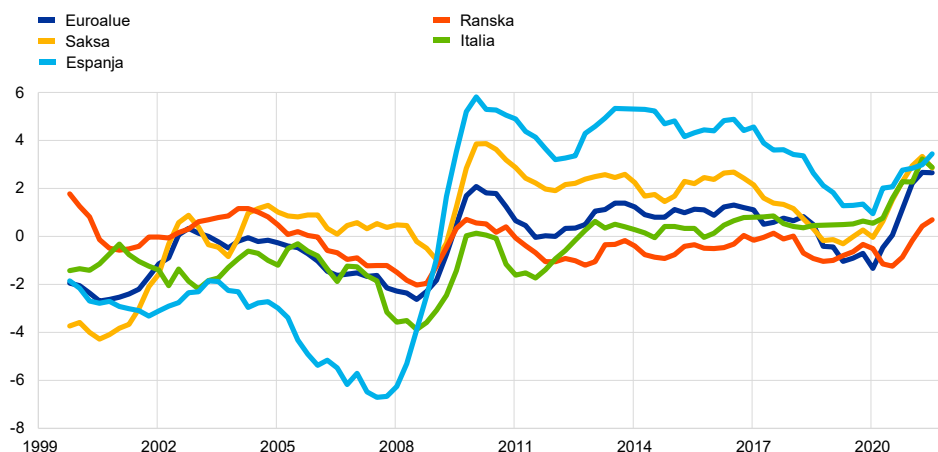
a) Euroalue

(neljän neljänneksen summia, prosentteja)



b) Nettoluotonanto/-otto suhteessa BKT:hen

(neljän neljänneksen summia, prosentteja)



Lähteet: Eurostat, EKP ja kirjoittajan laskelmat.

Huom. "Säästämisen suhde investointeihin" on bruttosäästämisen suhde kiinteän pääoman bruttomuodostukseen. Negatiivinen nettoluotonanto on "nettoluotonotto".

Kokonaisuutena tarkastellen euroalueella vaikuttaa nyt olevan runsaasti yritysinvestointeihin käytettävissä olevaa sisäistä rahoitusta.

Viime vuosineljänneksinä euroalueen yritykset ovat kohdentaneet suhteellisen suuren osan rahoitusomaisuudestaan likvideihin varoihin (kuvio C, kohta a). Lisäksi euroalueen yrityksillä kokonaisuutena velkojen ja varojen suhde sekä nettovelan suhde bruttotoimintaylijäämään olivat vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä pienemmät kuin vuoden 2019 neljännellä neljänneksellä eli ennen pandemiaa (kuvio C, kohta b). Jälkimmäinen suhdeluku vastaa suunnilleen nettovelan suhdetta tulokseen ennen korkoja, veroja, poistoja ja arvonalentumisia (EBITDA), jota luottoluokituslaitokset yleisesti käyttävät yrityksen maksulaiminlyönnin todennäköisyyden mittarina. Se osoittaa, kuinka pitkän ajan kuluessa yritys pystyisi maksamaan kokonaisvelkansa nykyisellä toimintatasolla. Kun siis euroalueen yrityksillä kokonaisuutena

tarkasteltuna on saatavilla runsaasti säästöjä – eli sisäisen rahoituksen lähteitä – ja ulkoisen rahoituksen ehdot ovat edelleen suotuisat, yritysinvestointien tehostamiselle riittänee jatkossa tukea.³³ Toisaalta pandemian aiheuttama epävarmuus ja julkisten tukitoimien asteittainen päättyminen antavat aiheetta olettaa, että yritysten säästämisen taustalla voi olla varautumistarkoitus.³⁴

Kuvio C

Muiden kuin rahoitussektorin yritysten likvidien varojen suhde ja velkasuhteet euroalueella

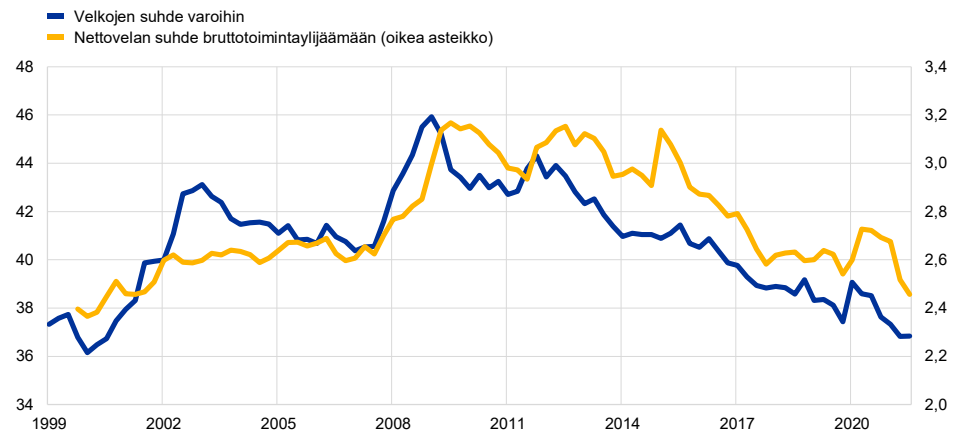
a) Likvidien varojen suhde

(prosentteja)



b) Velkasuhteet

(prosentteja)



Lähteet: Eurostat, EKP ja kirjoittajan laskelmat.

Huom. "Likvidien varojen suhde" on käteisen ja talletusten prosentuaalinen osuus kokonaisrahoitusvaroista. "Velkojen suhde varoihin" on konsolidoimattoman velan prosentuaalinen osuus kokonaisvaroista (rahoitusvaroista ja muista kuin rahoitusvaroista). Nettovelka on konsolidoidut lainat plus velkapaperit plus vakuutus- ja eläkerahastojen varat miinus likvidit varat. Bruttotoimintaylijäämä on mitattu neljän neljänneksen summina.

³³ Tarkemmin sektorin ja yritys-koon vaikutuksiin keskittyvä tarkastelu on tämän Talouskatsauksen artikkelissa "Assessing corporate vulnerabilities in the euro area".

³⁴ Ks. myös M. Demary, S. Hasenclever ja M. Hüther, "Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run", *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, Vol. 56, nro 1, 2021, s. 40-44; ja L. Riddick ja T. Whited, "The Corporate Propensity to Save", *The Journal of Finance*, Vol. 64, nro 4, 2009, s. 1729-1766. Jälkimmäisessä tutkimuksessa todetaan, että yritykset ylläpitävät suurempia käteisvaroja varautumistarkoituksessa silloin, kun ulkoisen rahoituksen kustannukset ovat suuret, tuloja koskeva epävarmuus on suurta ja investoinnit ovat mittavia ja edellyttävät kallista rahoitusta. Samoin on todennäköistä, että yritykset kerryttävät enemmän likvidejä varoja silloin, kun pääoman tuottavuus on vähäinen.

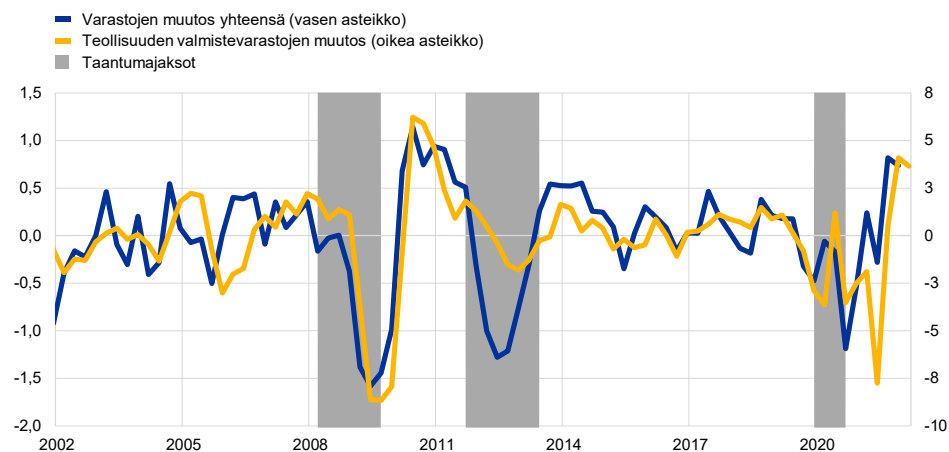
5 Varastosyklin rooli nykyisessä talouden elpymisessä

Varastosykli eli varastojen suhdannevaihtelu on yleensä talouden suhdannevaihtelua vahvistava tekijä, ja on tunnettua, että varastojen muutokset ovat vahvasti vaihteleva BKT:n menoerä. Tässä kehikossa tarkastellaan varastojen ja niihin liittyvien taustatekijöiden vaikutusta euroalueen talouskasvuun meneillään olevassa elpymisvaiheessa. Varastosykli korreloi vahvasti ja positiivisesti talouskasvuun. Viimeisten kahdenkymmenen vuoden aikana sen vaikutus on vaihdellut vuositasona 1,0 prosenttiyksiköstä -1,5 prosenttiyksikköön euroalueen BKT:n kasvusta, ja erityisen voimakasta vaihtelu on ollut kriisiaikoina (kuvio A). Varastojen dynamiikan tulkinta taloudellisessa analyysissä on haastavaa ennen kaikkea kahdesta syystä. Ensiksikin varastojen vaikutus BKT:n kasvuun perustuu varastojen lisäysnopeuden muutokseen eli siihen, nopeutuuko vai hidastuuko varastojen lisäys.³⁵ Varastojen vaikutus kasvuun voi olla positiivinen jo silloin, jos varastojen purku eli vähentäminen hidastuu. Positiivinen vaikutus ei siis välttämättä edellytä varsinaista varastojen lisäystä. Toiseksi varastojen lisäys ei kerro ainoastaan kehityksestä eri varastoluokissa, jotka yhteenlaskettuna saattavat kumota toisensa, vaan myös poikkeamista (jäännöskomponentista) ja arvo-omaisuuden nettohankinnoista. Näiden kahden tekijän dynamiikka on usein suhdannevaihtelusta riippumatonta.³⁶

Kuvio A

Varastojen muutokset

(vasen asteikko: vaikutus vuotuisen BKT:n kasvuun prosenttiyksikköinä; oikea asteikko: diffuusioindeksi, neljän neljänneksen erot)



Lähteet: Eurostat ja Markit.

Huom. Markitin aineisto koostuu kuukausittaisen tietojen neljännesvuosittaisista keskiarvoista. Yhteenlasketut varastot perustuvat kansantalouden tilinpidon tietoihin. Tiedot valmistevarastosta perustuvat ostopäälliköiden vastauksiin sellaisten tuotantolinjalta valmistuneiden valmisteiden määrästä (yksikköinä, ei rahamäärinä), jotka odottavat kuljetusta/myyntiä tässä kuussa verrattuna yhden kuukauden takaiseen tilanteeseen. Taantumajaksot ovat Centre for Economic Policy Research -tutkimuslaitoksen määritelmien mukaiset. Tuoreimmat havainnot varastoista ovat vuoden 2021 neljänneltä neljännekseltä ja ostopäällikkökyselystä helmikuulta 2022.

³⁵ Tämä johtuu siitä, että tuotteet, joita ei myydä sillä tilikaudella, jolla ne on valmistettu, lisäävät varastoa kyseisellä jaksolla. Näin ollen varastojen muutos on BKT:n ja sen menoerät yhdistävä kirjanpidollinen tekijä. Ks. EKP:n Kuukausikatsauksen 5/2012 kehikko "Varastojen lisäys – teoreettiset näkökohdat ja viimeaikainen kehitys".

³⁶ Poikkeamia esiintyy siksi, että koska varastoilla on usein keskeinen rooli kansantalouden tilinpidon tasapainottamisessa, niihin usein sisältyy suuri jäännöskomponentti, mikä johtuu todellisten tai luotettavien varastotietojen puutteesta vuosineljänneksellä. Arvo-omaisuutta ovat esimerkiksi jalometallit ja taide-esineet, ja niiden osuus varastoista on pieni.

Varastoihin sisältyvät valmisteet, kauppavarat, keskeneräiset työt sekä tuotantopanokset. Varastot liittyvät siis tuotantoprosessin useisiin eri vaiheisiin. Esimerkiksi varastoitujen tuotantopanosten suhde varastoihin valmisteisiin myötäilee suhdanteita, sillä tuotantopanosten kertyminen tapahtuu nousukauden alkuvaiheessa ja edeltää valmisteiden kertymistä. Suhdantetietojen puuttuessa kyselytutkimusindikaattorit voivat valaista lyhyen aikavälin varastotilannetta. Tehdasteollisuuden valmistevarastojen vuotuinen muutos mitattuna ostopääliköindeksillä – joka kuvaa varastojen kasvun muutosta – vastaa varsin hyvin kansantalouden tilinpidon perusteella mitattua varastojen muutoksen vuotuisesta vaikutuksesta BKT:n kasvuun ja osoittaa, että varastojen lisäyksen vaikutus on vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä edelleen positiivinen (kuvio A).

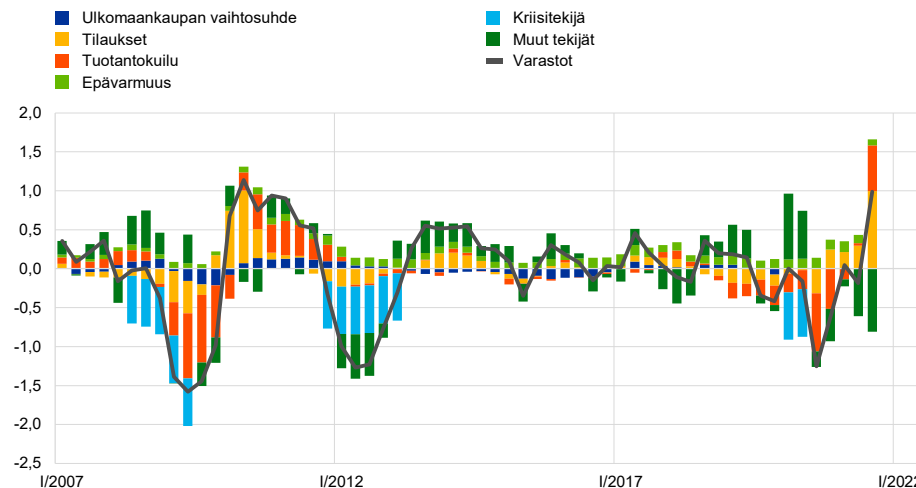
Vaihtelu varastojen lisäyksen vaikutuksessa BKT:n kasvuun kertoo yritysten sopeutumisesta tarjonta- ja kysyntätilanteen muutoksiin. Yritysten varastojen muutokset toimivat enimmäkseen puskurina, jolla varmistetaan tuotantoprosessin sujuvuus sekä vähennetään myynnin vaihteluihin liittyviä tuotannon mukauttamiskustannuksia ja toimituskustannuksia.³⁷ Estimoitu regressioyhtälö, jossa käytetään vuosien 2000–2019 tietoja, osoittaa, että tuotantokuilu – määriteltynä teollisuustuotannon ja vähittäismyynnin kehityksen väliseksi eroksi – selittää varastosykliä melko hyvin kriisiaikoina (kuvio B). Toisin sanoen varastojen lisäys vaikuttaa BKT:n kasvuun vähemmän silloin, kun tuotanto laskee enemmän kuin vähittäismyynti (näin siksi, että vajausta täydennetään varastoja käyttämällä) ja päinvastoin. Myös kysyntätekijät, jotka näkyvät tilausmäärän kehityksessä, saavat yritykset mukauttamaan varastojaan. Ulkomaankaupan vaihtosuhteen heikkeneminen ja epävarmuuden lisääntyminen, jotka saattaisivat kiihdyttää varastojen lisäystä, ovat vaikuttaneet vähemmän. Varastojen lisäyksen vaikutus on ollut erityisen negatiivinen kriisiaikoina. Tavanomaisessa tilanteessa ”muut tekijät” eli jäännöskomponentti selittävät huomattavan osan varastojen vaikutuksesta BKT:hen. Tämä kertoo siitä, että varastotilastoihin sisältyy suhdannekiertoon liittymätön jäännöskomponentti, kuten jo aiemmin esitettiin.

³⁷ Ks. A. Khan, ”The Role of Inventories in the Business Cycle”, *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, III/2003.

Kuvio B

Varastot ja niiden muutosten taustatekijät

(vaikutus vuotuisen BKT:n muutukseen prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Estimoinnin perustana on A. Boata, "Painful destocking in sight for European corporates", *EulerHermes*, 2019. Estimointijakso on vuoden 2000 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2019 neljänteen neljännekseen. Tilaukset (tehdasteollisuuden tuotantoa koskevan ostopäälliköiden indeksin perusteella), ulkomaankaupan vaihtosuhte (vientituontitadeflaattori) ja tuotantokuilu (teollisuustuotanto miinus vähittäiskauppa) on ilmoitettu vuosittain lukuina yhden neljänneksen viiveellä. Epävarmuuden indikaattori on European Policy Uncertainty -indeksi. Kriisitekiä on apumuuttuja, joka edustaa taantumajaksoja (CEPR-tutkimuslaitoksen mukaan). "Muut tekijät" kuvaa jäännöskomponenttia. Tuorein havainto on vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä.

