

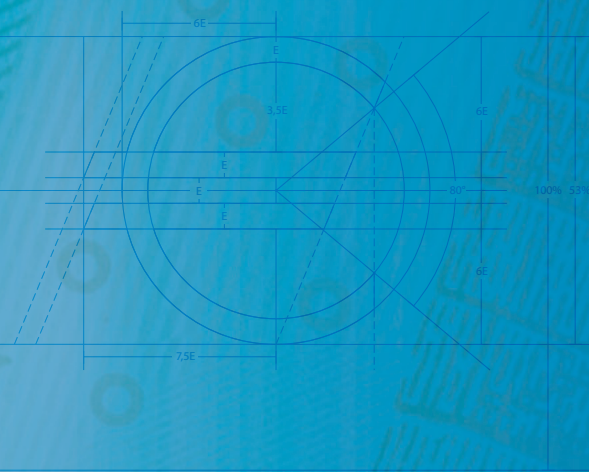


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

# Talouskatsaus

4/2023



# Sisällys

<b>Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys</b>	<b>2</b>
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	8
2 Talouskehitys	15
3 Hinnat ja kustannukset	24
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	31
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	37
6 Julkisen talouden kehitys	46
<b>Kehikot</b>	<b>50</b>
1 Pandemia-aikana kertyneiden säästöjen aiheuttama kulutusimpulssi – vaikuttaako säästöjen rakenne?	50
2 Tulospuhelut: uutta näyttöä yritysten voitoista, investoinneista ja rahoitusoloista	56
3 Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet kotimaisten hintapaineiden viimeaikaiseen vahvistumiseen euroalueella?	62
4 Työtulo-osuuden kehitys euroalueella pandemian puhkeamisen jälkeen	71
5 Myyntihintoja koskevat yritysten odotukset SAFE-kyselyn perusteella	76
6 Euroalueen ulkoisten rahoitusvirtojen jyrkkä supistuminen vuonna 2022 – huomioita eritellyistä maksutasetilastoista	81
7 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 8.2.–19.5.2023	88
8 Inflaation ja kilpailukyvyn eriytyminen euroalueen maiden välillä	94
<b>Tilastot (vain englanniksi)</b>	<b>S1</b>

# Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

## Yhteenveto

Inflaatio alkaa rauhoittua, mutta se ei arvioiden mukaan hidastu vieläkään toivotusti. EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, ettei inflaatiovauhdin palautuminen kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi jää liian kauas tulevaisuuteen. Kesäkuun kokouksessa päätettiin siksi nostaa kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksiköllä.

Korkopäätöksessä on otettu huomioon, miten inflaation arvioidaan kehittyvän, miten ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatiovauhti on kehittynyt ja miten hyvin rahapolitiikan vaikutus näkyy taloudessa. Tuoreimmissa eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa keskimääräinen inflaatiovauhti on 5,4 % vuonna 2023 mutta enää 3,0 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025. Pohjainflaatio on monien mittarien perusteella vielä nopeaa, joskin hinnankorotuspaineet alkavat ilmeisesti vähitellen hellittää. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio on nyt arvioitu nopeammaksi kuin maaliskuisissa asiantuntija-arvioissa sekä tälle että ensi vuodelle, sillä se on ollut ennakoitua nopeampaa ja vahvassa työmarkkinatilanteessa inflaation hidastuminen voi kestää kauemmin kuin muutoin. Sen arvioidaan olevan 5,1 % vuonna 2023 ja 3,0 % vuonna 2024 mutta enää 2,3 % vuonna 2025, joskin silloinkin hivenen nopeampaa kuin edellisissä arvioissa. Talouskasvun arvioidaan jäävän tänä ja ensi vuonna hieman hitaammaksi kuin edellisissä asiantuntija-arvioissa. Kasvuvauhdiksi on nyt arvioitu 0,9 % vuonna 2023 ja 1,5 % vuonna 2024. Vuoden 2025 kasvuvauhti on arvioissa edelleen 1,6 %.

EKP:n aiempien koronnostojen vaikutus näkyy jo selvästi rahoitusolojen kehityksessä ja vähitellen taloudessa laajemminkin. Lainakustannukset ovat nousseet tuntuvasti, ja lainakannan kehitys vaimenee. Rahoitusolojen kiristyessä kysynnän odotetaan vähenevän, ja niin inflaatiovauhti palautuu asiantuntija-arvioissa yhä lähemmäs keskipitkän aikavälin tavoitetta.

EKP:n neuvosto varmistaa korkopäätöksillään, että ohjauskoroilla pystytään hillitsemään kysyntää riittävästi eikä inflaatiovauhdin palautuminen kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi jää liian kauas tulevaisuuteen. Riippuu tilanteen kehityksestä, miten paljon ja kuinka kauan korkoja vielä nostetaan. Inflaatiokehitystä pyritään ennakoimaan taloudesta ja rahoitusmarkkinoilta kulloinkin saatavien tietojen pohjalta, ja lisäksi seurataan ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaatiovauhdin kehitystä ja tarkkaillaan, miten rahapolitiikan vaikutus näkyy taloudessa.

EKP:n neuvoston näkemyksen mukaan omaisuuserien osto-ohjelmassa voidaan heinäkuun alussa lopettaa varojen sijoittaminen uudelleen, kuten jo ennakoitiin.

## Taloudellinen toiminta

Maailmantalouden kehitys on ollut alkuvuodesta verraten myönteistä, sillä taloudellinen toiminta on päässyt Kiinassa käyntiin pandemian jälkeen ja tilanne Yhdysvaltain työmarkkinoilla on odotettua parempi. Tavarantuotannossa on edelleen ongelmia, mutta palvelualoilla toiminta on piristynyt. Maaliskuun alussa maailman finanssimarkkinoilla oli hetkellisesti merkittäviä jännitteitä Yhdysvaltain pankkialan vaikeuksien seurauksena, mutta useimpien omaisuusserien hintakehitys on sittemmin taas vakaantunut ja Yhdysvaltain keskuspankin odotetaan nyt kiristävän rahapolitiikkaansa maltillisempaan tahtiin. Epävarmuus ei kuitenkaan ole täysin hälvennyt, ja se vaikuttaa myös maailmantalouden kehitykseen. Lisäksi inflaatio on nopeaa, rahoitusolot kiristyvät ja maailmanpolitiikassa on monenlaisia jännitteitä. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuisissa arvioissa maailman talous- ja inflaatiokehitys on jokseenkin samankaltaista kuin maaliskuisissa EKP:n asiantuntija-arvioissa. Vuoden 2023 talouskasvu on tämänkertaisissa arvioissa aavistuksen nopeampaa, jotta Kiinan talouden piristymisen vuoden ensimmäisellä neljänneksellä pystytään ottamaan huomioon, mutta rahoitusolot ovat kiristyneet niin Yhdysvalloissa kuin muissakin kehittyneissä talouksissa. Raaka-aineiden hintakehityksen vuoksi inflaatiovauhdin euroalueen ulkopuolella arvioidaan olevan tänä vuonna hieman hitaampi kuin maaliskuisissa arvioissa. Ensi vuoden inflaatiokehitys on arvioitu aavistuksen nopeammaksi kuin edellisissä arvioissa, sillä palkkakehitys pysyy kehittyneissä talouksissa vahvana ja työmarkkinatilanne on kireä. Maailmantalouden kasvu ei toistaiseksi lisää maailmankauppaa samaan tapaan kuin ennen, ja maailmankaupan tämänvuotinen kasvu on nyt arvioitu hitaammaksi kuin maaliskuisissa arvioissa. Se jäi vuodenvaihteen molemmin puolin vaiheeksi etenkin suurissa talouksissa.

Euroalueella talouskehitys on ollut viime kuukausina heikkoa. Talous supistui 0,1 % sekä viime vuoden viimeisellä että tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä yksityisen ja julkisen kulutuksen vaimetessa. Myöhemmin tänä vuonna talouskehitys todennäköisesti vahvistuu, sillä inflaation odotetaan hidastuvan ja toimitushäiriöiden väistyvän. Kehityksessä on silti toimialakohtaisia eroja. Tavarantuotannossa on vaikeuksia, sillä kansainvälinen kysyntä on vähentynyt ja rahoitusolot ovat tiukentuneet euroalueella. Palvelualoilla kehitys on kuitenkin edelleen vankkaa.

Työmarkkinatilanne on edelleen vahva. Tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä alueelle syntyi lähes miljoona uutta työpaikkaa, ja työttömyysaste oli huhtikuussakin poikkeuksellisen hyvä eli 6,5 %. Tehtyjen työtuntien määrä on kasvanut, mutta se on edelleen pienempi kuin ennen pandemiaa.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuisissa arvioissa talouden odotetaan alkavan kasvaa, kun energiaa saa taas edullisemmin, kansainvälinen kysyntä vahvistuu ja yritykset pystyvät purkamaan tilauskantaansa toimitushäiriöiden väistyessä. Talouskehitykseen liittyvä epävarmuus häviää ajan mittaan, kun esimerkiksi pankkialalla on taas vähemmän ongelmia. Reaalitulojen ennakoitaan kohenevan vahvassa työmarkkinatilanteessa, kun työttömyyttä on poikkeuksellisen vähän. Rahapolitiikan kiristyminen näkyy taloudessa yhä selvemmin. Keskipitkällä aikavälillä myös finanssipoliittisten tukitoimien purkaminen vaimentaa talouskehitystä.

Euroalueen BKT kasvoi 3,5 % vuonna 2022, mutta tänä vuonna kasvuvauhdin odotetaan olevan vain 0,9 %. Sitten talous alkaa piristyä, ja kasvua odotetaan olevan ensi vuonna 1,5 % ja seuraavana 1,6 %. Rahoitusolojen kiristymisen myötä kasvuarviot tälle ja ensi vuodelle ovat nyt 0,1 prosenttiyksikköä alemmat kuin maaliskuisissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa. Arvio vuodelle 2025 on kuitenkin pidetty ennallaan, sillä talouskehitys kohenee, kun käytettävissä olevat reaalitytulot kasvavat ja epävarmuus hälvenee.

Julkisen talouden tilanne kohenee todennäköisesti arviointijaksolla. Euroalueen julkisen talouden alijäämä pieneni merkittävästi vuonna 2022, ja sen arvioidaan pienenevän arviointijakson aikana edelleen, tosin yhä hitaammin. Vuonna 2025 alijäämäsuhte on arvioissa 2,5 %. Rahoitusaseman koheneminen johtuu pääasiassa suhdannekorjatun perusalijäämän pienemisestä ja suhdannekomponentista. Korkomenot kuitenkin kasvavat arviointijaksolla vähitellen suhteessa BKT:hen. Julkisen talouden velka pienenee, joskin hitaammin kuin vuonna 2022, ja vuonna 2025 velkasuhde on 87,3 %. Monien lainojen korot ovat pienemmät kuin BKT:n nimelliskasvu, joten perusalijäämät eivät muodostu ongelmaksi. Alijäämä- ja velkasuhde ovat vuonna 2025 silti edelleen suuremmat kuin ennen pandemiaa. Arviointijakson lopussa julkisen talouden rahoitusasema ei poikkea suuresti maaliskuussa arvioidusta, mutta arvioissa vuosille 2023–2025 on otettu huomioon, että jos BKT:n nimelliskasvu on vaimeaa ja lainakorot nousevat, velkasuhdetta on vaikeampi pienentää.

Energiakriisin väistyessä valtioiden pitäisi pystyä vähentämään tukitoimia nopeasti. Muuten tuilla saatetaan kasvattaa keskipitkän aikavälin inflaatiopaineita, mikä edellyttäisi aina vain tiukempaa rahapolitiikkaa. Finanssipolitiikalla tulisi pyrkiä kohentamaan tuottavuutta ja samalla pienentää julkisen talouden velkaa. Esimerkiksi energian tuotantokapasiteettia vahvistavilla toimilla voidaan vaikuttaa myös hinnankorotuspaineisiin keskipitkällä aikavälillä. Euroopan talouden ohjauksjärjestelmää uudistetaan parhaillaan, ja tuloksia odotetaan pian.

## Inflaatio

Eurostatin alustavan arvion mukaan inflaatiouauhti oli toukokuussa 6,1 % (huhtikuussa 7,0 %). Hintakehitys rauhoittui yleisesti. Energia oli toukokuussa taas edullisempaa kuin vuotta aiemmin, vaikka huhtikuussa inflaatio ehti taas nopeutua energiaerässä hetkellisesti. Elintarvike-erässä inflaatiouauhti oli 12,5 % eli edelleen sängen nopea, vaikka sekin on jo alkanut hidastua.

Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatiouauhti alkoi hidastua edellisvuonna. Se oli toukokuussa 5,3 % (huhtikuussa 5,6 %). Tavaraerässä inflaatiouauhti oli 5,8 % (huhtikuussa 6,2 %), eli sekin hidastui edelleen. Pitkästä aikaa myös palvelujen hintakehitys alkoi rauhoittua. Palveluerässä inflaatiouauhti oli toukokuussa 5,0 % (huhtikuussa 5,2 %). Pohjainflaatio on muidenkin mittarien perusteella vielä nopeaa, mutta hinnankorotuspaineet alkavat ilmeisesti vähitellen hellittää.

Hintoja nostetaan energiakustannusten vuoksi edelleen. Etenkin palvelualoilla inflaatiota on nopeuttanut myös kysynnän lisääntyminen pandemian jälkeen. Palkankorotukset aiheuttavat yhä enemmän inflaatiopaineita, joskin osa korotuksista on kertaluonteisia. Ensimmäisellä vuosineljänneksellä työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset kasvoivat 5,2 % ja sopimuspalkat nousivat 4,3 %. Osa yrityksistä on silti pystynyt pitämään toimintansa varsin voitollisena etenkin aloilla, joilla kysyntää on enemmän kuin tarjontaa. Useimpien indikaattorien mukaan pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat nyt kahden prosentin tuntumassa, mutta osaa indikaattoreista on seurattava muita tarkemmin, sillä lukemat eivät ole palautuneet entiselleen.