Nykyinen varastojen lisäyksen nopeutuminen saattaa myös kuvastaa tarjonnan rajoitteisiin liittyvää niin sanottua bullwhip-efektiä eli piiskavaikutusta. Ympäristössä, jossa kysyntä on suuri ja tuotantopanosten tarjonta epävarmaa, teollisuusyritykset pyrkivät varautumiskeinona kerryttämään tuotantopanosten varastoja ja tekevät toisinaan todellista tarvetta suurempia tilauksia. Tämä niin sanottu piiskavaikutus on saattanut voimistua varastojen muutosten suhdannevaihtelua vahvistavaa vaikutusta nykyisessä ympäristössä.^{38, 39} Tehdasteollisuutta koskevan ostopäälliköiden indeksin tarkemmasta erittelystä käy ilmi, että tuotantopanosten varastojen lisäyksen nopeus oli historiallisen suuri vuoden 2021 lopussa pääomahyödykkeiden, puolivalmisteiden ja moottoriajoneuvojen osalta (kuvio C, kohta a) ja alkoi sitten hellittää vuoden 2022 alussa. Kaiken kaikkiaan valmisteverastoja koskeva ostopäällikköindeksi viittaa siihen, että pääomahyödykkeiden ja puolivalmisteiden osalta varastot ovat viime kuukausina pysyneet jokseenkin muuttumattomina, kun ne sitä ennen olivat kasvaneet vuoden 2021 puolimaista. Sitä vastoin varastojen lisäys moottoriajoneuvojen osalta kasvoi edelleen vuoden 2021 loppupuolelle asti (kuvio C, kohta b), mikä johtui lähes valmiiden autojen kertymisestä varastoihin mikrosirujen putteen vuoksi. Valmiiden moottoriajoneuvojen varasto alkoi vähentyä vasta äskettäin, kun mikrosirujen maailmanlaajuinen tarjonta vilkastui.

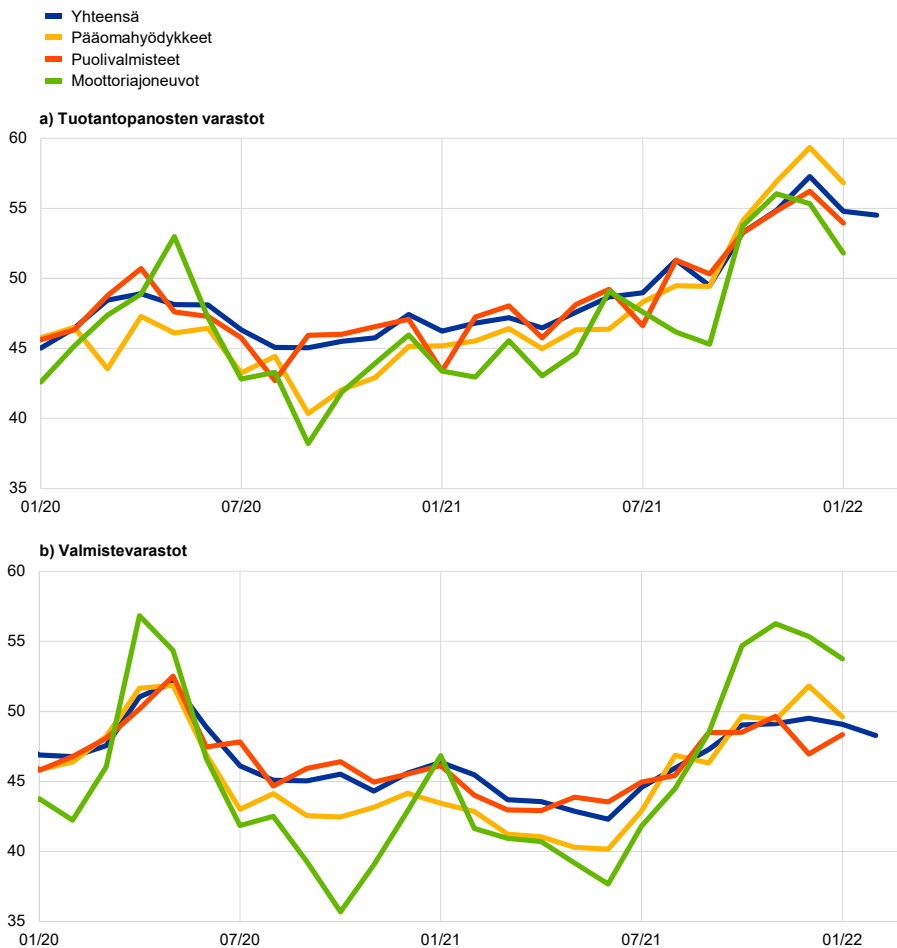
³⁸ Ks. H. Lee, V. Padmanabhan ja S. Whang, "Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect", *Management Science*, 1997, Vol. 43, nro 4.

³⁹ See H. Shin, "Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic", G20-maiden kansainvälisessä seminaarissa pidetty puhe "Recover together, recover stronger", joulukuu 2021.

Kuvio C

Varastot tyypin ja toimialan mukaan

(diffuusioindeksejä, 50 = ei muutosta)



Lähde: Markit.

Huom. Tiedot perustuvat ostopäällikköiden vastauksiin tuotantopanosten varastojen määrästä (yksikköinä, ei rahamäärinä) tässä kuussa verrattuna yhden kuukauden takaiseen tilanteeseen. Valmistevalmisteen osalta ks. kuvion A huomautukset. Tuoreimmat havainnot kokonaismäärän osalta ovat helmikuulta 2022 ja tammikuulta 2022 komponenttien osalta.

Vähäiset varastomäärät ja tarjontapuolen pitkäkestoiset rajoitteet saattavat viitata siihen, että varastojen lisäys vielä jatkuu.

Tehdasteollisuuden ostopäällikkökyselyn perusteella varastojen lisäys on yleisesti nopeutunut vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä, kun taas Euroopan komission kyselyn perusteella sekä teollisuuden että vähittäiskaupan varastomäärät ovat edelleen historiallisen niukat teollisuuspuolen äskettäisestä kasvusta huolimatta (kuvio D). Suorista yrityskontakteista saatujen tietojen perusteella⁴⁰ varastotilanne vaihtelee toimialan, tuotteen ja tuotantoketjun vaiheen mukaan, mutta varastoitujen tuotantopanosten ja valmisteiden määrä on yleisesti vähäinen, kun taas varastoitujen puolivalmisteiden ja kuljetettavana olevien tavaroiden määrä on suuri.⁴¹ Muutos

⁴⁰ Lisätietoja suorien yrityskontaktien luonteesta ja tarkoituksesta on Talouskatsauksen 1/2021 artikkelissa "The ECB's dialogue with non-financial companies".

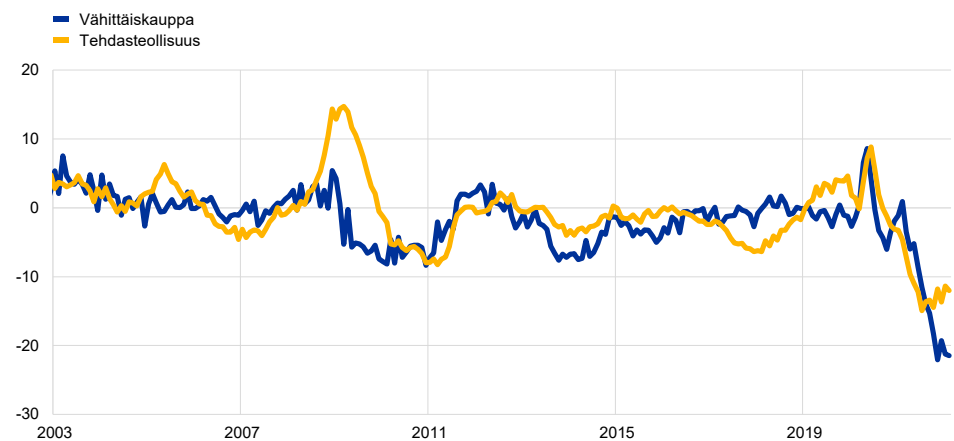
⁴¹ Ks. Talouskatsauksen 1/2022 kehikko "Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies". Tavallista suuremmat valmistevalmisteen varastot saattavat kertoa kuljetusten rajoitteista, komponenttien puutteesta tai niiden korkeista hinnoista, jotka nostavat varastojen hintoja ja siten käyttöpääoman kustannuksia, kun taas tavallista pienemmät varastot johtuvat suuresta kysynnästä.

varastojen lisäyksen nopeudessa – joka siis määrittää varastojen vaikutuksen BKT:n kasvuun – riippuu erityisesti siitä, miten tarjontapuolen rajoitteet helpottavat ja tekevätkö yritykset todellisen tarpeen ylittäviä tilauksia. Suorien yrityskontaktien mukaan rajoitteiden odotetaan kestävän vähintään vuoden 2022 jälkipuoliskolle, mikä saattaa pitkittää piiskavaikutusta. Vaikka odotettavissa oleva varastojen lisäyksen jatkumisen taustalla saattaa olla varautumismotiivi, suorien yrityskontaktien ja muiden lähteiden⁴² perusteella näkyvissä ei ole selviä merkkejä siitä, että yritykset olisivat yleisemmin muuttamassa varastonhallintastrategioitaan just-in-time-mallista⁴³ just-in-case-malliin, millä saattaisi olla pysyvä vaikutus varastosykleihin.

Kuvio D

Valmiiden tuotteiden varastojen arviointi

(keskiarvokorjattuja saldoluokkia)



Lähteet: Euroopan komissio (talous- ja rahoitusasioiden pääosasto) ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tiedot perustuvat Euroopan komission kyselyyn, jossa kysyttiin, oliko nykyinen valmistevarasto vastaajan mielestä liian suuri (tavallista suurempi), sopiva vai liian pieni (tavallista pienempi). Tuorein havainto on helmikuulta 2022.

6 Euroalueen työmarkkinoiden elpyminen EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen valossa

Tässä kehikossa tarkastellaan työmarkkinoiden meneillään olevaa elpymistä EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksesta saatujen tietojen avulla.⁴⁴

Kuluttajatietojen kyselytutkimus tarjoaa uusia näkökulmia euroalueen työmarkkinoihin.⁴⁵ Tutkimuksen vastaajilta saadaan tietoja heidän työllisyysasemastaan, työnhaustaan, työllisyys- ja ansio-odotuksistaan,

⁴² Ks. esim. K. Aliche, E. Barriball ja V. Trautwein, "How COVID-19 is reshaping supply chains" *McKinsey & Company*, marraskuu 2021.

⁴³ Lean-ajattelua soveltavassa just-in-time -toimitusketjumallissa pyritään supistamaan tuotantokustannuksia varastointia vähentämällä, mikä hillitsee varastojen suhdannevaihtelua, ks. M. Piger, "Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?", *Economic Synopses*, nro 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. Mallissa vähennetään varastot minimiin ja käytetään lyhytaikaisia toimitussopimuksia, joita voidaan nopeasti mukauttaa kysynnän vaihteluihin.

⁴⁴ Yksityiskohtaisempia tietoja EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksesta on julkaisussa "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper -sarja*, nro 287, EKP, joulukuu 2021.

⁴⁵ Tutkimus kattaa kuusi euroalueen maata: Belgian, Saksan, Espanjan, Ranskan, Italian ja Alankomaat.

työtyytyväisyydestään ja osaamisen ja työn kohtaamisesta. Osa näistä tiedoista ei ole saatavissa EU:n virallisista työmarkkinatilastoista, ja työmarkkinoiden tärkeimpien aggregaattien osalta kuluttajaodotusten kyselytutkimus antaa ajankohtaisempaa tietoa. Kyselytutkimuksen tiedot täydentävät siis hyödyllisesti EU:n virallisia tietoja. Tässä kehikossa tarkastellaan näiden tietojen valossa euroalueen työmarkkinoiden meneillään olevaa elpymistä.

Työvoiman osallistumisaste on elpymässä kaikkialla, ja työnhaun lopettavien määrä on vastaavasti pienemässä.

Kyselytutkimuksen tiedoista ilmenee, että työvoiman osallistumisaste – eli se osuus työikäisistä, joka on töissä tai hakee aktiivisesti töitä – lähti nousuun viime vuoden tammikuussa (kuvio A).⁴⁶ Tammikuun 2022 tiedoista näkyy kuitenkin, että työvoiman osallistumisaste on laskussa ja työnhausta luopuneiden työntekijöiden – eli niiden, jotka eivät tällä hetkellä etsi töitä, koska uskovat että sopivia työpaikkoja ei ole tarjolla, tai jotka eivät vielä ole alkaneet etsiä töitä – määrä on kasvussa. Nämä viimeaikaiset ilmiöt liittyvät todennäköisesti koronaviruksen rajoitustoimiin sekä kausivaihteluun, joka vähentää työvoiman kysyntää talvikuukausina. Samaan aikaan työvoiman osallistumisasteen kasvaessa vuonna 2021 työnhausta luopuneiden määrä väheni.⁴⁷ Osallistumisasteen kasvu on siis johtunut osittain niiden vastaajien, jotka eivät aktiivisesti etsi töitä (eli ovat työvoiman ulkopuolella), siirtymisestä suoraan työllisiksi, mikä viittaa siihen, että työmarkkinanäkymät kohenivat myös aktiivisesti työtä etsivien työttömien vastaajien osalta. Kyselytutkimuksella mitattuna työttömyysaste supistui edelleen tammikuussa 2022 ja oli noin 2,4 prosenttiyksikköä pienempi kuin pandemia-ajan korkeimmalla tasollaan.

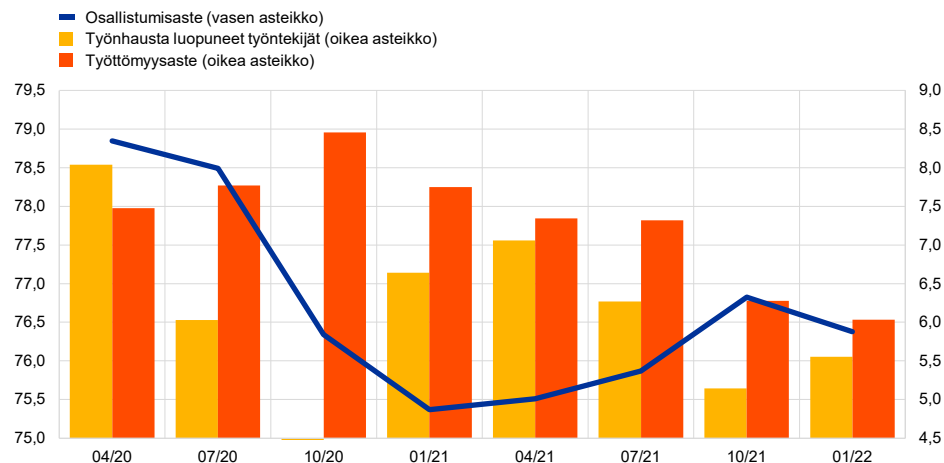
⁴⁶ Tuore analyysi työvoiman kehityksestä Eurostat-tilastojen perusteella on Talouskatsauksen 7/2021 kehikossa "[Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#)".

⁴⁷ Kyselytutkimuksen pilottivaiheessa tehtyjen metodologisten muutosten vuoksi huhti- ja heinäkuun 2020 vastaajien työllisyysasema ja heinä- ja lokakuun 2020 työnhaun lopettaneiden työntekijöiden osuus eivät ole täysin verrattavissa muuhun osaan otoksesta.

Kuvio A

Työvoima, työttömyys ja työnhausta luopuneet työntekijät

(vasen asteikko: osallistumisaste prosentteina työikäisestä väestöstä; oikea asteikko: työnhausta luopuneet työntekijät prosentteina työvoimaan kuulumattomista vastaajista ja työttömyysaste prosentteina työvoimasta)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus.

Huom. Työvoiman osallistumisaste on työllisten vastaajien osuus sekä parhaillaan töitä etsivien työttömien vastaajien osuus kaikista kyselytutkimuksen 20–64-vuotiaista vastaajista. Työttömyysaste on työtä etsivien työttömien vastaajien osuus 20–64-vuotiaasta työvoimasta. Molemmat kyselytutkimuksessa raportoidut osuudet eroavat Eurostatin laskelmista, mikä johtuu eroista otannoissa ja metodeissa. Lisäksi työllisyysasemaa koskevaa kyselytutkimuksen kysymystä on tarkistettu, joten sarjassa on mahdollinen katkos lokakuun 2020 kohdalla. Työnhausta luopuneiden työntekijöiden osuus on niiden vastaajien osuus kaikista 20–64-vuotiaista vastaajista, jotka ovat työvoiman ulkopuolella eivätkä parhaillaan hae töitä, koska "töitä ei ole saatavilla" tai he "eivät ole vielä alkaneet hakea".

Näkemykset työmarkkinoiden kehityksestä kohenivat tuntuvasti

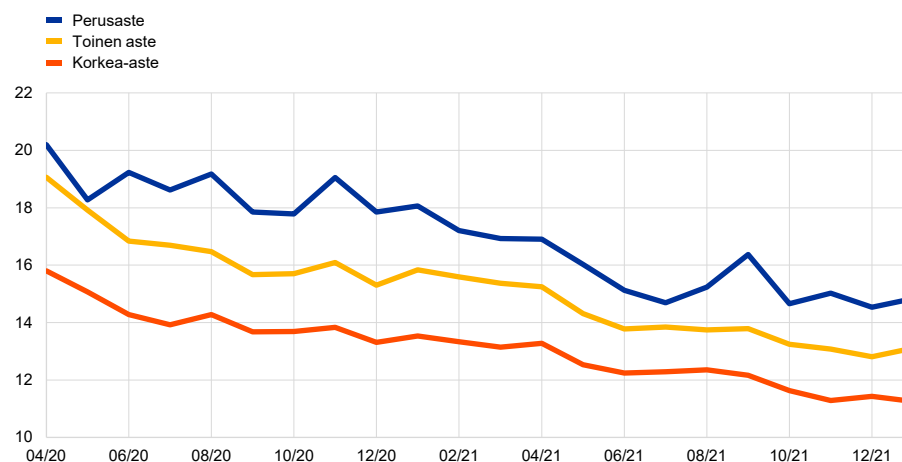
koronaviruspandemian alkukuukausien jälkeen (kuvio B). Kun taloudelliset olot kokonaisuudessaan elpyivät, näkemykset työmarkkinoiden kehityksestä kohenivat, mikä näkyi työttömyysasteodotusten tasaisessa alenemisessä kaikissa vastaajaryhmissä koulutustasoittain eriteltyinä. Perusasteen tai toisen asteen koulutuksen suorittaneiden vastaajien odotuksissa työttömyysaste on yleensä seuraavien 12 kuukauden aikana korkeampi kuin korkeakoulutettujen vastaajien odotuksissa. Kaikkien ryhmien työttömyysasteodotukset ovat osoittautuneet merkittävästi toteutuneita asteita korkeammiksi, mikä on tavallista odotuksia koskevissa kyselytutkimuksissa.⁴⁸ Työntekijöiden vastauksissa on myös viime aikoina ilmennyt vähemmän huolta oman työpaikan menettämisestä, mikä myötäilee työttömyysasteodotusten kehitystä.