Eurojärjestelmän kesäkuisissa asiantuntija-arvioissa inflaatiovauhti on vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä noin 3 %. Energian hinta on laskenut, ja ero edellisvuoden hintatasoon kasvaneeksi vielä vuoden 2023 kuluessa. Elintarvike-erässä inflaatio hidastuu selvästi. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio ei kuitenkaan vaimene samaan tapaan. Se pysyy arvioissa muuta inflaatiota nopeampana alkuvuoteen 2024, joskin sen arvioidaan alkavan hidastua vuoden 2023 jälkipuoliskolla, kun energiakustannusten noususta ja muusta aiemmasta kehityksestä aiheutuneet hinnankorotuspaineet vähenevät. Myöhemmin arviointijaksolla siihen vaikuttaa ensisijassa työvoimakustannusten kehitys. Kun inflaatiovauhti on nopea ja työmarkkinoilla on enemmän kysyntää kuin tarjontaa, palkankorotusten odotetaan olevan keskimäärin ainakin kaksi kertaa tavallista suurempia lähes koko arviointijakson ajan, kun minimipalkatkin nousevat. Keskipitkällä aikavälillä palkkojen nousu ei välttämättä vaikuta suoraan hintakehitykseen, sillä monet yritykset kasvattivat voittomarginaalejaan tuntuvasti vuonna 2022 eli niillä on varaa maksaa työntekijöilleen enemmän palkkaa korottamatta hintoja vastaavasti. Myös rahapolitiikan vaikutus vaimentaa pohjainflaatiota. Vuonna 2022 keskimääräinen inflaatiovauhti oli 8,4 %, mutta vuonna 2023 sen odotetaan olevan 5,4 %, vuonna 2024 enää 3,0 % ja vuonna 2025 vain 2,2 %. Inflaatio on silti koko arviointijaksolla nopeampaa kuin maaliskuisissa asiantuntija-arvioissa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio on nyt arvioitu merkittävästi nopeammaksi kuin maaliskuun arvioissa, sillä vaikka energian hinnan oletetaan olevan edullisempi ja rahoitusolot tiukentuvat, inflaatiokehitys on viime aikoina ollut odotettua nopeampaa ja yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet.

## Riskiarvio

Talous- ja inflaatiokehitystä on edelleen vaikea ennakoida luotettavasti. Euroalueen talouskehitys voisi jäädä ennakoitua heikommaksi, jos Venäjän oikeutukseton sodankäynti Ukrainassa ja muut maantieteelliset jännitteet vaikeuttaisivat maailmankauppaa entisestään. Talouskehitys voisi olla ennakoitua heikompaa myös, jos rahapolitiikan vaikutus alkaisi näkyä euroalueella arvioitua selvemmin. Rahoitusolot voisivat kiristyä ennakoitua enemmän myös, jos finanssimarkkinoilla ilmenisi taas jännitteitä, jotka heikentäisivät sijoittajien luottamusta tulevaisuuteen. Maailmantalouden kasvun vaimeneminen voisi sekin vaikuttaa euroalueen talouskehitykseen. Talous voisi kasvaa arvioitua nopeammin, jos yritysten ja

kotitalouksien luottamus tulevaisuuteen vahvistuisi ja kulutus lisääntyisi epävarmuuden vähetessä, kun työmarkkinatilanne on vahva.

Inflaatio voisi olla ennakoitua nopeampaa, jos esimerkiksi energia ja elintarvikkeet uhkaisivat taas kallistua Ukrainassa käytävän sodan vuoksi. Inflaatio voisi nopeutua keskipitkälläkin aikavälillä, jos inflaatiiovauhdin alettaisiin odottaa jäävän EKP:n tavoitetta nopeammaksi tai voittomarginaaleja kasvatettaisiin ja palkkoja nostettaisiin ennakoitua enemmän. Eri puolilla euroaluetta tehtyjen palkkasopimusten perusteella on aiempaa todennäköisempää, että inflaatio osoittautuu ennakoitua nopeammaksi. Esimerkiksi uudet jännitteet finanssimarkkinoilla voisivat kuitenkin vaimentaa inflaatiota. Etenkin keskipitkällä aikavälillä hinnankorotuspaineita olisi vähemmän, jos kysyntä heikkenisi. Kysyntä voisi vaimeta esimerkiksi, jos rahapolitiikan vaikutus alkaisi näkyä taloudessa ennakoitua selvemmin. Hintakehitys rauhoittuisi nopeammin, jos energiakustannusten aleneminen ja elintarvikkeiden hinnannousun vaimeneminen otettaisiin ennakoitua paremmin huomioon tavaroiden ja palvelujen hinnoittelussa.

## Rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden tilanne

EKP:n koronnostot ovat jo alkaneet vaikuttaa riskittömiin korkoihin ja rahoitusoloihin yleisemminkin. Pankkien varainhankinta vaikeutuu rahoitusehtojen kiristyessä, ja yritysten ja kotitalouksien lainakustannukset nousevat. Yrityksille myönnettävien lainojen keskiprosentti oli huhtikuussa 4,4 % ja asuntolainojen 3,4 %, eli lainakorot ovat nyt korkeammat kuin pitkään aikaan.

Korkojen nousu, lainansaannin vaikeutuminen ja lainojen kysynnän vaimeneminen näkyvät luotonannon kehityksessä. Yritysten lainakanta kasvoi huhtikuussa edellisvuotiseen verrattuna enää 4,6 %. Lainakanta on kuukausimuutosten perusteella nyt pienempi kuin vielä marraskuussa. Kotitalouksien lainakanta kasvoi huhtikuussa edellisvuodesta 2,5 % mutta oli vain aavistuksen suurempi kuin edellisvuodesta. Rahan määrä (lavealla raha-aggregaatilla mitattuna) kasvoi huhtikuussa edellisvuodesta enää 1,9 %, sillä pankkien luotonanto on ollut vaimeaa ja eurojärjestelmän taseen on annettu pienentyä. Raha-aggregaatti on pienentynyt kuukausi kuukaudelta joulukuusta lähtien.

EKP:n neuvosto teki rahapolitiikan strategian mukaisesti jälleen yksityiskohtaisen arvion rahapolitiikan ja rahoitusvakauden keskinäisestä vuorovaikutuksesta. Tilanne ei ole juuri helpottunut rahoitusvakauden kannalta sitten joulukuun. Rahoitusolojen tiukentuessa pankkien rahoituskustannukset nousevat ja jo myönnettyihin lainoihin liittyvät luottoriskit kasvavat. Kehitys voisi vaikuttaa rahoitusjärjestelmän vakauteen, kun lisäksi Yhdysvaltain pankkijärjestelmässä on viime aikoina ollut jännitteitä. Yhteisvaikutus voisi vaimentaa talouskehitystä lyhyellä aikavälillä. Rahoitusalan kriisinsietokykyyn voi vaikuttaa myös heikko kehitys kiinteistömarkkinoilla. Lainakustannusten nousu voisi vaikeuttaa tilannetta, samoin työttömyyden kasvu. Euroalueen pankit ovat kuitenkin vakavaraisia ja kykenevät hyvin selviytymään maksutarpeistaan, joten rahoitusvakauteen liittyvät riskit eivät käytännössä ole

erityisen vakavia. Ongelmien kasautumista rahoitusallalla pystytään ehkäisemään parhaiten makrovakauseräpolitiikalla.

## Rahapoliittisia päätöksiä

EKP:n neuvosto päätti kesäkuun kokouksessaan nostaa EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksiköllä. Perusrahoitusoperaatioiden korko on 21.6.2023 lähtien 4,00 %, maksuvalmiusluoton korko 4,25 % ja talletuskorko 3,50 %.

Omaisuserien osto-ohjelmassa sijoitusten määrän annetaan pienentyä hallitusti ja ennakoitavasti, eli omaisuserien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta kokonaisuudessaan uudelleen. Kesäkuun loppuun saakka sijoitusten määrä pienenee keskimäärin 15 miljardilla eurolla kuussa. Kesäkuun jälkeen eurojärjestelmälle palautuvia varoja ei enää aiota sijoittaa uudelleen.

Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa hankittujen omaisuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2024 loppuun saakka. Erääntyvistä arvopapereista luovutaan vähin erin niin, että rahapolitiikka pysyy asianmukaisesti mitoitettuna.

EKP:n neuvosto pyrkii tukemaan rahapolitiikan välittymismekanismin toimintaa, joten pandemian liittyvässä osto-ohjelmassa varoja sijoitetaan uudelleen joustavasti.

Pankkien maksaessa vähitellen takaisin kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa saamaansa rahoitusta EKP:n neuvosto seuraa kohdennettujen operaatioiden ja varojen takaisinmaksun vaikutusta rahapolitiikan mitoitukseen.

## Yhteenveto

Inflaatio alkaa rauhoittua, mutta se ei arvioiden mukaan hidastu vieläkään toivotusti. EKP:n neuvosto päätti 15.6.2023 nostaa EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksiköllä, jotta inflaatiovauhdin palautuminen kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi ei jää liian kauas tulevaisuuteen.

EKP:n neuvosto varmistaa korkopäätöksillään, että ohjauskoroilla pystytään hillitsemään kysyntää riittävästi eikä inflaatiovauhdin palautuminen tavoitteen mukaiseksi jää liian kauas tulevaisuuteen. Riippuu tilanteen kehityksestä, miten paljon ja kuinka kauan korkoja vielä nostetaan. Inflaatiokehitystä pyritään ennakoimaan taloudesta ja rahoitusmarkkinoilta kulloinkin saatavien tietojen pohjalta, ja lisäksi seurataan ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaatiovauhdin kehitystä ja tarkkaillaan, miten rahapolitiikan vaikutus näkyy taloudessa.

EKP:n neuvosto käyttää kaikkia rahapolitiikan keinoja tehtävänsä mukaisesti, jotta rahapolitiikan vaikutus välittyy talouteen toivotusti ja inflaatio voi vakaantua kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä.



## Ulkoinen ympäristö

*Maailmantalous oli vuodenvaihteen jälkeen vahvempi kuin vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä Kiinan talouden uudelleen avautumisen ja Yhdysvaltojen työmarkkinoiden sitkeyden ansiosta. Maailmantalouden kasvu sai tukea pääasiassa palvelusektorista, kun taas tehdasteollisuuden tuotanto on pysynyt verrattain vaisuna. Yhdysvaltojen pankkisektorin ahdinko maaliskuun alussa aiheutti hetkellisen häiriön globaaliin rahoitusjärjestelmään. Sittemmin useimpien omaisuuserien hinnat ovat elpyneet, kun rahoitusmarkkinaosapuolet ovat madaltaneet Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikan tulevaa kiristymistä koskevia odotuksiaan. Jäljellä oleva epävarmuus kuitenkin voimistaa maailmantalouden kasvua jarruttavia tekijöitä, joita ovat muun muassa nopea inflaatio, globaalien rahoitusolojen kiristyminen ja geopoliittiset jännitteet. Näissä olosuhteissa maailmantalouden kasvua ja inflaatiokehitystä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arviot ovat pysyneet pitkälti EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2023 arvioiden kaltaisina. Maailmantalouden vuoden 2023 kasvuarvion pieni nousu liittyy pääasiassa Kiinan kysynnän odotettua voimakkaampaan elpymiseen vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä, joskin sen vaikutusta vaimensi Yhdysvaltojen ja muiden kehittyneiden talouksien rahoitus- ja luotto-olojen kiristyminen. Inflaatio-odotuksia vuodelle 2024 on tarkistettu hieman aiempaa nopeamman inflaation suuntaan kehittyneiden talouksien kireän työmarkkinatilanteen ja nopeana jatkuvan palkkojen kasvun takia, kun taas raaka-aineiden hintojen lasku selittää vuoden 2023 inflaatioennusteen pientä alenemista. Maailmankaupan arvioidaan kasvavan tänä vuonna selvästi BKT:tä hitaammin, sillä globaalin kysynnän rakenteen vientipainotteisuus on vähentynyt huomattavasti. Vuoden 2023 maailmankaupan kasvua koskevaa arviota tarkistettiin pienemmäksi, mutta se johtui suurelta osin vuoden 2022 viimeisen neljänneksen mittavasta negatiivisesta kasvuperinnöstä sekä ensimmäisen neljänneksen heikosta toteutuneesta kasvusta keskeisissä talouksissa.*

**Maailmantalous oli vuodenvaihteen jälkeen vahvempi kuin vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä Kiinan talouden uudelleen avautumisen ja Yhdysvaltojen työmarkkinoiden sitkeyden ansiosta.** Näistä maista julkistetut

tiedot ovat olleet odotettua parempia vuoden alusta lähtien. Positiiviset yllätykset liittyvät Kiinan kysynnän odotettua varhaisempaan ja voimakkaampaan elpymiseen, kun pandemiaan liittyneet häiriöt ovat osoittautuneet lyhytaikaisiksi. Yhdysvalloissa työmarkkinoiden vahvuus samaan aikaan rahapolitiikan merkittävän kiristymisen kanssa tukee kulutuskysyntää. Talouskasvu sai tukea pääasiassa palvelusektorista, kun taas tehdasteollisuuden tuotanto on pysynyt verrattain vaisuna (kuvio 1). Maailmantalouden kasvun arvioidaan kiihtyneen ensimmäisellä vuosineljänneksellä 0,9 prosenttiin edellisen neljänneksen 0,5 prosentista eli 0,2 prosenttiyksikköä voimakkaammaksi kuin maaliskuun kokonaistaloudellisissa arvioissa.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Koska tässä osassa tarkastellaan erityisesti talouden kehitystä globaalissa ympäristössä, viittaukset maailmantalouteen ja/tai globaaleihin aggregaateihin eivät sisällä euroaluetta.