⁴⁸ Ks. esim. T. Broer, A. Kohlhas, K. Mitman ja K. Schlafmann, "Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy", *CEPR Discussion Paper*, nro 15934, 2021. Oman työpaikan menettämisestä koskevista odotuksista ks. esim. M. Stephens, "Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior", *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, nro 1, 2004, s. 253–269.

Kuvio B

Odotukset työttömyysasteesta seuraavien 12 kuukauden aikana vastaajien koulutustason mukaan

(prosentteina)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus.

Huom. Tiedot viittaavat keskimääräisiin odotuksiin työttömyysasteesta vastaajien asuinmaissa seuraavien 12 kuukauden aikana. Koulutustaso viittaa korkeimpaan suoritettuun koulutukseen tai tutkintoon kansainvälisen koulutusluokituksen (ISCED) mukaan.

Odotukset työpaikan vaihdoksista ja ansiotulojen paranemisesta osoittavat, että työntekijöiden näkemykset työmarkkinatilanteesta kohenivat yleisesti (kuvio C)

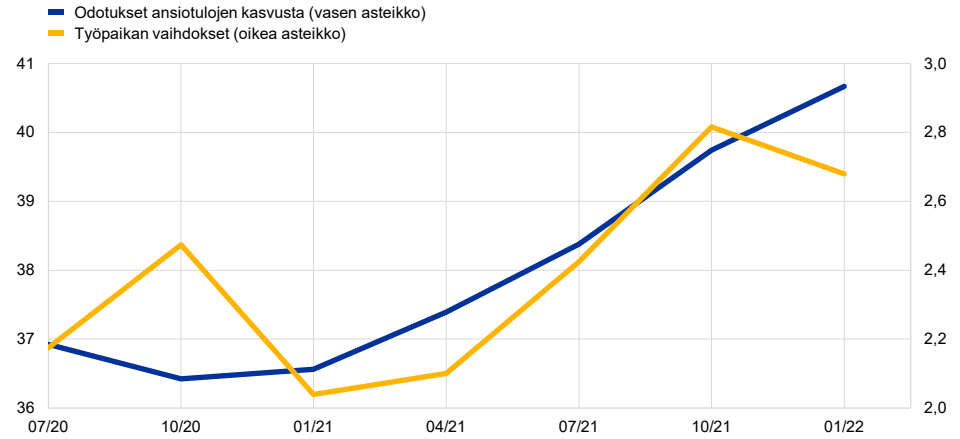
Työpaikan vaihdokset vähenevät yleensä talouden laskusuhdanteissa ja lisääntyvät noususuhdanteissa. Työmarkkinaolojen kohentuessa noususuhdanteiden aikana yritykset kilpailevat työntekijöistä, jotka ovat parhaillaan toisten yritysten palveluksessa, ja työntekijät hyödyntävät tilaisuutta siirtyä paremmin palkattuihin töihin, mikä saattaa merkitä, että palkkoihin kohdistuu jonkin verran nousupaineita.⁴⁹ EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen tiedot viittaavat siihen, että työpaikkaa vaihtavien työntekijöiden osuus vuosineljännestä kohti on kasvanut tasaisesti tammikuusta 2021 asti, joskin tuoreimmassa, tammikuun 2022 tiedoissa näkyy pieni notkahdus, joka saattaa liittyä samankaltaisiin syihin kuin työvoiman osallistumisasteen lasku. Työpaikan vaihdosten lisääntyessä vuonna 2021 kasvoi myös niiden vastaajien osuus, jotka odottivat taloutensa kokonaisnettotulojen kasvavan seuraavien 12 kuukauden aikana, kun työtä etsivät työntekijät alkoivat suhtautua optimistisemmin palkkaansa, työtuntiansa määrään tai yleisiin työllisyysnäkömiinsä.

⁴⁹ Ks. esim. F. Karahan, R. Michaels, B. Pugsley, A. Şahin ja R. Schuh, "Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, nro 5, 2017, s. 353–357, ja G. Moscarini ja F. Postel-Vinay, "The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, nro 5, 2017, s. 364–368.

Kuvio C

Työpaikan vaihdokset ja odotukset ansiotulojen kasvusta

(vasen asteikko: prosentteina vastaajista; oikea asteikko: prosentteina työntekijöistä)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus.

Huom. Työpaikan vaihdokset tarkoittavat niiden vastaajien osuutta, jotka olivat kolme kuukautta aikaisemmin työllisiä ja kertovat olleensa nykyisen työnantajansa palveluksessa alle kolme kuukautta. Ansiotulo-odotukset esitetään niiden vastaajien osuutena, jotka odottavat taloutensa nettoansioiden kasvavan seuraavien 12 kuukauden aikana.

Samaan aikaan työntekijät eivät koe työolojensa huonontuneen merkittävästi pandemian aikana.

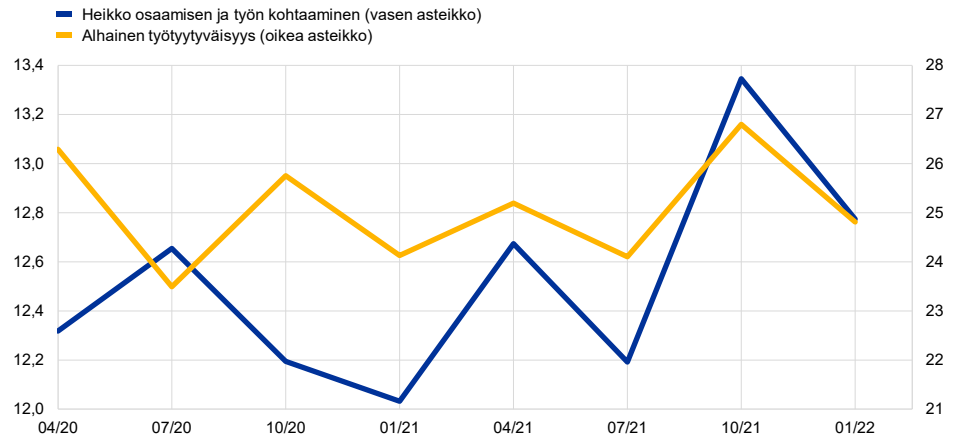
Kyselytutkimus sisältää kysymyksiä työtyytyväisyydestä sekä siitä, miten vastaajat kokevat osaamisensa ja työnsä kohtaavan. Vastausten perusteella voidaan tehdä päätelmiä työpaikkojen laadusta (kuvio D).

Tammikuussa 2022 alle 13 % vastaajista sanoi osaamisensa ja senhetkisen työnsä kohtaavan toisensa heikosti, ja noin 26 % sanoi olevansa melko tyytymättömiä työhönsä. Kumpikaan näistä kahdesta indikaattorista ei osoita, että työpaikkojen laatu olisi merkittävästi huonontunut pandemian alun jälkeen, mikä viittaa siihen, että työmarkkinoiden elpymisen taustalla ei ole heikkolaatuisten työpaikkojen määrän kasvu. Näiden tietojen tarkastelu yhdessä työpaikan vaihdoksia koskevien vastausten kanssa luo kuvan, että työpaikkaa vaihtavat työntekijät ilmoittavat todennäköisemmin osaamisensa ja työn kohtaamisen sekä työtyytyväisyytensä parantuneen.

Kuvio D

Niiden työntekijöiden osuus, jotka ilmoittavat työtyytyväisyytensä sekä osaamisen ja työn kohtaamisen heikoiksi

(prosentteina vastaajista)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus.

Huom. Niiden työllisten vastaajien osuuteen, jotka ilmoittavat osaamisen ja työn kohtaamisen nykyisessä työpaikassaan heikoksi, sisältyvät ne vastaajat, jotka valitsivat jonkin kolmesta alimmasta arvosta asteikolla 1–7. Alhainen työtyytyväisyys käsittää ne vastaajat, jotka valitsivat jommankumman kahdesta alimmasta arvosta asteikolla 1–5.

Kaiken kaikkiaan EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus antaa työmarkkinoiden dynamiikasta positiivisen kuvan, vaikka pandemia edelleen vaikuttaakin elpymisen tahtiin. Vuonna 2021 työvoimaan kuuluvien työntekijöiden määrä kasvoi samaan aikaan, kun työnhausta luopuneiden määrä väheni ja työttömyysaste laski. Työvoiman tarjonta on siten reagoinut nopeasti kysynnän vahvistumiseen. Lisäksi entistä useammat vastaajat vaihtoivat työpaikkaa, tarkistivat ansiotulo-odotuksiaan ylöspäin ja odottivat työmarkkinaolojen kohenevan. Nämä suuntaukset osoittavat työmarkkinoiden olevan dynaamiset.

Mitkä aluerät ovat omistusasumisen kustannusten kasvun takana?

Tammikuussa 2022 Eurostat alkoi julkaista virallisia euroalueen aggregaatteja osana omistusasumisen hintaindeksiään. Tässä kehikossa tarkastellaan indeksin eri alaeiä ja niiden korrelaatiota muiden hintaindikaattorien kanssa.

Omistusasumisen kustannuksiin sisältyvät asuntojen hankinta- ja omistuskustannukset.⁵⁰ Hankintakustannuksilla mitataan ”itse rakennettujen asuntojen ja merkittävien kunnostustöiden” sekä ”uusien asuntojen ostojen” kustannuksia. Uuden asunnon osto katsotaan osittain kulutukseksi ja osittain varoiksi siten, että kulutukseen lasketaan rakennuksen tarjoamien palvelujen (esimerkiksi majoituksen) arvo ja varoihin itse rakennuksen ja sen maan arvo.⁵¹ Maan hintaa ei sitä vastoin lueta ”itse rakennettujen asuntojen ja merkittävien kunnostustöiden” alaeiään, joka kattaa pääasiassa rakentajien jo omistamalleen maalle rakentamien omakotitalojen rakennuskustannukset. Omistusasumisen hintaindeksiin luetaan myös ”muiden asunnon hankintaan liittyvien palvelujen” kustannukset, kuten omaisuuden luovutusverot ja kiinteistönvälittäjien palkkiot. Omistuskustannuksista indeksi kattaa lähinnä ”merkittävät korjaustyöt ja kunnossapidon” sekä ”asuntoon liittyvät vakuutukset”.⁵²

Vuonna 2021 hankintakustannusten osuus omistusasumisen hintaindeksistä oli euroalueen tasolla noin 78 % (kuvio A). ”Itse rakennettujen asuntojen ja merkittävien kunnostustöiden” osuus oli 45 %, ”uusien asuntojen ostojen” osuus 21 % ja ”muiden asunnon hankintaan liittyvien palvelujen” osuus 12 %. Jäljelle jäävä 22 prosentin osuus muodostui omistuskustannuksista siten, että ”merkittävät korjaustyöt ja kunnossapito” kattoivat 19 % ja ”asuntoon liittyvät vakuutukset” 3 %.

⁵⁰ Ks. Talouskatsauksen 1/2022 artikkeli ”[Owner-occupied housing and inflation measurement](#)”.

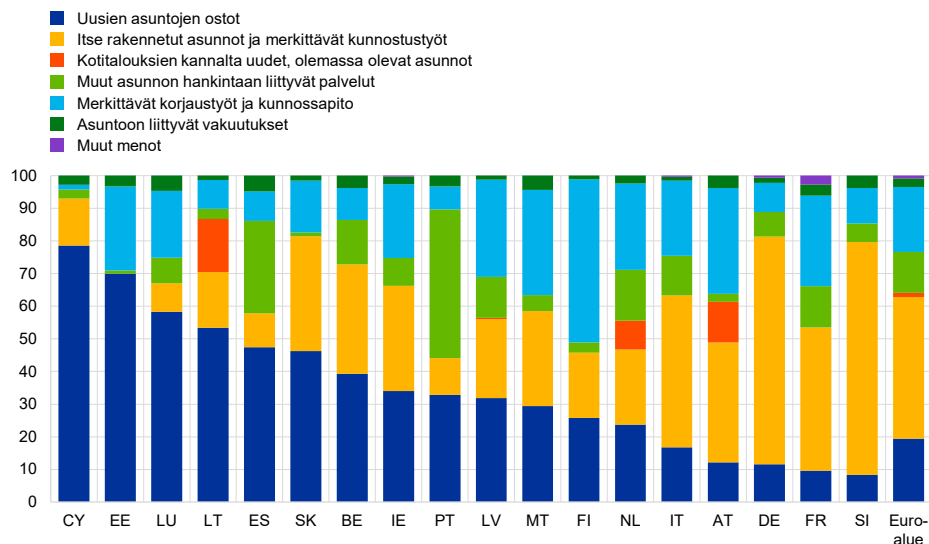
⁵¹ Ks. kehikko ”The treatment of land in OOHPIs” julkaisussa ”[Inflation measurement and its assessment in the ECB’s monetary policy strategy review](#)”, Occasional Paper -sarja, nro 265, EKP, syyskuu 2021.

⁵² Hankintakustannuksiin sisältyvät myös ”kotitalouksien kannalta uudet, olemassa olevat asunnot”, joiden osuus on noin 0,5 % euroalueen kokonaisindeksistä. Tämä alaeiä on kuitenkin kuviota A lukuun ottamatta jätetty tässä kehikossa tarkastelun ulkopuolelle, sillä sitä koskevassa tiedonkeruussa on laatuongelmia rajallisen kattavuuden ja eri maiden tietojen yhdenmukaistamisen puutteen vuoksi. Sama koskee ”muita menoja”, omistuskustannusten alaeiää, jonka osuus euroalueen kokonaisindeksistä on 0,9 %.

Kuvio A

Euroalueen omistusasumisen hintaindeksin erittely

(prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kreikasta ei ole saatavilla tietoja. Kaikki tiedot koskevat vuotta 2021.

Kun omistusasumisen hintaindeksiä tarkastellaan euroalueen tasolla, on tärkeää huomata, että yksittäisten alaerien suhteellinen merkitys vaihtelee huomattavasti maittain. Esimerkiksi Saksassa, Ranskassa ja Italiassa "itse rakennettujen asuntojen ja merkittävien kunnostustöiden" alaerä on huomattavasti suurempi kuin "uusien asuntojen ostot", kun taas esimerkiksi Espanjassa asia on päinvastoin.

Koko euroalueen tasolla eri alaerien hintadynamiikassa on suuria eroja.

"Uusien asuntojen ostojen" hintaindeksissä keskimääräinen vuotuisikasvu on ollut viime vuosikymmenen aikana voimakkainta (kuvion B kohta a).⁵³ "Itse rakennettujen asuntojen ja merkittävien kunnostustöiden" vaikutus koko indeksin vuotuiskasvuun on kuitenkin ollut suurin "uusien asuntojen ostojen" ollessa toisella sijalla. Nämä kaksi alaerää muodostivatkin yhdessä 5,0 prosenttiyksikön osuuden koko omistusasumisen hintaindeksin 6,6 prosentin vuotuisesta kasvusta vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä, kun taas muusta kasvusta suurin osa syntyi "merkittävistä korjaustöistä ja kunnossapidosta" (kuvion B kohta b). Muiden alaerien osuus indeksistä on pienempi ja niiden hintakehitys on ollut maltillisempaa, joten niiden yksittäiset vaikutukset keskimääräiseen vuotuiseseen kasvuun ovat olleet johdonmukaisesti pienemmät, vaikka ne ovat yhdessä tarkasteltuina merkittävät (niiden osuus keskimääräisestä vuotuisesta kasvusta on ollut yhteensä noin kolmannes vuodesta 2012 asti).

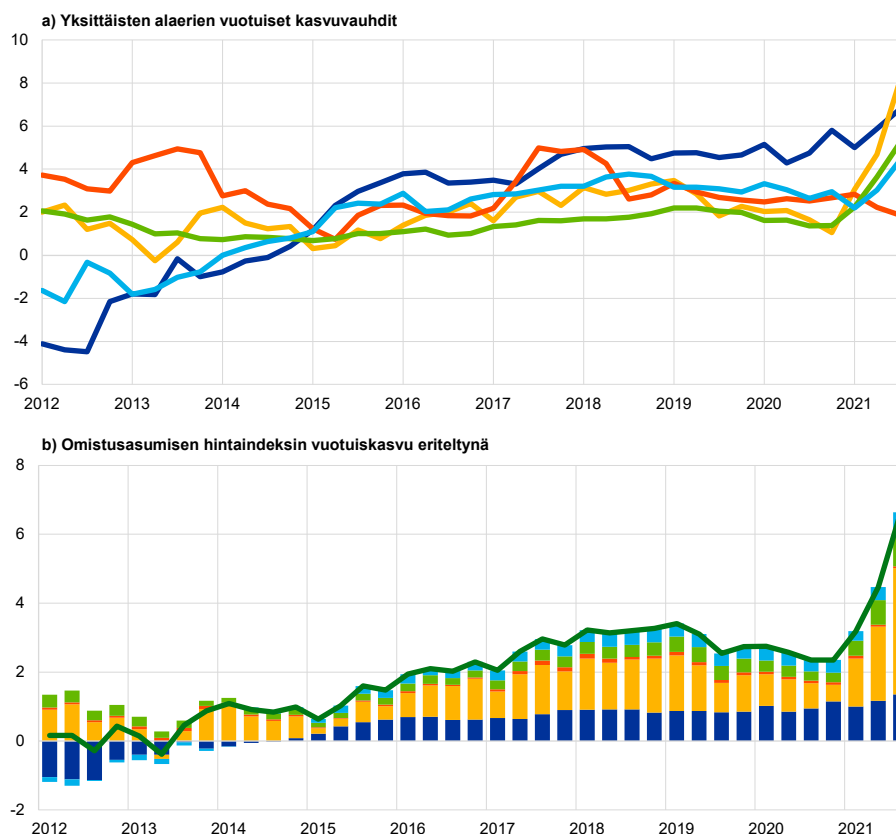
⁵³ Vuodesta 2012 alkaen "uusien asuntojen ostojen" hintaindeksi on kasvanut vuosittain keskimäärin 2,4 %, kun taas "itse rakennettujen asuntojen ja merkittävien kunnostustöiden" indeksi on kasvanut 2,1 % ja "merkittävien korjaustöiden ja kunnossapidon" indeksi 1,6 %.