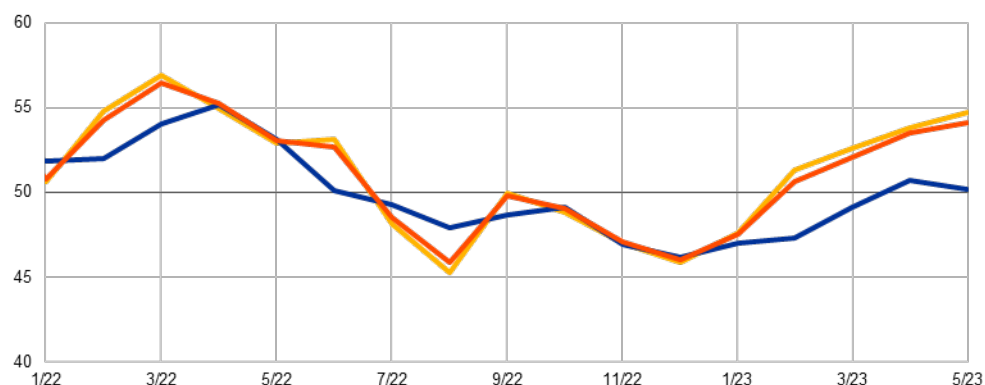
## Kuvio 1

Tuotantoa sektoreittain kehittyneissä ja nousevissa markkinatalouksissa kuvaava PMI-indeksi

### a) Kehittyneet taloudet (pl. euroalue)

(diffuusioindeksit)

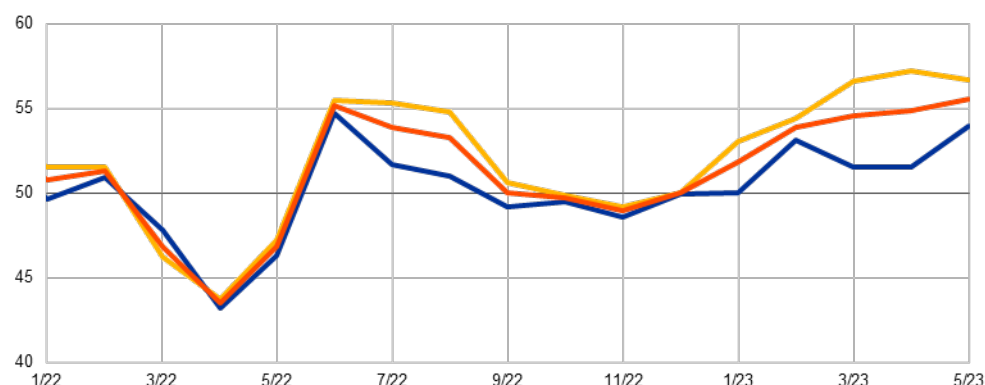
— Palvelut  
— Tehdasteollisuus  
— Yhdistelmäindeksi



### b) Nousevat markkinataloudet

(diffuusioindeksit)

— Palvelut  
— Tehdasteollisuus  
— Yhdistelmäindeksi



Lähteet: S&P Global Market Intelligence ja EKP:n laskelmat.  
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2023.

### Vaikka Yhdysvaltojen pankkisektorin aiheuttama stressi globaaleilla rahoitusmarkkinoilla on laantunut, epävarmuus on edelleen koholla.

Yhdysvaltojen pankkisektorin ahdinko aiheutti hetkellisen häiriön globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. Sittemmin useimpien omaisuuserien – rahoitusalan osakkeita lukuun ottamatta – hinnat ovat elpyneet, kun rahoitusmarkkinaosapuolet ovat alentaneet Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikan tulevaa kiristymistä koskevia odotuksiaan. Yhdysvaltojen pankkisektorin kehitykseen liittyvä korkea epävarmuus jarruttaa osaltaan maailmantalouden kasvua muiden tekijöiden, kuten rahoitusolojen ja geopolitiittisten jännitteiden kiristymisen, ohella. Tuoreet tiedot viittaavatkin siihen, että maailmantalouden kasvu on viime aikoina menettänyt puhtiaan.

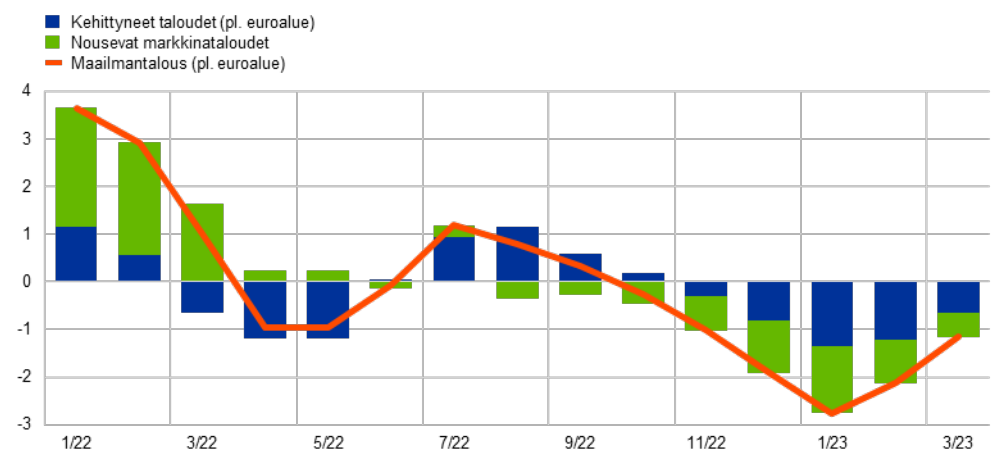
### Globaalit talouskasvun ja inflaation näkymät ovat pysyneet jokseenkin ennallaan EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2023 arvioihin verrattuna.

Maailmantalouden arvioidaan nyt kasvavan 3,1 % sekä tänä että ensi vuonna, jonka jälkeen kasvu kiihtyisi hieman ja olisi 3,3 % vuonna 2025. Kasvuarviota on korotettu hieman vuodelle 2023 (0,1 prosenttiyksikköä) sekä laskettu hieman vuodelle 2024 (0,1 prosenttiyksikköä), ja se on ennallaan vuodelle 2025. Odotettua voimakkaampi kysynnän elpyminen Kiinassa tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä on keskeinen syy maailmantalouden vuoden 2023 kasvuarvion nousuun, kun taas lyhyen aikavälin arviota on tarkistettu hieman hitaamman kasvun suuntaan. Vuoden 2024 aiemmin odotettua hitaampi kasvu liittyy Yhdysvaltojen ja muiden kehittyneiden talouksien rahoitus- ja luotto-olojen kiristymiseen.

**Koska maailmantalouden kasvu syntyy pääasiassa palvelusektorilla, jolla käydään vähemmän ulkomaankauppaa kuin tehdasteollisuudessa, maailmantalous pysyy heikkona.** Talouskasvun ja ulkomaankaupan kehityksen eriytyminen voidaan selittää kolmen tekijän rakenteellisella vaikutuksella, sillä kasvu muodostuu vähemmän ulkomaankauppavetoisista alueista (nousevat taloudet), kysynnän eristä (kulutus) ja hyödykkeistä (palvelut). Näiden negatiivisten rakenteellisten vaikutusten arvioidaan jarruttavan kaupankäyntiä lyhyellä aikavälillä, mutta niiden odotetaan vähitellen väistyvän. Samaan aikaan ulkomaankaupan kohteena olevien palvelujen, kuten turismin, kysynnän odotettu kasvu pandemian jälkeen, tarjontakapeikkojen vielä jatkuva helpottuminen sekä globaalin varastotilanteen normalisoituminen tukenevat maailmankauppaa myös vastaisuudessa. Tuoreimmat tiedot ja arviot viittaavat siihen, että maailman tavarakaupan supistuminen on jo alkanut hidastua, ja kaupan odotetaan jatkossa vahvistuvan (kuvio 2).

**Kuvio 2**  
Tavaroiden ulkomaankauppa

(tuonnin määrä; liukuva kolmen kuukauden prosenttimuutos)



Lähteet: CPB ja EKP:n laskelmat  
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat maaliskuulta 2023.

**Maailmankaupan arvioidaan kasvavan tänä vuonna selvästi BKT:tä hitaammin, sillä globaalin kysynnän rakenteen vientipainotteisuus on vähentynyt.**

Globaalin tuonnin arvioidaan vuonna 2023 kasvavan 1,3 % eli hyvin hitaasti verrattuna pitkän aikavälin keskiarvoon (4,8 %) ja myös maailmantalouden kasvuun. Sittemmin maailmankaupan arvioidaan kasvavan 3,4 % sekä vuonna 2024 että

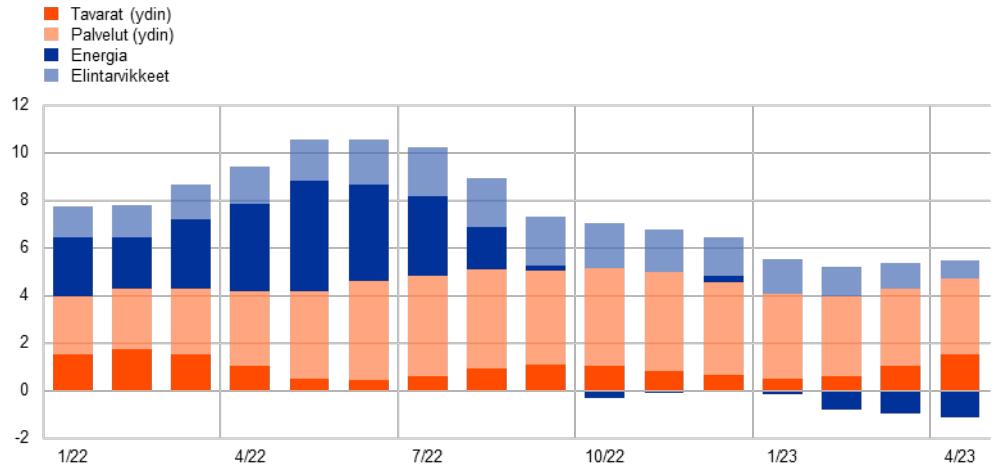
2025. Implisiittinen ulkomaankaupan jousto eli globaalin tuonnin kasvun ja globaalin BKT:n kasvun suhde on arviointijakson aikana lähellä yhtä. Tämä on sopusoinnussa pandemiaa edeltäneen vuosikymmenen lukemien kanssa mutta selvästi alhaisempi kuin pandemian aikana. Euroalueen vientikysynnän arvioidaan noudattavan vastaavaa kehitystä eli kasvavan 0,5 % tänä vuonna ja 3,1 % sekä vuonna 2024 että 2025. Maailmankaupan ja euroalueen vientikysynnän arvioita tälle vuodelle tarkistettiin pienemmiksi, mikä johtui pitkälti vuoden 2022 viimeisen neljänneksen aiemmin arvioitua heikomman ulkomaankaupan merkittävästä negatiivisesta kasvuperinnöstä sekä tämän vuoden ensimmäisen neljänneksen odotettua heikommasta ulkomaankaupan toteumasta keskeisissä talouksissa. Arviointijakson lopun ulkomaankaupan arviot ovat pääasiassa maaliskuun 2023 arvioiden mukaiset.

**Maailmantalouden pohjainflaatiopaineet ovat pysyneet vahvoina, kun taas energia- ja elintarvike-erät painavat kokonaisinflaatiota alaspäin.** OECD:n kuluttajahintainflaatio hidastui huhtikuussa 7,4 prosenttiin edelliskuun 7,7 prosentista. Vaikka kokonaisinflaatio hidastuu edelleen energian ja elintarvikkeiden inflaation hidastumisen takia, pohjainflaatio pysyi verrattain vakaana 7,1 prosentissa ja sen trendi kolmen kuukauden liukuvalla prosentimuutoksella mitattuna on jatkanut nousuaan (kuvio 3, punaiset ja oranssit palkit). Tämä viittaa maailmantalouden voimakkaiden pohjainflaatiopaineiden jatkumiseen. Vaikka ulkomaankaupan kohteena olevien hyödykkeiden hinnat jatkaisivat normalisoitumista tarjontahäiriöiden helpottuessa ja kuljetuskustannusten laskiessa, inflaatio todennäköisesti pysyy nopeana erityisesti kehittyneiden talouksien kireästä työmarkkinatilanteesta ja palkkojen nopeasta kasvusta johtuvan palveluerän sitkeän inflaation takia. Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen kasvu (kansallisissa valuutoissa) on hiipunut voimakkaasti vuoden 2022 toisen neljänneksen huipustaan raaka-aineiden hintoihin liittyvän negatiivisen vertailuajankohdan vaikutuksen takia, ja kehityksen odotetaan jatkuvan lyhyellä aikavälillä tehtyjen teknisten oletusten kehityksen mukaisesti. Kilpailijoiden hintojen odotetaan nousevan lähempänä historiallista keskiarvovauhtiaan arviointijakson loppuun saakka, kun voimakkaat kotimaiset ja ulkomaiset hinnoitteluketjun inflaatiopaineet väistyvät.

### Kuvio 3

#### OECD:n kokonaisinflaatio

(annualisoitu liukuva kolmen kuukauden prosenttimuutos)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetyt OECD:n inflaatioerien kontribuutiot on muodostettu saatavilla olevista maakohtaisista tiedoista, jotka yhdessä kattavat 84 % OECD-alueen kokonaisluvusta. Tavaroiden inflaatio on laskettu tavaroiden inflaatiovaikutuksen jäännöseränä, josta on vähennetty energia ja elintarvikkeet. Tuontihintojen tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

#### **Raakaöljyn hinta on alempi kuin maaliskuun asiantuntija-arvioissa, sillä maailmantalouden kasvuun liittyvät huolet ovat vaikuttaneet siihen enemmän kuin OPECin ja eräiden muiden öljyntuottajamaiden tarjonnan supistaminen.**

Öljyn kysyntä OECD-maissa vuoden ensimmäisellä neljänneksellä osoittautui heikommaksi kuin Kansainvälinen energiajärjestö IEA vuoden alussa ennusti. Lisäksi Venäjän öljyntuotanto osoittautui odotettua suuremmaksi. Vaikka suurin osa Venäjän raakaöljyn viennistä suuntautui Kiinaan, Intiaan ja Turkkiin, se osaltaan vaimensi Kiinan talouden uudelleen avautumisesta aiheutuneen kysynnän kasvun vaikutusta globaaliin öljyn hintaan. Lisäksi Yhdysvaltojen pankkisektorin kehitykseen liittyneet huolet maailmantalouden kasvusta voimistivat öljyn hintaan kohdistuvaa laskupainetta. Kaasun hinta Euroopassa laski edelleen kohti pandemiaa edeltänyttä keskiarvotasoaan. Kun kulutus pysyi jatkuvasti vähäisenä ja venäläistä kaasua korvattiin onnistuneesti muista lähteistä, EU:n kaasuväarojen täyttökäusi käynnistyi historiallisen korkealta 55 prosentin varastotasolta. Lisäksi EU jatkoi kaasunsäästöohjelmaansa maaliskuun 2024 loppuun saakka ja edellytti sen myötä jäsenvaltioita vähentämään kaasunkulutustaan 15 % vuosien 2017–2021 keskiarvotasolta. Tämä viittaa siihen, että jopa ilman tuontia Venäjältä EU näyttää olevan turvallisesti matkalla kohti tavoitteena olevaa 90 prosentin varastotaso ennen marraskuussa alkavaa lämmityskautta ja että kaasun tuonnin muilta toimittajilta ei tarvitse olla yhtä laajaa kuin viime vuonna.