Kuvio B

Eri alaerien osuudet omistusasumisen kustannusten vuotuisesta kasvusta

(Kohta a: vuotuinen prosenttimuutos; kohta b: vuotuinen prosenttimuutos ja osuudet prosenttiyksikkönä)

- Uusien asuntojen ostot (21 %)
- Itse rakennetut asunnot ja merkittävät kunnostustyöt (45 %)
- Asuntoon liittyvät vakuutukset (3 %)
- Merkittävät korjaustyöt ja kunnossapito (19 %)
- Muut asunnon hankintaan liittyvät palvelut (12 %)
- Omistusasumisen hintaindeksi



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

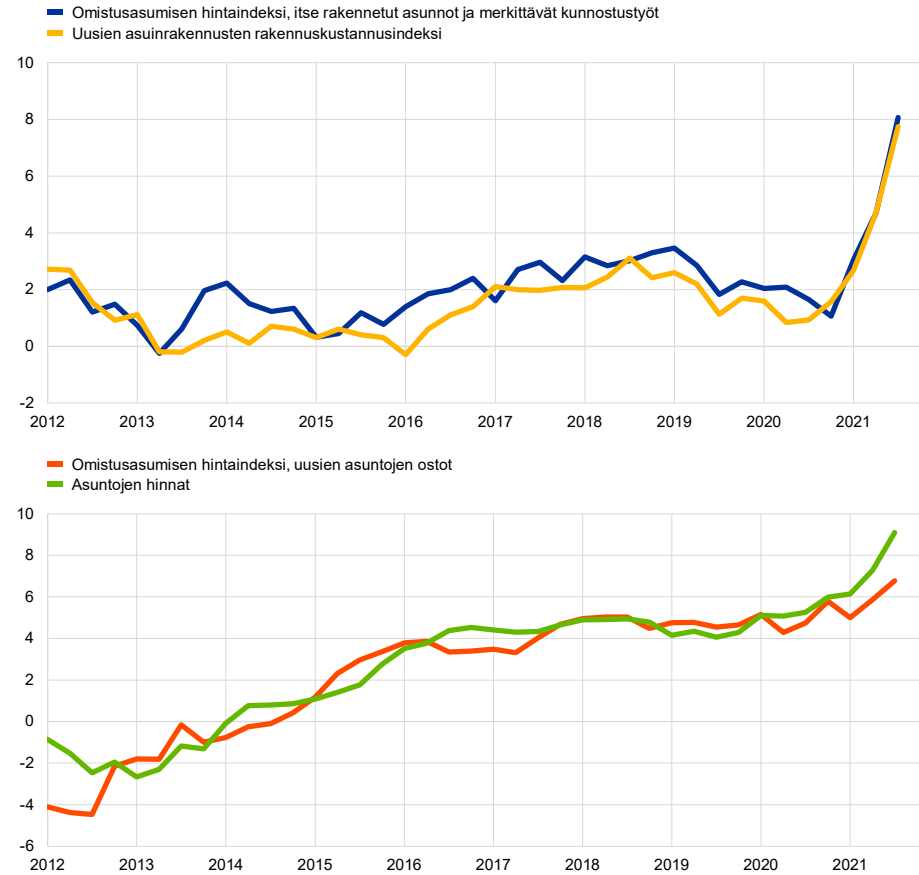
Huom. Selitystekstien suluissa olevat luvut viittaavat kunkin aluerän painoon omistusasumisen hintaindeksissä vuonna 2021. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä.

Joillakin yksittäisillä alerillä on kiinteä yhteys rakennuskustannuksiin ja asuntojen hintoihin. Esimerkiksi ”itse rakennettujen asuntojen ja merkittävien kunnostustöiden” vuotuinen kasvuvauhti korreloi vahvasti lyhyen aikavälin yrittäjätilastoista ilmenevien rakennuskustannusten kanssa (kuvion C ylempi kohta). Vastaavasti ”merkittävien korjaustöiden ja kunnossapidon” aluerän hintakehitys myötäilee vahvasti YKHI-sarjan ”asunnon huoltoon ja korjaukseen liittyvät palvelut” kehitystä. Samaan aikaan ”uusien asuntojen ostojen” kehitys korreloi läheisesti asuinkiinteistöjen hintojen kehityksen kanssa (kuvion C alempi kohta).

Kuvio C

Omistusasumisen hintaindeksin alaerien ja muiden indeksien väliset korrelaatiot

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2021 kolmannelta neljännekseltä.

Kaiken kaikkiaan lisäanalyysit ovat tarpeen, jotta voidaan arvioida omistusasumisen hintaindeksin ja sen alaerien käyttäytymistä ajan mittaan.⁵⁴

Eryityisesti niiden eri korrelaatioiden parempi ymmärtäminen auttaa muun muassa kehittämään tapoja tehdä pikaennusteita (ja muita ennusteita) kustannusindeksin kehityksestä (jos esimerkiksi tietoja tietyistä korrelaateista tulisi saataville nopeammin kuin kustannusindeksin sadan arkipäivän julkaisuviiveellä).

⁵⁴ Ks. myös Talouskatsauksen 7/2021 artikkeli ”The euro area housing market during the COVID-19 pandemic” sekä Talouskatsauksen 7/2018 artikkeli ”The state of the housing market in the euro area”.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2.9	2.3	1.7	-0.2	6.0	1.6	2.1	2.2	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.2	-3.4	-9.4	-4.5	2.3	-6.4	1.4	1.8	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2021	.	5.6	7.5	1.7	8.1	5.3	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2021 Q1	0.6	1.5	-1.2	-0.5	0.3	-0.1	1.9	1.8	1.9	0.6	-0.5	0.0	1.1
Q2	0.4	1.6	5.6	0.6	1.3	2.2	3.7	2.8	4.8	2.0	-0.8	1.1	1.8
Q3	1.8	0.6	1.0	-0.7	0.7	2.3	4.4	3.2	5.3	2.8	-0.2	0.8	2.8
Q4	.	1.7	1.0	1.3	1.6	0.3	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6
2021 Sep.	-	-	-	-	-	-	4.6	3.2	5.4	3.1	0.2	0.7	3.4
Oct.	-	-	-	-	-	-	5.2	3.6	6.2	4.2	0.1	1.5	4.1
Nov.	-	-	-	-	-	-	5.9	3.9	6.8	5.1	0.6	2.3	4.9
Dec.	-	-	-	-	-	-	6.6	4.6	7.0	5.4	0.8	1.5	5.0
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	7.5	5.5	0.5	0.9	5.1
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	5.8

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.4	-0.4	-0.5
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.2	-4.5	-4.0
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.4	9.6	13.3
2021 Q1	54.3	59.3	49.1	48.4	52.3	49.9	53.8	54.5	50.3	4.4	1.9	7.2
Q2	57.5	65.3	61.9	49.6	53.0	56.8	53.9	58.8	52.9	1.8	1.6	2.1
Q3	53.0	56.8	56.3	47.4	50.6	58.4	51.7	53.4	50.3	-1.1	-0.4	-1.8
Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.0	2.1	1.8
2021 Sep.	52.8	55.0	54.9	47.9	51.4	56.2	51.4	53.2	50.1	-1.1	-0.4	-1.8
Oct.	54.7	57.6	57.8	50.7	51.5	54.2	51.2	55.9	49.7	-0.4	-0.5	-0.2
Nov.	54.7	57.2	57.6	53.3	51.2	55.4	52.3	55.6	50.7	0.1	0.3	-0.1
Dec.	54.6	57.0	53.6	52.5	53.0	53.3	53.3	55.0	50.7	2.0	2.1	1.8
2022 Jan.	51.0	51.1	54.2	49.9	50.1	52.3	50.7	51.0	49.0	.	.	.
Feb.	53.1	55.9	59.9	45.8	50.1	55.5	51.4	53.6	50.1	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA) ³⁾	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.48	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2021 Aug.	-0.57	-0.48	-0.56	-0.55	-0.53	-0.50	0.12	-0.10
Sep.	-0.57	-0.49	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.12	-0.08
Oct.	-0.57	-0.49	-0.56	-0.55	-0.53	-0.48	0.13	-0.08
Nov.	-0.57	-0.49	-0.57	-0.57	-0.53	-0.49	0.16	-0.09
Dec.	-0.58	-0.49	-0.60	-0.58	-0.54	-0.50	0.21	-0.08
2022 Jan.	-0.58	-	-0.56	-0.56	-0.53	-0.48	0.25	-0.03
Feb.	-0.58	-	-0.55	-0.53	-0.48	-0.34	0.43	-0.02

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

3) The European Money Markets Institute discontinued EONIA on 3 January 2022.

2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2021 Aug.	-0.68	-0.73	-0.77	-0.68	-0.39	0.34	1.24	0.56	-0.79	-0.79	-0.43	0.16
Sep.	-0.71	-0.73	-0.72	-0.54	-0.17	0.56	1.41	0.78	-0.74	-0.66	-0.16	0.46
Oct.	-0.74	-0.69	-0.62	-0.37	-0.07	0.62	1.43	0.45	-0.63	-0.46	0.03	0.34
Nov.	-0.90	-0.85	-0.82	-0.64	-0.35	0.50	1.23	0.49	-0.81	-0.73	-0.30	0.07
Dec.	-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 Jan.	-0.70	-0.66	-0.57	-0.27	0.03	0.69	1.00	0.37	-0.59	-0.36	0.17	0.40
Feb.	-0.73	-0.68	-0.54	-0.11	0.22	0.90	0.81	0.44	-0.56	-0.21	0.42	0.59

Source: ECB calculations.

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

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

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021 Aug.	468.5	4,177.0	1,014.5	303.3	191.9	91.6	169.0	865.0	938.2	380.0	303.6	922.1	4,454.2	27,692.7
Sep.	465.5	4,158.3	993.9	295.0	188.1	93.9	169.0	863.3	969.5	371.3	294.8	917.5	4,449.6	29,893.6
Oct.	461.4	4,132.2	976.8	294.4	185.0	101.7	175.8	836.1	925.6	367.5	285.7	897.1	4,460.7	28,586.2
Nov.	478.7	4,306.4	1,020.6	311.7	191.9	100.4	176.9	859.8	1,002.3	380.2	286.3	933.0	4,668.9	29,370.6
Dec.	469.1	4,207.9	1,020.3	303.9	189.5	99.9	172.3	846.9	961.1	383.4	283.8	909.0	4,677.0	28,514.2
2022 Jan.	471.0	4,252.3	1,031.4	300.2	190.1	107.0	185.0	846.7	910.8	385.5	281.3	887.8	4,573.8	27,904.0
Feb.	452.7	4,084.1	978.2	285.0	180.8	107.8	185.6	805.7	823.6	374.5	286.1	863.7	4,436.0	27,066.5

Source: Refinitiv.

2 Financial developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					APRC ³⁾
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Feb.	0.01	0.35	0.23	0.66	5.01	15.75	5.10	5.25	5.87	1.98	1.30	1.48	1.27	1.32	1.59	1.31
Mar.	0.01	0.35	0.20	0.61	4.98	15.78	4.93	5.13	5.73	1.94	1.32	1.43	1.24	1.32	1.58	1.31
Apr.	0.01	0.35	0.21	0.62	4.89	15.76	5.20	5.18	5.80	1.98	1.32	1.49	1.27	1.31	1.60	1.31
May	0.01	0.34	0.18	0.57	4.88	15.77	5.21	5.32	5.95	2.04	1.31	1.43	1.26	1.31	1.61	1.32
June	0.01	0.34	0.16	0.59	4.89	15.72	5.21	5.16	5.78	1.94	1.31	1.43	1.26	1.30	1.60	1.32
July	0.01	0.34	0.19	0.58	4.78	15.69	5.37	5.25	5.86	1.97	1.34	1.45	1.27	1.30	1.61	1.32
Aug.	0.01	0.34	0.17	0.59	4.83	15.72	5.75	5.31	5.92	2.04	1.34	1.47	1.24	1.28	1.60	1.32
Sep.	0.01	0.34	0.18	0.57	4.90	15.64	5.50	5.25	5.88	1.93	1.31	1.45	1.25	1.29	1.59	1.30
Oct.	0.01	0.34	0.19	0.58	4.81	15.91	5.61	5.21	5.85	2.00	1.32	1.47	1.26	1.30	1.60	1.31
Nov.	0.01	0.34	0.19	0.57	4.81	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.60	4.74	15.89	5.13	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31
2022 Jan. ^(a)	0.01	0.35	0.20	0.57	4.80	15.78	5.59	5.27	5.86	1.96	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 Feb.	-0.01	-0.21	0.25	1.84	1.96	2.00	1.95	1.58	1.44	1.43	1.16	1.22	1.23	1.48
Mar.	-0.01	-0.11	0.22	1.82	1.91	1.96	2.01	1.56	1.45	1.40	1.09	0.71	1.23	1.39
Apr.	-0.01	-0.18	0.25	1.80	2.03	1.96	1.98	1.56	1.44	1.40	1.31	1.33	1.38	1.56
May	-0.01	-0.23	0.19	1.79	1.86	1.95	2.04	1.57	1.45	1.42	1.16	1.17	1.27	1.46
June	-0.02	-0.31	0.27	1.83	1.88	1.97	2.02	1.55	1.43	1.54	1.20	1.13	1.24	1.46
July	-0.02	-0.31	0.13	1.72	1.81	2.14	1.99	1.58	1.43	1.37	1.27	1.32	1.16	1.48
Aug.	-0.03	-0.35	0.17	1.76	1.78	1.93	2.02	1.55	1.45	1.36	1.23	1.12	1.14	1.44
Sep.	-0.03	-0.35	0.15	1.78	1.80	1.99	2.00	1.51	1.43	1.34	1.27	1.25	1.28	1.49
Oct.	-0.03	-0.36	0.17	1.72	1.80	2.09	1.99	1.54	1.42	1.32	1.15	1.19	1.24	1.43
Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.69	1.80	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.39
Dec.	-0.03	-0.33	0.17	1.68	1.84	1.96	1.95	1.51	1.43	1.32	1.14	0.97	1.19	1.36
2022 Jan. ^(a)	-0.04	-0.32	0.21	1.68	1.91	1.94	2.01	1.52	1.41	1.38	1.13	1.24	1.29	1.43

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs (including Euro-system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro-system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2018	1,215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1,283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1,530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 July	1,543	478	151	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
Aug.	1,542	493	150	.	100	678	121	415	232	41	.	25	93	25
Sep.	1,574	507	144	.	100	697	127	475	220	45	.	39	124	46
Oct.	1,530	485	138	.	104	686	117	419	203	39	.	41	105	32
Nov.	1,528	498	138	.	98	680	113	427	223	44	.	31	102	27
Dec.	1,453	457	138	.	93	669	95	305	134	43	.	37	76	15
Long-term														
2018	15,747	3,687	3,167	.	1,244	7,022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16,314	3,817	3,402	.	1,319	7,152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17,288	3,892	3,208	.	1,457	8,006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 July	18,154	3,991	3,366	.	1,502	8,515	780	300	56	97	.	18	119	10
Aug.	18,184	3,990	3,361	.	1,500	8,554	779	136	27	35	.	4	66	3
Sep.	18,282	4,020	3,393	.	1,521	8,558	788	305	72	81	.	23	114	15
Oct.	18,369	4,038	3,464	.	1,526	8,553	787	293	64	102	.	22	92	13
Nov.	18,525	4,062	3,518	.	1,555	8,597	792	268	50	82	.	36	90	9
Dec.	18,503	4,055	3,516	.	1,546	8,590	796	178	45	76	.	8	42	7

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2018	16,962.6	4,190.1	3,337.1	.	1,316.0	7,445.8	673.5	7,030.2	465.0	1,099.2	5,466.0
2019	17,597.3	4,367.0	3,582.4	.	1,403.3	7,558.1	686.5	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1
2020	18,817.7	4,346.2	3,352.9	.	1,555.0	8,720.3	843.3	8,442.0	468.4	1,312.0	6,661.5
2021 July	19,696.8	4,469.4	3,517.0	.	1,602.8	9,202.8	904.7	9,902.6	559.2	1,526.8	7,816.5
Aug.	19,726.4	4,482.9	3,511.5	.	1,599.7	9,232.6	899.6	10,168.8	587.9	1,605.1	7,975.9
Sep.	19,856.0	4,526.9	3,537.4	.	1,621.3	9,255.6	914.9	9,908.8	597.2	1,616.8	7,694.8
Oct.	19,898.7	4,523.7	3,601.4	.	1,630.3	9,239.3	904.0	10,304.8	613.8	1,700.7	7,990.3
Nov.	20,052.5	4,560.3	3,655.9	.	1,653.0	9,277.6	905.7	10,020.9	566.5	1,618.3	7,836.0
Dec.	19,956.3	4,511.7	3,654.6	.	1,639.6	9,259.1	891.3	10,314.4	586.5	1,544.2	8,183.6
Growth rate											
2018	1.9	1.7	3.1	.	3.2	1.9	-4.3	0.7	0.3	2.4	0.3
2019	3.1	3.8	4.9	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0
2020	7.5	1.2	2.7	.	12.3	10.9	24.3	1.0	0.6	2.3	0.8
2021 July	4.6	0.3	5.2	.	3.8	6.1	10.1	2.2	2.1	5.8	1.5
Aug.	4.1	0.8	4.3	.	3.5	5.3	9.2	2.1	2.0	6.4	1.3
Sep.	4.1	1.0	4.5	.	3.8	5.0	8.6	2.2	2.0	6.7	1.4
Oct.	4.3	1.4	5.5	.	4.1	5.3	5.6	2.0	1.9	5.1	1.3
Nov.	5.1	2.2	7.0	.	4.9	5.7	5.3	1.9	2.0	5.6	1.1
Dec.	5.0	2.1	6.7	.	5.1	5.9	4.7	1.9	1.7	5.8	1.1

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98.1	93.1	92.9	88.7	77.5	87.0	115.4	92.4
2020	99.6	93.5	94.1	89.3	76.8	87.5	119.4	93.9
2021	99.6	93.4	94.5	.	.	.	120.8	94.2
2021 Q1	100.7	94.6	95.2	90.1	74.5	87.7	121.7	95.3
Q2	100.5	94.1	94.9	89.3	72.7	85.5	121.9	95.0
Q3	99.5	93.3	94.4	88.4	72.2	84.6	120.5	94.0
Q4	97.7	91.7	93.4	.	.	.	119.1	92.6
2021 Sep.	99.4	93.3	94.5	-	-	-	120.4	93.8
Oct.	98.4	92.3	93.7	-	-	-	119.5	93.1
Nov.	97.6	91.6	93.3	-	-	-	118.8	92.5
Dec.	97.1	91.1	93.3	-	-	-	119.0	92.3
2022 Jan.	96.6	91.1	92.5	-	-	-	118.6	92.3
Feb.	96.9	91.6	92.7	-	-	-	118.9	92.5
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2022 Feb.	0.3	0.4	0.2	-	-	-	0.3	0.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2022 Feb.	-3.8	-3.2	-2.6	-	-	-	-2.1	-2.8

Source: ECB.

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2021 Q1	7.808	7.572	26.070	7.437	361.206	127.806	4.546	0.874	4.8793	10.120	1.091	1.205
Q2	7.784	7.528	25.638	7.436	354.553	131.930	4.529	0.862	4.9240	10.141	1.098	1.206
Q3	7.626	7.497	25.500	7.437	353.871	129.763	4.566	0.855	4.9319	10.195	1.083	1.179
Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144
2021 Sep.	7.601	7.492	25.392	7.436	352.514	129.656	4.568	0.857	4.9471	10.171	1.086	1.177
Oct.	7.450	7.513	25.496	7.440	360.822	131.212	4.591	0.847	4.9480	10.056	1.071	1.160
Nov.	7.293	7.520	25.391	7.437	364.504	130.118	4.646	0.848	4.9494	10.046	1.052	1.141
Dec.	7.199	7.520	25.246	7.436	367.499	128.800	4.614	0.849	4.9492	10.273	1.041	1.130
2022 Jan.	7.192	7.525	24.470	7.441	358.680	130.009	4.552	0.835	4.9454	10.358	1.040	1.131
Feb.	7.196	7.534	24.437	7.441	356.970	130.657	4.549	0.838	4.9458	10.534	1.046	1.134
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2022 Feb.	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.5	0.5	-0.1	0.3	0.0	1.7	0.6	0.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2022 Feb.	-7.9	-0.5	-5.6	0.1	-0.3	2.5	1.2	-4.0	1.5	4.4	-3.6	-6.2

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2020 Q4	28,404.4	28,923.5	-519.1	11,051.2	9,359.9	10,737.8	12,825.4	-94.4	5,830.0	6,738.2	879.7	14,839.8
2021 Q1	29,716.7	30,252.6	-535.9	11,390.2	9,479.9	11,486.1	13,623.3	-132.1	6,123.2	7,149.4	849.4	15,477.1
Q2	30,235.9	30,621.4	-385.5	11,421.3	9,467.6	12,003.1	13,994.9	-123.6	6,066.0	7,158.9	869.0	15,367.0
Q3	30,985.5	31,256.9	-271.4	11,649.1	9,436.7	12,222.1	14,310.7	-92.6	6,204.5	7,509.5	1,002.4	15,733.0
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2021 Q3	257.6	259.8	-2.3	96.8	78.4	101.6	119.0	-0.8	51.6	62.4	8.3	130.8
<i>Transactions</i>												
2021 Q1	528.3	429.9	98.4	101.6	-7.3	266.3	178.5	6.0	157.6	258.7	-3.1	-
Q2	177.2	89.5	87.8	-28.7	-19.9	226.8	57.7	1.0	-28.4	51.7	6.5	-
Q3	369.7	288.4	81.3	49.0	-78.2	117.3	64.6	14.1	66.9	302.1	122.4	-
Q4	129.2	8.5	120.8	-14.6	-62.1	141.5	-60.7	31.8	-32.5	131.3	2.9	-
2021 July	190.5	152.7	37.7	34.9	-26.4	38.7	59.3	21.7	95.5	119.9	-0.3	-
Aug.	155.1	143.8	11.3	-10.2	-54.8	35.2	11.9	-8.3	16.6	186.7	121.9	-
Sep.	24.1	-8.1	32.2	24.2	3.0	43.5	-6.6	0.7	-45.2	-4.5	0.8	-
Oct.	262.9	251.3	11.6	14.9	-6.9	39.8	22.7	4.6	200.5	235.6	3.2	-
Nov.	115.6	76.1	39.5	42.2	31.9	54.3	-40.1	21.0	-2.5	84.4	0.6	-
Dec.	-249.3	-319.0	69.7	-71.6	-87.1	47.3	-43.3	6.2	-230.4	-188.7	-0.8	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2021 Dec.	1,204.5	816.2	388.2	107.3	-167.6	752.0	240.1	53.0	163.6	743.7	128.7	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2021 Dec.	9.8	6.7	3.2	0.9	-1.4	6.1	2.0	0.4	1.3	6.1	1.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
	1	2	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2019	11,984.2	11,578.1	6,378.5	2,456.5	2,654.2	1,253.6	770.6	623.0	89.0	406.0	5,766.1	5,360.1
2020	11,405.6	10,982.1	5,905.3	2,572.4	2,497.0	1,216.4	682.6	591.1	7.3	423.5	5,177.3	4,753.8
2021	12,255.5	11,756.0	6,248.8	2,709.6	2,694.1	1,362.9	759.2	564.5	103.5	499.5	6,063.9	5,564.3
2021 Q1	2,945.9	2,808.9	1,471.5	661.7	648.2	325.2	186.6	134.6	27.6	137.0	1,407.0	1,269.9
Q2	3,018.4	2,888.8	1,533.6	675.0	664.4	337.8	189.3	135.5	15.8	129.7	1,476.6	1,347.0
Q3	3,122.9	2,990.2	1,614.4	682.8	671.4	344.5	187.7	137.2	21.7	132.6	1,542.4	1,409.7
Q4	3,157.9	3,058.8	1,626.7	690.6	703.8	351.8	193.4	156.7	37.7	99.1	1,632.1	1,533.0
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100.0	95.9	51.0	22.1	22.0	11.1	6.2	4.6	0.8	4.1	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q1	-0.1	-0.2	-2.3	-0.5	0.1	0.6	2.3	-3.7	-	-	1.3	1.2
Q2	2.2	2.3	3.9	2.3	1.3	1.8	0.5	1.0	-	-	2.8	3.1
Q3	2.3	2.1	4.5	0.3	-0.9	-0.9	-1.8	0.1	-	-	1.7	1.4
Q4	0.3	0.9	-0.6	0.5	3.5	0.6	2.1	12.5	-	-	2.9	4.6
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	2.5	1.3	1.8	6.8	3.3	1.8	22.3	-	-	2.7	4.7
2020	-6.4	-6.2	-7.9	1.1	-7.0	-4.6	-11.9	-5.8	-	-	-9.1	-9.0
2021	5.3	4.2	3.5	3.8	4.3	6.4	9.8	-6.5	-	-	10.9	8.7
2021 Q1	-0.9	-3.6	-5.6	2.6	-5.9	2.7	7.3	-31.4	-	-	0.1	-5.6
Q2	14.6	12.2	12.3	7.9	18.6	19.5	30.5	3.6	-	-	26.7	21.8
Q3	4.0	3.7	2.9	2.6	3.0	3.0	2.4	3.7	-	-	10.6	10.6
Q4	4.6	5.2	5.4	2.5	4.0	2.1	3.0	9.6	-	-	9.0	10.7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q1	-0.1	-0.2	-1.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	1.0	0.1	-	-
Q2	2.2	2.2	1.9	0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	-0.5	0.0	-	-
Q3	2.3	2.0	2.3	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.2	-	-
Q4	0.3	0.8	-0.3	0.1	0.7	0.1	0.1	0.6	0.3	-0.6	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1.6	2.4	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.1	-0.8	-	-
2020	-6.4	-6.0	-4.2	0.2	-1.5	-0.5	-0.8	-0.3	-0.5	-0.4	-	-
2021	5.3	4.2	1.9	0.9	1.0	0.7	0.6	-0.3	0.4	1.4	-	-
2021 Q1	-0.9	-3.5	-2.9	0.6	-1.4	0.3	0.4	-2.1	0.2	2.6	-	-
Q2	14.6	11.9	6.4	1.9	3.9	2.0	1.7	0.2	-0.3	2.7	-	-
Q3	4.0	3.5	1.5	0.6	0.6	0.3	0.1	0.2	0.8	0.5	-	-
Q4	4.6	4.9	2.8	0.6	0.9	0.2	0.2	0.5	0.7	-0.3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2019	10,742.5	178.3	2,101.5	560.9	2,041.4	531.7	478.8	1,205.1	1,249.8	2,025.5	369.4	1,241.7
2020	10,275.9	177.1	1,971.7	552.6	1,801.0	545.3	471.1	1,211.7	1,168.1	2,054.6	322.8	1,129.7
2021	10,991.5	186.1	2,168.5	603.3	1,994.8	584.8	476.2	1,246.6	1,257.8	2,142.3	331.1	1,264.0
2021 Q1	2,652.3	44.6	531.6	146.2	456.7	141.4	119.3	307.5	303.7	523.9	77.5	293.6
Q2	2,705.9	45.8	535.3	150.3	480.8	144.7	118.9	309.5	308.9	530.8	80.8	312.5
Q3	2,794.1	47.1	545.7	150.3	521.9	146.5	119.0	312.3	320.2	543.0	88.0	328.8
Q4	2,825.6	48.7	557.9	154.8	533.4	151.0	118.6	313.2	325.4	539.2	83.2	332.3
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100.0	1.7	19.7	5.5	18.1	5.3	4.3	11.3	11.4	19.5	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q1	0.1	-3.6	1.0	-1.2	-0.9	2.1	1.0	0.0	0.6	0.1	-0.5	-2.3
Q2	1.9	0.8	0.5	1.8	4.4	1.7	0.5	0.8	1.8	1.8	5.7	5.0
Q3	2.5	-0.7	0.4	-0.8	7.3	1.5	-0.4	0.7	3.1	1.6	11.1	0.4
Q4	0.1	1.4	0.0	1.1	0.2	2.8	0.2	0.1	1.1	-1.1	-3.3	1.6
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	1.6	0.2	2.0	2.5	5.7	0.3	1.5	1.8	1.1	1.7	1.6
2020	-6.4	-0.1	-6.8	-5.3	-13.7	1.2	-0.8	-0.8	-7.9	-3.0	-17.1	-6.4
2021	5.3	-1.7	7.8	5.0	7.5	6.6	2.0	1.7	6.7	3.6	2.6	6.1
2021 Q1	-1.2	-1.3	3.6	0.6	-7.9	3.5	1.5	0.3	-2.3	0.7	-16.4	1.2
Q2	14.4	-0.7	22.0	18.5	23.1	10.9	4.7	3.7	16.4	9.8	15.1	16.1
Q3	4.1	-2.6	5.7	1.7	7.1	4.1	0.8	1.2	7.2	1.9	3.2	3.3
Q4	4.6	-2.2	1.9	0.9	11.3	8.3	1.2	1.6	6.8	2.4	12.9	4.7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q1	0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q2	1.9	0.0	0.1	0.1	0.8	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.2	-
Q3	2.5	0.0	0.1	0.0	1.3	0.1	0.0	0.1	0.4	0.3	0.3	-
Q4	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1.6	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.4	0.0	-1.3	-0.3	-2.6	0.1	0.0	-0.1	-0.9	-0.6	-0.6	-
2021	5.3	0.0	1.6	0.3	1.4	0.4	0.1	0.2	0.8	0.8	0.1	-
2021 Q1	-1.2	0.0	0.7	0.0	-1.5	0.2	0.1	0.0	-0.3	0.1	-0.6	-
Q2	14.4	0.0	4.1	1.0	3.8	0.6	0.2	0.5	1.8	2.0	0.4	-
Q3	4.1	0.0	1.1	0.1	1.3	0.2	0.0	0.1	0.8	0.4	0.1	-
Q4	4.6	0.0	0.4	0.0	2.0	0.4	0.1	0.2	0.8	0.5	0.4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
	1	Employees 2	Self-employed 3	Agriculture, forestry and fishing 4	Manufacturing, energy and utilities 5	Construction 6	Trade, transport, accommodation and food services 7	Information and communication 8	Finance and insurance 9	Real estate 10	Professional, business and support services 11	Public administration, education, health and social work 12	Arts, entertainment and other services 13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.1	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.2	24.5	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.2	13.8	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.1	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.3	1.5	0.2	-2.4	1.1	2.5	1.5	3.3	0.0	1.7	1.4	1.4	0.4
2020	-1.5	-1.5	-1.7	-2.3	-1.9	0.8	-3.7	1.5	-0.6	-0.3	-2.4	0.9	-3.0
2021	1.1	1.4	-0.3	0.3	-0.4	3.0	0.0	4.5	0.2	0.6	2.5	2.1	-0.2
2021 Q1	-1.7	-1.7	-1.5	-0.5	-2.3	1.5	-5.4	2.2	-0.7	0.9	-1.7	1.4	-4.0
Q2	2.0	2.4	-0.2	2.5	-0.5	4.8	0.8	4.3	0.4	1.5	4.3	2.7	2.0
Q3	2.1	2.3	0.5	0.1	0.4	2.8	1.9	5.4	0.7	0.2	4.3	2.2	1.0
Q4	2.2	2.5	-0.1	-0.8	0.9	2.9	2.8	6.2	0.3	-0.1	3.4	2.0	0.6
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.9	3.1	2.4	1.0	13.9	21.7	6.1
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	14.9	6.9	24.2	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.7
2021	100.0	81.8	18.2	4.2	14.8	7.2	24.4	3.4	2.5	1.1	14.0	22.8	5.7
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.0	1.3	-0.2	-3.4	0.5	2.3	1.1	3.4	0.3	2.0	1.3	1.3	0.2
2020	-7.8	-7.0	-11.2	-2.5	-7.6	-6.3	-13.8	-1.8	-2.7	-6.8	-8.2	-2.0	-13.1
2021	5.3	5.0	6.5	1.7	4.5	8.8	6.1	6.7	2.2	6.3	6.8	3.8	5.1
2021 Q1	-2.6	-2.8	-1.3	1.6	-1.3	5.3	-10.7	2.2	0.8	2.7	-1.9	2.4	-7.8
Q2	16.7	15.2	23.9	7.0	15.1	25.7	24.6	11.1	5.7	19.0	18.6	8.8	25.2
Q3	3.2	3.5	1.8	-0.8	2.5	2.6	4.4	7.1	1.3	3.4	6.5	1.8	0.7
Q4	4.9	4.9	4.5	-0.7	2.5	4.0	10.2	6.2	0.8	1.6	5.3	1.9	6.7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0.3	-0.2	-0.4	-1.0	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.2
2020	-6.4	-5.6	-9.7	-0.2	-5.8	-7.0	-10.5	-3.2	-2.2	-6.5	-5.9	-2.8	-10.4
2021	4.1	3.6	6.9	1.4	4.9	5.6	6.1	2.1	2.0	5.6	4.2	1.7	5.3
2021 Q1	-0.9	-1.1	0.2	2.1	1.1	3.8	-5.6	-0.1	1.5	1.8	-0.2	1.0	-3.9
Q2	14.4	12.5	24.2	4.4	15.6	19.9	23.6	6.5	5.3	17.3	13.7	5.9	22.8
Q3	1.1	1.2	1.4	-0.9	2.1	-0.2	2.4	1.6	0.6	3.2	2.1	-0.4	-0.3
Q4	2.6	2.3	4.6	0.1	1.6	1.1	7.2	0.0	0.4	1.7	1.9	-0.1	6.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2019	163.492	3.5	12.430	7.6	3.3	10.062	6.8	2.368	16.3	6.349	7.3	6.081	8.0	2.2
2020	161.008	3.5	12.826	8.0	3.0	10.275	7.0	2.551	18.1	6.576	7.6	6.250	8.3	1.8
2021	.	.	12.608	7.7	.	10.164	6.8	2.444	16.8	6.409	7.4	6.199	8.1	2.4
2021 Q1	161.937	3.7	13.409	8.3	3.2	10.816	7.3	2.593	18.3	6.811	7.9	6.598	8.7	2.1
Q2	163.223	3.5	12.968	7.9	3.3	10.382	7.0	2.586	17.8	6.573	7.6	6.395	8.4	2.3
Q3	164.039	3.3	12.386	7.6	3.1	9.960	6.7	2.426	16.4	6.292	7.2	6.095	8.0	2.6
Q4	.	.	11.670	7.1	.	9.497	6.4	2.172	14.7	5.961	6.8	5.709	7.4	2.7
2021 Aug.	.	.	12.374	7.5	.	9.979	6.7	2.395	16.1	6.286	7.2	6.088	7.9	-
Sep.	.	.	12.064	7.3	.	9.742	6.5	2.322	15.6	6.144	7.0	5.920	7.7	-
Oct.	.	.	11.914	7.3	.	9.667	6.5	2.247	15.2	6.062	6.9	5.852	7.6	-
Nov.	.	.	11.656	7.1	.	9.476	6.3	2.180	14.8	5.940	6.8	5.716	7.4	-
Dec.	.	.	11.439	7.0	.	9.349	6.2	2.090	14.2	5.880	6.7	5.558	7.2	-
2022 Jan.	.	.	11.225	6.8	.	9.187	6.1	2.038	13.9	5.777	6.6	5.448	7.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services turnover ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	1	2	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods								Energy
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
2019	-1.1	-1.1	-2.5	-1.1	1.4	-1.7	2.2	2.4	1.0	3.7	0.8	2.9	1.8
2020	-7.9	-8.4	-7.2	-11.9	-4.2	-4.6	-5.8	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-8.6	-25.1
2021	7.8	8.5	9.5	8.5	8.0	1.5	4.9	5.1	1.1	7.7	9.4	13.1	-3.1
2021 Q1	4.7	5.1	4.9	8.7	1.3	-0.1	2.9	2.4	2.6	3.2	-5.1	-0.1	3.7
Q2	23.1	25.2	25.6	31.3	18.5	5.6	17.9	11.8	2.1	18.7	29.8	25.0	53.4
Q3	6.0	6.8	7.7	5.1	8.9	-0.8	0.7	2.5	0.2	4.1	3.5	13.0	-23.6
Q4	0.1	-0.1	1.9	-4.5	4.6	1.8	-0.2	4.0	-0.5	6.1	13.9	16.4	-25.0
2021 Aug.	5.6	6.7	6.9	4.8	9.4	-1.9	-2.6	1.4	-1.4	3.3	1.4	-	-24.7
Sep.	4.0	4.5	4.9	2.9	6.8	0.0	1.8	2.8	0.8	4.0	5.0	-	-24.0
Oct.	0.1	0.3	2.4	-2.4	1.5	-0.8	3.3	1.7	-1.1	3.0	9.1	-	-28.4
Nov.	-1.4	-1.9	2.0	-9.5	5.7	4.3	0.4	8.5	0.9	12.6	19.8	-	-21.6
Dec.	1.6	1.7	1.3	-1.0	7.0	1.8	-3.9	2.1	-1.1	3.4	13.8	-	-24.9
2022 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	7.8	-1.7	14.8	12.7	-	-10.0
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2021 Aug.	-1.6	-2.0	-1.3	-2.2	-2.2	0.6	-0.9	0.8	-0.7	2.3	-0.7	-	0.2
Sep.	-0.7	-0.8	-0.2	-1.5	0.4	1.4	0.8	-0.1	0.8	-1.4	1.0	-	1.7
Oct.	-1.5	-1.4	-0.1	1.2	-4.3	0.5	0.9	0.3	0.1	0.4	0.5	-	-1.9
Nov.	2.4	2.8	1.0	1.4	2.8	1.6	-0.2	1.1	0.2	1.8	-1.7	-	0.5
Dec.	1.2	1.1	0.5	2.6	0.5	-0.8	-4.0	-2.7	0.5	-4.9	0.1	-	2.4
2022 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	0.2	0.0	0.2	-1.3	-	-5.4

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

1) Including wholesale trade.