**Globaalit rahoitusolot ovat kiristyneet kehittyneissä ja nousevissa markkinatalouksissa.** Vaikka globaalit riskitunnelmat ovat viime aikoina vakaantuneet maaliskuun alussa tapahtuneen Silicon Valley Bankin kaatumisesta aiheutuneen lyhytaikaisen häiriön jälkeen, epävarmuus on edelleen korkeaa. Yhdysvaltojen rahoitusolojen kiristyminen maaliskuisten arvioiden jälkeen johtuu pääasiassa yrityslainojen riskilisien levenemisestä, mutta myös lyhyiden korkojen nousu vaikuttaa siihen jossain määrin. Kaiken kaikkiaan globaalit rahoitusmarkkinat

vaikuttavat sitkeästä epävarmuudesta huolimatta varovaisen optimistisilta. Samaan aikaan markkinoiden odotukset Yhdysvaltojen rahapolitiikan kiristymisen suhteen kasvoivat hieman, kun maan pankkisektorin akuutti stressitilanne hellitti, mutta ne ovat edelleen alemmalla tasolla kuin maaliskuun alussa.

**Yhdysvaltojen BKT:n määrän kasvun arvioidaan hidastuneen tämän vuoden alkupuoliskolla ja elpyvän sitten vaisusti.** Kotitalouksien kulutuksen kasvun odotetaan pysyvän positiivisena työmarkkinoiden vahvuuden myötä. Rahoitusolojen kiristyminen on johtanut ei-asuinrakentamisinvestointien supistumiseen, jonka odotetaan nyt jatkuvan koko vuoden 2023, ja jatkuvan epävarmuuden odotetaan entisestään kiristävän luotonantokriteerejä ja siten hillitsevän kasvua edelleen. Sopimus Yhdysvaltojen velkakaton höllennyksestä tammikuuhun 2025 saakka on helpottanut rahoitusmarkkinoiden epävarmuutta. Sopimuksella supistetaan maltillisesti muita julkisia menoja paitsi puolustusmenoja, ja lisäksi lakisääteinen sosiaaliturva ja terveydenhuolto on jätetty leikkausten ulkopuolelle. Kuluttajahintainflaatio oli huhtikuussa 4,9 % ja pohjainflaatio puolestaan pysyi nopeana ja sitkeänä 5,5 prosentissa. Palvelut ovat inflaation sitkeyden pääasiallinen lähde, mikä johtuu asumiseen liittyvien palvelujen jäykistä hinnoista ja palkkojen kasvun maltillistumisen hitaudesta. Lisäksi tavaroiden inflaatio vilkastui toista kuukautta peräkkäin uusien ajoneuvojen hintojen kallistuttua merkittävästi ja käytettyjen ajoneuvojen sekä kuorma-autojen hintojen negatiivisen kontribuution jäädessä sitä vähäisemmäksi.

**Kiinan kulutusvetoinen elpyminen jatkuu mutta näyttää olevan hidastumaan päin.** Talouden uudelleen avautumisen jälkeen nopeasti elpynyt yksityisen kulutuksen kasvu näyttää menettäneen puhtiaan vuoden toisella neljänneksellä, eikä kulutusvetoinen elpyminen ole levinnyt tehdasteollisuuteen. Palvelusektorin PMI-indeksi viittaa vahvaan kasvuun, kun taas tehdasteollisuuden vastaava indeksi laski lievästi negatiivisen kasvun puolelle. Vähittäiskauppa kasvoi huhtikuussa voimakkaasti vuodentakaisesta, mutta tämä johtui suurelta osin vertailuajankohdan vaikutuksesta, sillä vuotta aiemmin Shanghaissa oli voimassa laaja koronasulku. Vähittäiskaupan kasvu hidastui, ja tiheästi päivitettävien tietojen mukaan tämä suunta jatkui toukokuussa. Orastavasta elpymisestä saatujen merkkien jälkeen asuntomarkkinoiden toimeliaisuus on kääntynyt laskuun. Erityisesti asuinrakennusinvestoinnit supistuivat merkittävästi, ja asuntokauppa, jonka supistuminen lähes pysähtyi maaliskuussa vuodentakaiseen verrattuna, taantui jälleen. Asuntomarkkinoiden heikkouden jatkuminen jarruttaa koko talouden kasvua. Asuntojen hintojen nousu hidastui huhtikuussa, mikä heikentää kuluttajien luottamusta. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui huhtikuussa 0,1 prosenttiin eli alimmilleen lähes kahteen vuoteen, kun elintarvike- ja energiaerien hinnat laskivat jyrkästi. Pohjainflaatio (ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja) pysyi vakaana 0,7 prosentissa.

**Japanin talouden odotetaan jatkavan maltillista kasvuaan, kun se saa tukea patoutuneesta kysynnästä ja kasvua tukevasta talouspolitiikasta.** BKT:n määrä kasvoi vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä talouden uudelleen avautumisen myötävaikutuksesta, ja kasvun odotetaan myös jatkuvan maltillisena. Palvelusektorin PMI-indeksi nousi hyvin korkealle tasolle toukokuussa, ja yritysten mukaan vahvan

vireen taustalla oli koronaan liittyneiden häiriöiden väistyminen sekä kotimaisen ja ulkomaisen turismin elpyminen. Samaan aikaan tehdasteollisuuden kasvu pysyi kuitenkin vaimeana. Inflaatio pysyi huhtikuussa verrattain nopeana ja kokonaisinflaatio kiihtyi 3,5 prosenttiin. Myös pohjainflaatio (ilman energiaa ja elintarvikkeita) kiihtyi ja saavutti 2,5 prosentin tason. Tuoreimmat indikaattorit jokakeväsistä työmarkkinaneuvotteluista kertovat historialliseen keskitasoon nähden merkittävän suurista palkankorotuksista.

**Ison-Britannian talous näyttää välttävän taantuman vuonna 2023 jatkuvasta kasvun haittatekijöistä huolimatta.** Kasvua jarruttavat tekijät liittyvät nopeana jatkuvaan kuluttajahintainflaatioon, joka vähentää käytettävissä olevia tuloja, lainanottokustannusten kasvuun sekä asuntomarkkinoiden korjausliikkeeseen. Vaikka lyhyen aikavälin kasvunäkymät ovat vähemmän negatiiviset kuin aiemmin odotettiin, talouskasvun odotetaan jatkuvan nollan tuntumassa. Kokonaisinflaatio saavutti huipputasonsa ja kääntyi laskuun vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä, ja arviota tälle vuodelle on tarkistettu merkittävästi alaspäin maaliskuun arvioihin verrattuna, koska energian hintatakuuta jatkettiin kevään talousarviossa. Kokonaisinflaation odotetaan siitä huolimatta jatkuvan reippaana, kun kireä työmarkkinatilanne ja voimakkaat palkkapaineet ruokkivat ennestäänkin sitkeää kotimaista inflaatiota.