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98.8	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.3	-5.1	81.9	-6.9	6.7	-0.5	10.8	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.0	-14.3	73.9	-14.3	-7.4	-12.9	-16.5	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.1	9.5	81.7	-7.6	3.4	-2.5	7.1	87.6	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q1	94.6	-2.4	79.8	-13.7	-5.7	-16.6	-14.7	85.9	58.4	58.5	46.9	49.9
Q2	113.2	11.8	82.6	-5.5	4.4	0.7	10.5	87.3	63.1	62.7	54.7	56.8
Q3	116.8	14.2	82.4	-4.6	5.7	3.5	16.9	88.5	60.9	58.6	58.4	58.4
Q4	115.7	14.4	82.0	-6.7	9.2	2.2	15.7	88.6	58.2	53.6	54.5	54.3
2021 Sep.	116.4	14.2	-	-4.0	7.5	1.4	15.1	-	58.6	55.6	56.4	56.2
Oct.	117.2	14.4	82.0	-4.9	8.7	1.9	18.0	89.0	58.3	53.3	54.6	54.2
Nov.	116.2	14.3	-	-6.8	9.0	3.7	18.2	-	58.4	53.8	55.9	55.4
Dec.	113.8	14.6	-	-8.4	10.1	1.1	10.9	-	58.0	53.8	53.1	53.3
2022 Jan.	112.7	13.9	81.9	-8.5	8.1	3.7	9.1	88.1	58.7	55.4	51.1	52.3
Feb.	114.0	14.0	-	-8.8	9.9	5.4	13.0	-	58.2	55.5	55.5	55.5

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving ratio (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12.5	93.0	1.9	1.9	6.2	2.5	4.6	35.5	5.9	75.3	2.0	7.7	1.5
2019	13.1	93.3	1.9	2.7	3.8	6.0	4.0	35.3	6.3	74.9	2.0	7.9	1.8
2020	19.4	96.1	-0.6	4.1	-3.5	4.6	3.9	31.3	4.5	82.0	3.3	-14.5	2.0
2020 Q4	19.4	96.1	0.2	4.1	1.9	4.6	3.9	31.3	4.5	82.0	3.3	-20.7	2.0
2021 Q1	20.6	96.6	-0.4	4.6	11.0	6.9	3.9	32.4	5.9	83.2	4.0	-10.6	2.2
Q2	19.0	96.7	3.2	4.1	31.1	5.9	4.3	34.3	7.6	80.6	4.5	19.1	2.3
Q3	18.5	97.0	0.8	3.9	16.9	6.6	5.6	34.5	8.1	79.8	4.6	14.7	2.5

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

3 Economic activity

3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q1	1,048.5	952.9	95.6	601.5	501.1	226.9	202.9	189.7	174.5	30.4	74.5	15.6	12.4
Q2	1,071.5	992.1	79.4	617.9	536.3	233.4	208.7	190.3	174.9	29.9	72.3	18.3	11.5
Q3	1,109.5	1,040.8	68.7	626.3	554.4	249.5	234.4	191.9	176.6	41.8	75.3	30.7	13.2
Q4	1,152.9	1,086.7	66.2	668.0	625.3	273.1	213.8	179.2	171.9	32.6	75.6	59.9	44.8
2021 July	371.7	340.8	30.9	210.4	182.7	82.1	74.4	64.1	59.6	15.1	24.1	12.5	5.3
Aug.	368.8	354.0	14.8	207.8	185.5	82.4	83.4	63.7	60.2	14.9	25.0	8.0	3.3
Sep.	369.0	346.0	23.0	208.1	186.3	85.0	76.6	64.1	56.8	11.8	26.2	10.2	4.6
Oct.	376.0	356.0	20.0	215.2	199.0	90.8	72.7	58.9	58.9	11.1	25.4	8.6	4.3
Nov.	390.7	367.1	23.6	226.0	210.7	93.3	70.4	60.7	60.1	10.6	25.8	5.7	3.7
Dec.	386.2	363.6	22.6	226.8	215.6	89.0	70.7	59.5	52.9	10.9	24.4	45.6	36.9
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2021 Dec.	4,382.3	4,072.5	309.8	2,513.6	2,217.2	982.9	859.8	751.1	697.8	134.7	297.7	124.5	81.9
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2021 Dec.	35.8	33.3	2.5	20.5	18.1	8.0	7.0	6.1	5.7	1.1	2.4	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			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>													
2021 Q1	0.7	0.4	581.7	280.6	115.1	174.2	486.9	512.2	284.3	91.5	129.7	382.8	47.1
Q2	34.4	34.0	596.2	291.4	116.9	177.4	493.6	558.8	324.2	92.3	136.1	405.4	53.6
Q3	13.6	22.8	607.5	305.1	118.4	171.6	501.7	580.5	344.7	93.7	135.3	415.3	58.8
Q4	12.0	31.1	632.9	.	.	.	521.2	643.6	.	.	.	446.6	.
2021 July	12.1	18.1	202.0	99.4	40.8	57.6	167.3	189.2	112.6	30.6	43.8	135.0	19.7
Aug.	19.5	29.1	203.0	103.2	39.2	56.7	167.0	194.4	115.4	31.7	45.3	140.3	19.6
Sep.	10.2	21.7	202.5	102.5	38.5	57.3	167.3	197.0	116.7	31.4	46.2	139.9	19.5
Oct.	7.4	24.7	207.3	104.3	37.5	60.6	170.7	206.5	124.6	30.6	47.5	143.2	23.0
Nov.	14.5	32.0	213.5	107.5	38.6	62.9	175.3	215.3	131.0	31.6	49.9	149.9	25.1
Dec.	14.1	36.7	212.2	.	.	.	175.2	221.9	.	.	.	153.6	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q1	0.8	0.2	104.5	108.5	100.8	101.5	103.8	104.8	103.2	112.6	105.4	108.2	85.8
Q2	29.3	20.4	104.7	109.2	101.7	101.8	103.4	109.8	110.5	113.8	108.5	112.2	85.1
Q3	4.4	5.4	103.5	109.7	100.9	96.5	102.0	108.1	109.1	112.3	104.9	110.8	84.9
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 June	19.2	16.0	104.4	110.2	100.1	100.3	103.1	109.3	109.4	114.5	108.2	112.2	83.7
July	4.9	3.2	104.3	109.1	104.7	97.6	103.2	107.0	108.7	110.0	103.5	108.9	85.9
Aug.	9.1	11.3	103.3	110.8	100.0	95.3	101.4	108.8	109.6	115.1	105.2	112.5	85.9
Sep.	0.1	2.5	102.8	109.4	97.9	96.6	101.4	108.5	109.0	112.0	105.9	110.9	82.8
Oct.	-2.9	2.8	104.1	109.6	94.9	101.4	102.8	110.7	112.4	106.0	108.2	111.8	89.8
Nov.	3.1	9.1	106.2	112.1	98.0	103.1	104.7	114.4	118.0	107.5	111.7	115.3	95.4

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q1	105.8	1.1	1.2	0.8	1.3	1.2	0.4	-0.7	1.1	6.5	0.5	1.0	1.4
Q2	107.4	1.8	0.9	2.5	0.9	0.6	0.3	1.6	-0.1	3.7	0.3	1.8	2.4
Q3	108.0	2.8	1.4	4.1	1.2	1.2	0.7	0.7	1.4	4.3	0.6	2.7	3.5
Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.6	0.9	1.1	0.0	9.1	1.0	4.6	5.1
2021 Sep.	108.5	3.4	1.9	4.6	1.7	0.2	0.2	0.3	-0.5	1.4	0.4	3.3	3.6
Oct.	109.4	4.1	2.0	5.5	2.1	0.7	0.3	-0.2	0.0	5.6	0.3	4.0	4.6
Nov.	109.9	4.9	2.6	6.3	2.7	0.7	0.2	0.8	0.3	2.9	0.5	4.8	5.2
Dec.	110.4	5.0	2.6	6.8	2.4	0.3	0.5	0.9	0.4	0.4	0.1	4.9	5.6
2022 Jan.	110.7	5.1	2.3	7.1	2.3	1.1	0.5	0.8	0.7	6.2	0.2	4.9	6.3
Feb. ³⁾	111.7	5.8	2.7	.	2.5	0.7	0.6	0.8	0.6	3.3	0.2	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4
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
2021 Q1	1.3	1.2	1.7	0.5	0.9	-0.6	1.3	1.2	1.1	-0.4	1.4	1.5
Q2	0.6	0.8	-0.2	3.6	0.8	12.0	1.4	1.3	0.8	-0.1	0.5	1.6
Q3	1.9	1.7	2.5	5.4	1.8	15.8	1.4	1.1	2.4	0.7	1.1	1.6
Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7
2021 Sep.	2.0	1.9	2.6	6.1	2.1	17.6	1.5	1.2	3.3	0.6	1.9	1.5
Oct.	1.9	2.1	1.4	7.6	2.0	23.7	1.6	1.2	3.6	1.5	2.3	1.7
Nov.	2.2	2.3	1.9	8.8	2.4	27.5	1.6	1.1	4.4	1.0	3.8	1.7
Dec.	3.2	2.8	4.7	8.9	2.9	25.9	1.6	1.1	4.0	1.0	3.3	1.8
2022 Jan.	3.5	3.0	5.2	9.3	2.1	28.8	1.7	1.2	3.1	0.0	3.8	1.6
Feb. ³⁾	4.1	3.5	6.1	.	3.0	31.7	.	.	.	.	.	.

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.

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	1.9	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	1.2	5.4	1.7
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	.	.	.
2021 Q1	105.9	2.1	1.3	1.4	2.7	1.0	0.0	-0.7	0.7	3.8	2.7	6.1	-1.6
Q2	109.4	9.2	6.8	4.7	9.0	1.7	1.8	1.8	1.2	23.7	4.7	7.3	-4.3
Q3	115.6	14.0	9.3	7.5	14.1	3.0	2.8	2.9	2.1	34.3	7.7	9.1	.
Q4	127.2	24.0	12.3	9.6	18.0	4.3	3.9	3.9	3.0	67.5	.	.	.
2021 Aug.	115.0	13.5	9.2	7.5	14.3	3.1	2.8	2.9	2.2	32.0	-	-	-
Sep.	118.1	16.1	10.4	8.1	15.3	3.6	3.0	3.1	2.3	40.8	-	-	-
Oct.	124.5	21.9	11.9	9.0	16.9	4.0	3.4	3.2	2.7	62.4	-	-	-
Nov.	126.7	23.7	12.7	9.8	18.3	4.4	3.9	3.9	3.1	66.1	-	-	-
Dec.	130.5	26.3	12.3	10.1	18.7	4.7	4.5	4.7	3.2	73.8	-	-	-
2022 Jan.	137.3	30.6	13.9	11.7	20.2	5.7	6.1	6.3	4.8	85.6	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2019	105.3	1.7	1.5	1.1	1.8	2.3	0.8	0.3	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3
2020	107.1	1.7	1.2	0.5	3.6	1.2	-1.3	-2.6	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.2	2.0	2.7	2.2	1.4	3.4	5.5	7.6	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1
2021 Q1	108.1	1.5	1.5	1.1	2.5	1.2	1.0	0.9	50.4	18.3	9.2	27.3	14.1	5.5	24.6
Q2	108.4	0.6	1.5	1.5	-1.3	2.7	4.5	7.1	57.0	38.3	20.2	56.4	35.7	20.5	54.4
Q3	109.7	2.8	3.6	2.6	2.7	4.7	7.1	9.7	61.9	31.0	26.1	35.4	32.3	28.2	36.7
Q4	110.6	3.0	4.2	3.7	2.0	5.3	9.8	13.0	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0
2021 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.4	26.8	23.5	29.9	29.9	27.1	33.0
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	72.1	33.3	26.6	39.7	34.0	26.3	42.7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70.8	29.8	31.0	28.7	33.4	35.7	30.8
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	65.7	29.1	32.3	26.4	33.7	38.0	29.4
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	75.5	29.1	29.5	28.7	33.3	34.8	31.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	84.4	29.5	31.7	27.7	32.4	34.3	30.4

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

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

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

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.6	-	-4.5	32.3	56.7	56.3	-	49.7
2019	4.3	7.3	9.1	7.5	18.2	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-1.1	1.6	-0.8	-5.7	10.9	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.1	22.8	9.4	18.6	28.7	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q1	10.9	4.9	-1.8	-3.5	8.2	74.0	54.0	56.5	48.6
Q2	30.2	18.1	8.5	16.2	20.4	85.9	60.1	68.2	53.1
Q3	37.0	27.8	12.3	26.3	35.0	87.7	63.8	70.3	55.1
Q4	46.5	40.6	18.5	35.5	51.3	88.4	69.5	72.1	56.9
2021 Sep.	38.4	30.4	13.1	25.0	39.3	86.9	65.2	70.4	55.1
Oct.	42.3	36.7	16.5	32.9	46.3	89.5	67.5	72.6	55.8
Nov.	49.3	44.1	19.7	37.8	52.5	88.9	71.4	73.7	57.8
Dec.	48.0	40.9	19.3	35.7	55.2	86.7	69.6	70.2	57.2
2022 Jan.	47.4	42.6	21.0	37.1	57.9	83.5	70.9	72.7	57.9
Feb.	49.8	47.4	22.3	38.1	62.7	82.0	72.2	71.7	58.8

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2019	106.9	2.4	2.6	2.0	2.4	2.5	2.2
2020	110.3	3.1	3.7	1.0	2.8	3.8	1.8
2021	.	.	.	.	.	.	1.5
2021 Q1	104.8	1.5	2.3	-1.1	1.2	2.0	1.4
Q2	116.0	-0.1	-0.5	1.2	-0.9	1.8	1.8
Q3	107.6	2.5	2.3	3.0	2.4	2.6	1.4
Q4	.	.	.	.	.	.	1.5

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 for further details).

4 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2019	105.3	1.8	-0.9	2.3	1.8	0.7	0.9	1.8	2.5	2.4	2.6	2.0
2020	110.1	4.5	-1.6	3.0	4.5	6.4	0.8	0.2	1.6	5.5	6.5	13.5
2021	109.9	-0.1	5.0	-3.5	2.8	-1.3	2.2	0.9	4.3	0.3	0.3	1.6
2021 Q1	110.1	1.3	3.1	-3.9	5.6	2.3	0.9	1.1	3.7	2.9	2.8	14.6
Q2	109.0	-4.4	6.5	-11.0	-1.8	-7.0	1.2	-2.3	8.2	-2.7	-4.5	-2.4
Q3	109.9	1.4	6.0	-1.3	2.9	-0.2	4.8	2.9	3.0	0.5	2.4	0.4
Q4	110.8	1.0	4.6	2.1	4.4	-0.8	1.5	1.9	2.8	0.4	0.7	-5.9
Compensation per employee												
2019	107.4	2.1	3.2	1.4	1.4	1.6	3.2	2.2	2.4	2.8	2.3	3.3
2020	106.7	-0.7	0.5	-2.2	-1.8	-4.7	0.5	0.0	1.0	-0.4	2.4	-3.0
2021	111.0	4.0	3.0	4.4	4.8	6.2	4.2	2.8	5.5	4.4	1.8	4.4
2021 Q1	109.4	2.1	2.3	2.0	4.7	-0.5	2.2	3.4	3.1	2.4	2.0	-0.2
Q2	109.7	7.4	3.1	9.1	11.1	13.6	7.7	1.9	10.6	8.6	2.1	10.2
Q3	112.1	3.3	3.2	3.9	1.8	4.9	3.6	3.0	4.1	3.4	2.1	2.6
Q4	112.8	3.5	3.1	3.1	2.4	7.4	3.5	2.9	4.5	3.6	1.1	5.5
Labour productivity per person employed												
2019	102.0	0.3	4.1	-0.8	-0.5	0.9	2.4	0.3	-0.1	0.3	-0.3	1.3
2020	97.0	-4.9	2.2	-5.0	-6.0	-10.4	-0.3	-0.2	-0.5	-5.6	-3.8	-14.5
2021	101.0	4.2	-2.0	8.2	2.0	7.5	2.0	1.9	1.1	4.1	1.5	2.7
2021 Q1	99.3	0.8	-0.8	6.1	-0.9	-2.7	1.3	2.2	-0.6	-0.5	-0.8	-12.9
Q2	100.7	12.3	-3.1	22.6	13.1	22.1	6.4	4.3	2.2	11.6	6.9	12.9
Q3	102.0	1.9	-2.7	5.3	-1.1	5.1	-1.2	0.1	1.1	2.9	-0.3	2.2
Q4	101.8	2.4	-1.4	1.0	-1.9	8.3	2.0	0.9	1.7	3.3	0.4	12.2
Compensation per hour worked												
2019	107.4	2.3	3.7	1.9	1.7	2.0	3.1	1.8	2.1	2.8	2.4	3.7
2020	113.0	5.2	2.7	3.3	3.9	5.8	2.9	1.5	5.8	4.7	4.8	6.2
2021	113.4	0.4	0.7	-0.1	-0.2	0.6	2.3	1.0	1.3	0.8	0.5	0.2
2021 Q1	114.2	3.3	0.8	0.8	1.3	6.3	2.3	1.8	3.3	2.9	1.3	3.3
Q2	112.5	-4.5	-2.5	-4.5	-5.9	-6.2	1.8	-2.6	-0.3	-2.9	-2.8	-5.9
Q3	113.8	2.1	3.2	1.9	2.1	2.1	1.7	2.7	0.8	1.4	2.7	2.5
Q4	114.9	1.1	1.5	1.7	2.0	0.2	3.8	2.8	1.9	2.0	1.4	0.8
Hourly labour productivity												
2019	102.5	0.6	5.1	-0.3	-0.2	1.3	2.3	0.1	-0.4	0.4	-0.2	1.5
2020	104.1	1.5	2.4	0.8	1.1	0.1	3.0	2.0	6.4	0.3	-1.0	-4.6
2021	104.1	0.0	-3.4	3.1	-3.4	1.3	-0.1	-0.2	-4.3	-0.1	-0.2	-2.4
2021 Q1	104.7	1.7	-2.9	5.0	-4.5	3.1	1.4	0.7	-2.3	-0.4	-1.7	-9.3
Q2	104.2	-1.8	-7.2	6.0	-5.7	-1.2	-0.1	-0.9	-12.8	-1.9	0.9	-8.1
Q3	104.4	0.8	-1.7	3.1	-0.8	2.6	-2.8	-0.5	-2.1	0.7	0.1	2.5
Q4	104.6	-0.2	-1.5	-0.6	-3.0	1.0	2.0	0.5	0.0	1.4	0.5	5.8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Repos			Money market fund shares			Debt securities with a maturity of up to 2 years		
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts															
2019	1,222.4	7,721.9	8,944.3	1,069.7	2,364.2	3,433.9	12,378.2	79.3	528.8	-1.4	606.6	12,984.8			
2020	1,360.8	8,886.2	10,247.0	1,034.9	2,450.1	3,485.0	13,731.9	101.5	636.5	-0.7	737.3	14,469.2			
2021	1,464.7	9,796.5	11,261.2	927.5	2,507.6	3,435.1	14,696.4	117.6	658.5	16.4	792.5	15,488.9			
2021 Q1	1,392.9	9,137.6	10,530.4	991.4	2,477.0	3,468.4	13,998.9	109.3	617.9	15.8	743.1	14,741.9			
Q2	1,419.7	9,350.5	10,770.2	936.3	2,489.6	3,425.9	14,196.1	111.9	613.7	27.5	753.2	14,949.2			
Q3	1,444.6	9,617.8	11,062.4	903.2	2,493.4	3,396.6	14,458.9	120.6	600.9	38.7	760.2	15,219.1			
Q4	1,464.7	9,796.5	11,261.2	927.5	2,507.6	3,435.1	14,696.4	117.6	658.5	16.4	792.5	15,488.9			
2021 Aug.	1,435.9	9,519.2	10,955.2	914.2	2,487.1	3,401.3	14,356.5	112.8	617.9	36.9	767.5	15,124.0			
Sep.	1,444.6	9,617.8	11,062.4	903.2	2,493.4	3,396.6	14,458.9	120.6	600.9	38.7	760.2	15,219.1			
Oct.	1,451.8	9,664.4	11,116.2	927.0	2,495.7	3,422.7	14,539.0	133.7	618.9	39.5	792.0	15,331.0			
Nov.	1,459.9	9,698.3	11,158.1	928.9	2,499.4	3,428.3	14,586.5	126.1	644.5	40.7	811.3	15,397.8			
Dec.	1,464.7	9,796.5	11,261.2	927.5	2,507.6	3,435.1	14,696.4	117.6	658.5	16.4	792.5	15,488.9			
2022 Jan. ^(p)	1,481.9	9,816.3	11,298.2	951.8	2,512.7	3,464.4	14,762.6	131.2	610.1	30.2	771.5	15,534.2			
Transactions															
2019	57.7	604.8	662.5	-61.6	62.4	0.8	663.3	4.2	-4.1	-58.5	-58.3	605.0			
2020	138.4	1,250.1	1,388.5	-28.9	86.7	57.8	1,446.3	19.5	113.8	0.1	133.4	1,579.8			
2021	105.2	902.9	1,008.2	-118.4	67.2	-51.2	956.9	12.0	22.7	14.2	48.8	1,005.8			
2021 Q1	32.1	238.9	271.0	-47.1	28.5	-18.6	252.3	6.9	-18.6	18.1	6.4	258.7			
Q2	26.9	217.3	244.2	-54.0	12.6	-41.4	202.8	2.9	-3.6	11.7	11.0	213.8			
Q3	25.1	256.1	281.3	-34.4	11.7	-22.6	258.6	5.7	-12.9	10.0	2.8	261.4			
Q4	21.1	190.6	211.7	17.1	14.4	31.5	243.2	-3.5	57.7	-25.6	28.6	271.8			
2021 Aug.	8.5	81.1	89.5	-17.2	4.7	-12.5	77.0	-3.1	-0.1	1.0	-2.1	74.8			
Sep.	8.6	95.8	104.4	-12.1	6.2	-5.9	98.5	4.9	-17.0	0.9	-11.2	87.3			
Oct.	8.2	47.6	55.8	24.0	2.3	26.3	82.1	13.2	18.0	1.2	32.4	114.5			
Nov.	8.1	44.4	52.5	-5.0	3.6	-1.4	51.1	-8.1	25.6	-2.1	15.4	66.5			
Dec.	4.8	98.6	103.4	-1.9	8.5	6.6	110.0	-8.6	14.0	-24.6	-19.2	90.8			
2022 Jan. ^(p)	17.2	15.0	32.2	24.6	5.7	30.3	62.5	12.7	-48.3	14.1	-21.6	40.9			
Growth rates															
2019	5.0	8.5	8.0	-5.4	2.7	0.0	5.7	5.5	-0.8	-	-8.8	4.9			
2020	11.3	16.2	15.6	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.6	-	22.0	12.2			
2021	7.7	10.2	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.6	6.9			
2021 Q1	10.1	14.2	13.7	-7.8	4.9	0.9	10.2	-3.6	16.5	-	7.7	10.1			
Q2	9.0	12.2	11.8	-12.9	3.8	-1.4	8.3	13.5	8.5	-	10.6	8.4			
Q3	8.5	11.5	11.1	-15.5	3.2	-2.5	7.6	12.7	1.0	-	7.5	7.6			
Q4	7.7	10.2	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.6	6.9			
2021 Aug.	8.6	11.4	11.1	-12.7	3.3	-1.5	7.8	15.4	7.7	-	12.7	8.0			
Sep.	8.5	11.5	11.1	-15.5	3.2	-2.5	7.6	12.7	1.0	-	7.5	7.6			
Oct.	8.5	11.1	10.7	-12.3	2.9	-1.7	7.5	28.9	3.9	197.2	11.2	7.7			
Nov.	8.1	10.3	10.0	-11.0	2.6	-1.4	7.1	20.6	8.1	104.2	12.3	7.4			
Dec.	7.7	10.2	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.6	6.9			
2022 Jan. ^(p)	7.7	9.3	9.0	-6.6	2.6	-0.1	6.8	14.8	-3.8	85.3	0.6	6.4			

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2019	2,483.9	2,070.3	256.7	150.5	6.4	7,044.4	4,399.1	492.0	2,152.4	1.0	1,026.5	215.7	464.7
2020	2,980.7	2,527.3	309.9	140.3	3.2	7,659.1	4,960.7	437.3	2,260.3	0.9	1,097.0	234.6	501.2
2021	3,249.2	2,823.4	290.7	128.7	6.5	8,083.3	5,375.4	373.0	2,334.2	0.7	1,236.8	228.3	551.6
2021 Q1	3,052.8	2,604.9	300.1	140.4	7.5	7,821.2	5,108.9	422.1	2,289.2	0.9	1,133.2	217.0	491.1
Q2	3,092.1	2,656.2	290.7	136.8	8.5	7,914.1	5,202.6	407.1	2,303.7	0.7	1,164.8	222.5	494.6
Q3	3,160.5	2,736.3	283.8	130.9	9.6	8,020.8	5,314.2	388.9	2,317.1	0.7	1,210.6	227.4	515.6
Q4	3,249.2	2,823.4	290.7	128.7	6.5	8,083.3	5,375.4	373.0	2,334.2	0.7	1,236.8	228.3	551.6
2021 Aug.	3,128.9	2,707.2	282.4	130.7	8.7	7,988.4	5,282.3	394.6	2,310.8	0.7	1,187.0	227.1	501.9
Sep.	3,160.5	2,736.3	283.8	130.9	9.6	8,020.8	5,314.2	388.9	2,317.1	0.7	1,210.6	227.4	515.6
Oct.	3,188.1	2,758.2	292.7	128.9	8.2	8,040.3	5,332.5	383.5	2,323.3	1.0	1,244.7	239.2	508.5
Nov.	3,212.1	2,783.7	291.5	129.5	7.5	8,058.5	5,354.2	377.8	2,325.6	1.0	1,233.2	231.9	517.0
Dec.	3,249.2	2,823.4	290.7	128.7	6.5	8,083.3	5,375.4	373.0	2,334.2	0.7	1,236.8	228.3	551.6
2022 Jan. ^(p)	3,234.1	2,802.4	294.3	127.1	10.3	8,134.1	5,424.7	364.9	2,343.1	1.4	1,266.5	238.6	538.5
Transactions													
2019	149.5	167.0	-18.9	1.8	-0.4	396.1	361.2	-26.3	61.7	-0.5	25.1	9.8	29.3
2020	515.6	469.6	55.8	-6.8	-2.9	612.0	560.6	-53.8	105.3	0.0	142.6	20.4	36.7
2021	254.6	279.9	-21.3	-6.9	3.0	423.3	410.8	-65.0	77.6	-0.2	145.9	-8.3	48.2
2021 Q1	67.2	72.8	-10.0	0.1	4.2	160.6	146.0	-15.7	30.4	0.0	27.5	-18.2	-10.0
Q2	41.6	53.2	-9.2	-3.5	1.1	93.7	94.2	-14.9	14.5	-0.1	34.3	5.6	3.6
Q3	60.9	69.2	-8.0	-1.2	0.9	108.4	111.3	-18.3	15.5	-0.1	46.0	1.9	21.9
Q4	84.9	84.6	5.7	-2.3	-3.1	60.6	59.3	-16.0	17.2	0.1	38.0	2.3	32.7
2021 Aug.	18.8	21.0	-2.6	-0.5	0.8	44.8	44.4	-4.6	5.0	0.0	-0.5	-0.2	2.6
Sep.	26.2	24.9	0.5	0.1	0.8	33.4	33.0	-5.9	6.4	-0.1	22.9	-2.6	14.7
Oct.	28.0	22.6	8.8	-2.0	-1.4	19.7	18.4	-5.3	6.2	0.4	34.6	11.9	-7.1
Nov.	20.0	23.1	-2.8	0.5	-0.8	17.1	20.8	-5.8	2.2	-0.1	-1.6	-5.9	5.2
Dec.	36.8	38.9	-0.3	-0.7	-1.0	23.8	20.1	-4.9	8.8	-0.2	5.1	-3.7	34.5
2022 Jan. ^(p)	-12.3	-19.6	3.1	0.5	3.7	44.6	43.0	-6.4	7.4	0.7	28.8	10.0	-13.1
Growth rates													
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.5	6.0	8.9	-5.1	3.0	-35.6	2.5	4.8	6.7
2020	20.7	22.7	21.6	-4.5	-47.0	8.7	12.7	-10.9	4.9	-5.2	14.3	9.4	7.9
2021	8.5	11.0	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.6	13.2	-3.5	9.6
2021 Q1	17.9	19.6	15.2	-2.7	9.2	9.1	12.6	-10.4	5.9	40.9	4.6	-5.7	4.1
Q2	8.4	11.4	-8.3	-5.7	47.4	7.6	11.0	-11.8	4.5	-20.2	15.9	-2.7	5.6
Q3	7.1	10.3	-12.1	-5.5	38.0	7.0	10.2	-13.1	4.0	-31.8	15.1	-6.8	9.1
Q4	8.5	11.0	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.6	13.2	-3.5	9.6
2021 Aug.	6.8	10.1	-13.0	-5.6	97.0	7.3	10.7	-12.6	4.1	-27.9	16.8	-1.8	6.1
Sep.	7.1	10.3	-12.1	-5.5	38.0	7.0	10.2	-13.1	4.0	-31.8	15.1	-6.8	9.1
Oct.	7.4	10.5	-10.1	-6.9	44.7	6.5	9.6	-13.7	3.9	6.7	18.3	-0.4	6.0
Nov.	7.9	10.6	-7.6	-6.2	35.6	6.0	9.0	-14.4	3.4	0.0	15.7	-3.9	6.9
Dec.	8.5	11.0	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.6	13.2	-3.5	9.6
2022 Jan. ^(p)	7.5	9.3	-3.7	-4.1	55.9	5.3	8.0	-15.1	3.2	58.4	15.0	3.1	7.2

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) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents 1)

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2019	4,654.6	989.2	3,653.6	13,856.8	11,446.4	11,835.1	4,474.3	5,930.1	891.0	151.0	1,560.5	849.9
2020	5,914.6	998.8	4,903.9	14,333.2	11,919.8	12,299.4	4,710.6	6,129.7	911.7	167.8	1,548.2	865.3
2021	6,552.1	997.2	5,553.1	14,815.2	12,341.8	12,726.8	4,869.1	6,367.5	944.0	161.2	1,584.3	889.0
2021 Q1	6,069.4	994.5	5,073.2	14,457.5	12,058.9	12,411.5	4,766.3	6,187.3	953.7	151.6	1,518.5	880.2
Q2	6,217.0	1,003.7	5,211.6	14,488.0	12,077.6	12,441.9	4,736.2	6,250.2	942.1	149.1	1,523.2	887.2
Q3	6,364.7	999.2	5,363.9	14,611.5	12,182.5	12,536.2	4,775.0	6,311.0	951.8	144.7	1,532.4	896.6
Q4	6,552.1	997.2	5,553.1	14,815.2	12,341.8	12,726.8	4,869.1	6,367.5	944.0	161.2	1,584.3	889.0
2021 Aug.	6,347.8	1,004.0	5,342.2	14,556.8	12,137.3	12,492.9	4,759.1	6,292.7	939.4	146.0	1,524.0	895.5
Sep.	6,364.7	999.2	5,363.9	14,611.5	12,182.5	12,536.2	4,775.0	6,311.0	951.8	144.7	1,532.4	896.6
Oct.	6,391.9	987.4	5,402.9	14,682.9	12,231.6	12,592.5	4,795.3	6,334.5	947.2	154.6	1,555.8	895.5
Nov.	6,476.2	987.3	5,487.3	14,739.4	12,310.2	12,659.5	4,821.0	6,360.0	968.7	160.6	1,541.7	887.4
Dec.	6,552.1	997.2	5,553.1	14,815.2	12,341.8	12,726.8	4,869.1	6,367.5	944.0	161.2	1,584.3	889.0
2022 Jan. ^(p)	6,546.2	992.3	5,552.2	14,904.6	12,446.6	12,598.0	4,869.8	6,415.0	989.1	172.7	1,566.6	891.3
Transactions												
2019	-88.4	-23.2	-65.6	449.7	376.1	422.9	115.0	200.3	40.6	20.2	30.2	43.4
2020	1,041.9	13.5	1,028.3	737.1	538.1	559.0	288.2	209.1	23.9	16.9	170.8	28.2
2021	667.2	-0.5	677.3	570.6	480.8	515.8	176.4	262.2	51.9	-9.7	80.4	9.4
2021 Q1	150.1	-3.8	164.3	150.6	139.6	111.2	56.1	60.7	39.2	-16.4	2.7	8.3
Q2	163.8	9.1	154.1	53.3	43.5	51.7	-18.3	75.0	-10.8	-2.4	4.8	5.0
Q3	152.2	-4.7	156.9	136.9	122.5	125.4	40.1	65.9	23.5	-7.0	9.6	4.8
Q4	201.0	-1.2	202.0	229.8	175.3	227.5	98.6	60.7	-0.1	16.1	63.2	-8.7
2021 Aug.	51.0	-3.1	54.1	32.6	30.6	29.0	10.3	19.9	2.4	-1.9	-3.1	5.1
Sep.	38.0	-4.8	42.9	54.8	44.2	49.0	15.2	20.7	12.2	-3.9	8.6	2.0
Oct.	31.9	-12.0	43.9	79.7	48.0	60.5	19.3	23.1	-4.4	9.9	35.2	-3.6
Nov.	65.0	1.0	64.0	52.3	72.9	65.7	25.6	23.2	18.6	5.6	-14.0	-6.7
Dec.	104.1	9.8	94.1	97.8	54.3	101.2	53.7	14.3	-14.3	0.5	41.9	1.6
2022 Jan. ^(p)	11.6	-5.3	17.0	60.5	71.5	60.5	1.2	26.1	45.0	-0.7	-15.5	4.5
Growth rates												
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.0	2.0	5.5
2020	22.2	1.4	27.8	5.4	4.7	4.7	6.4	3.5	2.7	10.3	11.4	3.4
2021	11.3	-0.1	13.8	4.0	4.0	4.2	3.8	4.3	5.7	-4.7	5.3	1.1
2021 Q1	21.7	-0.8	28.0	4.6	3.6	3.5	4.6	3.8	-1.2	-3.5	10.1	8.3
Q2	13.1	0.5	16.2	3.6	3.1	3.0	1.4	4.5	3.4	-3.5	5.3	7.5
Q3	11.0	0.0	13.5	3.4	3.2	3.3	1.6	4.3	6.4	-10.1	3.0	7.3
Q4	11.3	-0.1	13.8	4.0	4.0	4.2	3.8	4.3	5.7	-4.7	5.3	1.1
2021 Aug.	12.1	1.0	14.8	3.2	3.0	3.0	1.0	4.5	5.7	-6.0	2.7	7.1
Sep.	11.0	0.0	13.5	3.4	3.2	3.3	1.6	4.3	6.4	-10.1	3.0	7.3
Oct.	10.5	-1.2	13.2	3.7	3.4	3.5	1.9	4.3	6.3	-5.6	4.6	7.7
Nov.	10.8	-1.2	13.5	3.8	3.7	3.7	2.4	4.4	6.2	0.5	3.2	6.2
Dec.	11.3	-0.1	13.8	4.0	4.0	4.2	3.8	4.3	5.7	-4.7	5.3	1.1
2022 Jan. ^(p)	10.8	0.1	13.0	4.3	4.4	4.6	3.7	4.4	8.2	4.7	4.5	1.6

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
		Adjusted loans ⁴⁾					Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2019	4,474.3	4,576.5	966.7	877.5	2,630.1	5,930.1	6,221.7	720.1	4,523.5	686.5
2020	4,710.6	4,832.1	897.6	1,010.2	2,802.8	6,129.7	6,398.1	700.6	4,724.7	704.4
2021	4,869.1	5,000.1	888.0	1,008.7	2,972.5	6,367.5	6,630.7	698.3	4,970.8	698.4
2021 Q1	4,766.3	4,888.3	893.9	1,016.7	2,855.8	6,187.3	6,450.4	696.7	4,787.4	703.2
Q2	4,736.2	4,857.3	832.4	970.4	2,933.3	6,250.2	6,509.1	694.1	4,852.6	703.5
Q3	4,775.0	4,890.0	835.1	972.2	2,967.7	6,311.0	6,569.3	696.6	4,914.4	699.9
Q4	4,869.1	5,000.1	888.0	1,008.7	2,972.5	6,367.5	6,630.7	698.3	4,970.8	698.4
2021 Aug.	4,759.1	4,873.7	828.1	969.4	2,961.7	6,292.7	6,552.2	695.4	4,895.1	702.2
Sep.	4,775.0	4,890.0	835.1	972.2	2,967.7	6,311.0	6,569.3	696.6	4,914.4	699.9
Oct.	4,795.3	4,913.2	859.2	971.8	2,964.3	6,334.5	6,590.4	699.0	4,935.1	700.4
Nov.	4,821.0	4,933.1	869.8	980.3	2,970.8	6,360.0	6,615.5	702.5	4,956.9	700.6
Dec.	4,869.1	5,000.1	888.0	1,008.7	2,972.5	6,367.5	6,630.7	698.3	4,970.8	698.4
2022 Jan. ^(a)	4,869.8	4,843.8	888.0	1,000.6	2,981.1	6,415.0	6,615.5	696.5	5,010.8	707.7
Transactions										
2019	115.0	142.5	-13.0	44.8	83.2	200.3	216.2	41.0	168.5	-9.2
2020	288.2	325.2	-54.1	138.6	203.6	209.1	193.0	-11.8	210.7	10.2
2021	176.4	209.0	-2.3	3.4	175.2	262.2	268.4	10.8	254.9	-3.5
2021 Q1	56.1	58.3	-3.8	6.8	53.1	60.7	58.0	-2.2	63.2	-0.3
Q2	-18.3	-22.0	-57.6	-43.0	82.2	75.0	70.4	2.3	72.1	0.6
Q3	40.1	44.5	4.1	1.9	34.1	65.9	67.6	4.1	64.0	-2.2
Q4	98.6	128.3	55.1	37.7	5.8	60.7	72.4	6.6	55.7	-1.6
2021 Aug.	10.3	14.1	0.0	0.8	9.5	19.9	21.3	0.3	20.5	-0.9
Sep.	15.2	19.8	7.0	2.4	5.8	20.7	21.3	2.1	19.7	-1.2
Oct.	19.3	25.9	23.8	-0.9	-3.6	23.1	23.0	2.8	20.3	0.1
Nov.	25.6	22.8	10.6	9.6	5.4	23.2	24.2	4.7	18.8	-0.3
Dec.	53.7	79.6	20.6	29.0	4.0	14.3	25.2	-0.9	16.6	-1.4
2022 Jan. ^(a)	1.2	0.7	-1.2	-8.2	10.6	26.1	25.7	-2.6	24.2	4.5
Growth rates										
2019	2.6	3.2	-1.3	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.4	7.1	-5.7	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.2	0.4	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4	-0.5
2021 Q1	4.6	5.3	-9.2	11.1	7.5	3.8	3.3	-1.6	5.0	1.5
Q2	1.4	1.9	-11.8	-2.1	7.3	4.5	4.0	0.6	5.7	0.6
Q3	1.6	2.1	-8.6	-3.6	6.9	4.3	4.1	0.5	5.6	-0.1
Q4	3.8	4.3	-0.2	0.4	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4	-0.5
2021 Aug.	1.0	1.5	-11.0	-3.8	6.8	4.5	4.1	0.1	5.8	0.1
Sep.	1.6	2.1	-8.6	-3.6	6.9	4.3	4.1	0.5	5.6	-0.1
Oct.	1.9	2.6	-5.1	-3.5	6.1	4.3	4.1	0.6	5.5	-0.3
Nov.	2.4	2.9	-3.6	-2.2	6.0	4.4	4.2	1.6	5.5	-0.3
Dec.	3.8	4.3	-0.2	0.4	6.3	4.3	4.2	1.6	5.4	-0.5
2022 Jan. ^(a)	3.7	4.4	0.4	0.0	6.1	4.4	4.3	1.4	5.5	0.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2019	363.4	7,055.1	1,944.5	50.2	2,155.2	2,905.3	1,474.7	417.4	178.9	187.2
2020	744.6	6,961.4	1,914.8	42.1	1,991.8	3,012.7	1,437.6	489.8	130.1	139.2
2021	797.1	6,888.0	1,838.9	37.1	1,998.0	3,013.9	1,368.5	438.1	118.8	136.8
2021 Q1	704.0	6,891.3	1,897.4	41.2	1,985.5	2,967.2	1,409.5	400.9	127.2	130.2
Q2	680.1	6,847.3	1,868.8	40.2	1,956.0	2,982.3	1,411.7	359.9	123.7	134.5
Q3	690.9	6,856.6	1,850.7	38.6	1,975.9	2,991.4	1,375.2	415.2	139.0	146.0
Q4	797.1	6,888.0	1,838.9	37.1	1,998.0	3,013.9	1,368.5	438.1	118.8	136.8
2021 Aug.	708.7	6,873.8	1,851.2	39.0	1,960.7	3,022.9	1,446.7	355.2	125.3	128.4
Sep.	690.9	6,856.6	1,850.7	38.6	1,975.9	2,991.4	1,375.2	415.2	139.0	146.0
Oct.	739.5	6,872.5	1,842.7	38.1	2,002.6	2,989.0	1,392.0	476.1	140.0	147.6
Nov.	706.9	6,905.5	1,830.9	37.7	2,011.9	3,025.1	1,394.9	399.7	144.5	149.9
Dec.	797.1	6,888.0	1,838.9	37.1	1,998.0	3,013.9	1,368.5	438.1	118.8	136.8
2022 Jan. ^(p)	724.6	6,880.8	1,840.6	36.8	1,992.8	3,010.6	1,346.7	342.0	164.1	157.5
Transactions										
2019	-25.0	107.2	-5.5	-2.9	28.0	87.6	311.8	14.2	-2.7	-2.5
2020	316.3	-34.8	-14.9	-8.0	-101.1	89.1	-60.2	142.4	-48.8	-48.0
2021	53.1	-36.6	-74.2	-5.0	-39.8	82.4	-117.4	-98.0	-11.3	-2.3
2021 Q1	-40.5	-27.3	-20.9	-0.9	-29.6	24.1	10.9	-120.6	-2.9	-8.9
Q2	-24.0	-19.4	-21.9	-1.0	-24.5	28.0	-16.5	-30.1	-3.6	4.3
Q3	10.8	1.8	-18.1	-1.5	8.2	13.3	-44.6	29.6	15.3	11.5
Q4	106.7	8.2	-13.3	-1.6	6.1	16.9	-67.2	23.1	-20.2	-9.2
2021 Aug.	22.0	-9.3	-10.0	-0.4	-3.9	5.0	2.6	1.3	-8.0	-4.8
Sep.	-17.9	11.2	-1.0	-0.4	4.0	8.6	-53.4	41.1	13.7	17.6
Oct.	48.6	17.1	-7.7	-0.5	23.8	1.5	4.5	64.2	0.9	1.6
Nov.	-32.3	-11.9	-13.4	-0.5	1.0	1.0	-31.7	-63.2	4.6	2.2
Dec.	90.4	2.9	7.8	-0.6	-18.7	14.4	-39.9	22.1	-25.7	-13.1
2022 Jan. ^(p)	-72.6	-16.1	-16.1	-0.3	-14.1	14.4	-16.1	-103.8	45.8	21.1
Growth rates										
2019	-6.4	1.6	-0.3	-5.3	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020	87.4	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q1	56.2	-0.3	-1.6	-12.6	-4.1	3.5	-	-	-30.7	-33.7
Q2	-10.3	-0.6	-2.7	-8.2	-4.8	3.9	-	-	-22.3	-22.9
Q3	-12.9	-0.7	-3.5	-9.9	-4.4	3.9	-	-	-0.6	-0.9
Q4	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2021 Aug.	-12.0	-0.7	-3.8	-9.4	-3.8	3.5	-	-	-26.5	-27.7
Sep.	-12.9	-0.7	-3.5	-9.9	-4.4	3.9	-	-	-0.6	-0.9
Oct.	-11.3	-0.3	-3.9	-10.5	-2.1	3.5	-	-	-5.9	-4.3
Nov.	-5.6	-0.4	-5.1	-11.2	-1.4	3.5	-	-	-2.4	1.9
Dec.	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-8.7	-1.7
2022 Jan. ^(p)	4.9	-0.4	-4.5	-12.1	-1.5	3.3	-	-	11.7	7.7

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0.9	-1.4	0.1	0.2	0.2	1.0
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.0	0.0	0.3	1.0
2020	-7.2	-5.9	-0.4	0.0	-0.9	-5.7
2020 Q4	-7.2	.	.	.	.	-5.7
2021 Q1	-8.3	.	.	.	.	-6.8
Q2	-6.9	.	.	.	.	-5.4
Q3	-6.2	.	.	.	.	-4.8

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.1	43.3	9.9	5.3	1.9	22.4	3.8
2018	46.4	45.9	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.6	22.4	3.7
2020	46.6	46.1	13.0	12.8	15.6	0.5	53.8	49.2	10.7	6.0	1.5	25.5	4.6
2020 Q4	46.6	46.1	13.0	12.8	15.6	0.5	53.8	49.2	10.7	6.0	1.5	25.5	4.6
2021 Q1	46.6	46.1	13.0	12.7	15.7	0.5	54.9	50.2	10.8	6.1	1.5	25.8	4.7
Q2	46.5	45.9	12.9	12.8	15.5	0.6	53.4	48.7	10.5	6.0	1.5	25.0	4.7
Q3	46.7	46.0	13.0	12.9	15.4	0.7	52.9	48.2	10.4	6.0	1.5	24.7	4.7

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 curren- cies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87.5	3.2	14.5	69.9	48.0	32.0	39.5	8.6	78.9	16.4	28.9	42.3	85.7	1.8
2018	85.5	3.1	13.7	68.7	47.9	32.2	37.7	8.1	77.5	16.0	28.3	41.2	84.1	1.5
2019	83.6	3.0	12.9	67.6	45.2	30.4	38.4	7.6	75.9	15.6	27.7	40.3	82.2	1.4
2020	97.3	3.2	14.2	79.9	54.6	39.1	42.7	11.3	86.0	19.1	31.5	46.7	95.6	1.7
2020 Q4	97.3	3.2	14.2	79.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100.0	3.2	14.1	82.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98.3	3.1	13.9	81.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.7	3.0	13.8	80.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2.5	-1.0	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.1	0.1	-0.2	-0.4	-1.3	1.0
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.8	5.7	2.3	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	5.8	9.6
2020 Q4	13.8	5.7	2.3	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	5.8	9.6
2021 Q1	14.2	6.8	1.9	2.2	1.6	0.5	0.0	0.2	-0.1	-0.2	5.5	10.3
Q2	3.9	5.4	-1.1	-0.4	-1.0	0.4	0.0	0.2	0.0	-0.7	-0.4	5.8
Q3	1.1	4.8	-1.0	-0.3	-0.7	0.2	0.0	0.2	0.0	-0.7	-2.8	5.3

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption			
								Maturities of up to 1 year						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1	
2020	14.9	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2021	15.2	13.9	4.6	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2020 Q4	14.9	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2021 Q1	15.7	14.2	5.5	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.1	2.1	0.0	0.5	
Q2	15.5	14.1	5.2	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5	
Q3	15.6	14.2	4.7	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5	
2021 Aug.	15.4	14.0	5.4	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.9	-0.1	0.5	
Sep.	15.6	14.2	4.7	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5	
Oct.	15.4	14.1	4.3	1.4	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	2.0	1.9	-0.1	0.5	
Nov.	15.5	14.1	4.2	1.4	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
Dec.	15.2	13.9	4.6	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2022 Jan.	15.1	13.8	5.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.6	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0.7	1.3	-0.5	-0.3	0.6	-3.0	-3.0	-2.4	1.9	
2018	-0.8	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.5	-2.3	-2.2	-3.5	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-2.9	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.1	-4.3	-5.6	-4.9	-10.1	-11.0	-9.1	-9.6	-5.7	
2020 Q4	-9.1	-4.3	-5.6	-4.9	-10.1	-11.0	-9.1	-9.6	-5.7	
2021 Q1	-8.8	-5.7	-5.6	-5.5	-12.6	-11.6	-10.3	-10.1	-7.4	
Q2	-6.3	-5.0	-4.3	-4.3	-10.9	-8.7	-8.7	-8.9	-6.2	
Q3	-6.5	-4.3	-3.8	-3.3	-9.5	-8.1	-8.6	-8.0	-4.6	
Government debt										
2017	102.0	64.7	9.1	67.8	179.5	98.6	98.1	134.2	92.9	
2018	99.9	61.3	8.2	63.1	186.4	97.5	97.8	134.4	98.4	
2019	97.7	58.9	8.6	57.2	180.7	95.5	97.5	134.3	91.1	
2020	112.8	68.7	19.0	58.4	206.3	120.0	115.0	155.6	115.3	
2020 Q4	112.8	68.7	19.0	58.4	206.3	120.0	115.0	155.6	115.3	
2021 Q1	116.9	69.9	19.6	60.4	209.8	125.3	117.9	159.6	121.4	
Q2	113.7	69.7	19.6	59.0	207.3	122.7	114.5	156.4	111.9	
Q3	111.4	69.4	19.6	57.6	200.7	121.8	116.0	155.3	109.6	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0.8	0.4	1.4	3.2	1.3	-0.8	-3.0	-0.1	-1.0	-0.7
2018	-0.8	0.5	3.0	1.9	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.3	0.5	1.7	0.6	0.1	0.4	-1.3	-0.9
2020	-4.5	-7.2	-3.5	-9.7	-4.2	-8.3	-5.8	-7.7	-5.5	-5.5
2020 Q4	-4.5	-7.2	-3.5	-9.7	-4.2	-8.3	-5.8	-7.7	-5.5	-5.6
2021 Q1	-6.6	-7.1	-2.5	-9.9	-5.8	-10.6	-7.1	-8.2	-6.3	-6.1
Q2	-7.1	-5.3	-0.3	-8.4	-4.2	-8.5	-5.9	-6.3	-6.1	-4.5
Q3	-5.6	-3.4	-0.2	-8.5	-3.6	-7.1	-3.9	-6.3	-5.7	-3.7
Government debt										
2017	39.0	39.1	21.8	47.7	56.9	78.5	126.1	74.2	51.6	61.2
2018	37.1	33.7	20.8	43.6	52.4	74.0	121.5	70.3	49.6	59.8
2019	36.7	35.9	22.3	40.7	48.5	70.6	116.6	65.6	48.1	59.5
2020	43.2	46.6	24.8	53.4	54.3	83.2	135.2	79.8	59.7	69.5
2020 Q4	43.2	46.6	24.8	53.3	54.3	83.2	135.2	79.8	59.7	69.6
2021 Q1	45.4	45.1	28.0	57.3	54.9	87.0	139.1	85.0	59.8	70.4
Q2	43.3	44.6	26.1	59.1	54.2	86.2	135.4	80.0	61.0	69.4
Q3	43.6	45.1	25.3	57.2	52.6	84.1	130.5	79.6	61.1	68.7

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2022

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 9.3.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-22-002-FI-N