## 2 Talouskehitys

*Euroalueen talouskasvu on ollut pysähdyksissä viime kuukausina. Kuten viime vuoden viimeisellä neljännekselläkin, talous supistui 0,1 % vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä yksityisen ja julkisen kulutuksen vähentyessä. Talouskasvu todennäköisesti jatkuu heikkona lyhyellä aikavälillä mutta vahvistuu vuoden mittaan sitä mukaa, kun inflaatio hidastuu ja kysyntähäiriöt helpottuvat edelleen. Talouden kehitys vaihtelee toimialoittain: tehdasteollisuus heikkenee edelleen, mihin vaikuttavat osaltaan globaalin kysynnän heikkeneminen ja euroalueen rahoitusolojen kiristyminen, kun taas palvelualan kehitys jatkuu vahvana. Työmarkkinat muodostavat jatkossakin kasvun lähteen. Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä syntyi lähes miljoona uutta työpaikkaa, ja työttömyysaste oli huhtikuussa historiansa alimmalla tasolla 6,5 prosentissa. Myös keskimääräisten tehtyjen työtuntien määrä kasvoi, vaikka se onkin edelleen jonkin verran pandemiaa edeltänyttä tasoaan korkeampi.*

*Samankaltainen näkemys välittyy myös euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioista, joissa euroalueen BKT:n kasvun ennakoitaan hidastuvan 0,9 prosenttiin vuonna 2023 ja palautuvan sitten 1,5 prosenttiin vuonna 2024 ja 1,6 prosenttiin vuonna 2025. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2023 arvioihin verrattuna vuosien 2023 ja 2024 kasvunäkymiä tarkistettiin 0,1 prosenttiyksikköä pienemmiksi ja vuoden 2025 näkymät pysyivät ennallaan. Talouskasvunäkymiin liittyy edelleen suurta epävarmuutta.*

### **Euroalueen talous supistui hieman vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä.**

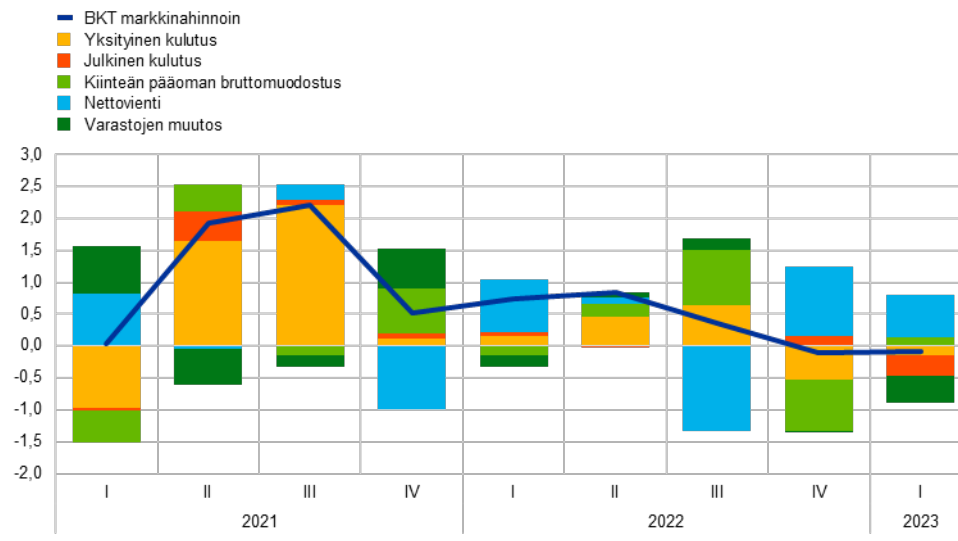
Eurostatin tarkistettujen tietojen mukaan euroalueen BKT supistui 0,1 % vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä, kun se oli heikentynyt saman verran vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä. Talous siis supistui siitä huolimatta, että se sai tukea energian hinnan laskusta, tarjontakapeikkojen helpottumisesta ja finanssipolitiikasta. Menopuolen hajotelma osoittaa, että sekä nettoviennillä että investoinneilla oli positiivinen vaikutus kasvuun (kuvio 4). Samaan aikaan kuitenkin sekä yksityisen että julkisen kulutuksen ja varastojen muutoksen kontribuutiot olivat negatiiviset. Edelliseen vuosineljännekseen verrattuna BKT kasvoi 0,6 % Italiassa, 0,5 % Espanjassa ja 0,2 % Ranskassa sekä supistui 0,3 % Saksassa ja 0,7 % Alankomaissa. Koko euroalueen heikko toteutuma liittyy osittain siihen, että Irlannin BKT supistui voimakkaasti (-4,6 %) maan monikansallisen yrityssektorin liiketoimia heijastellen. Bruttoarvonlisäys kasvoi 0,2 % ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin tuotanto kasvoi reippaasti sekä rakentamisessa että palvelualalla mutta teollisuuden arvonlisäys supistui. Verrattain suuri BKT:n ja arvonlisäyksen kasvun ero johtui tavaroiden nettomääräisten verojen merkittävästä supistumisesta, joka puolestaan perustui pitkälti energiatukien kasvuun.



## Kuvio 4

### Euroalueen BKT ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaikutukset prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä.

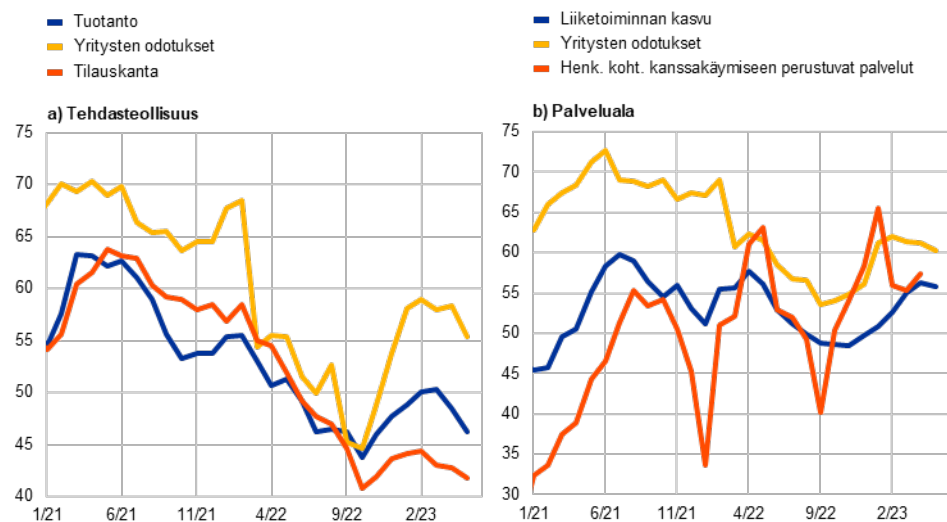
### Euroalueen tuotannon odotetaan kasvaneen maltillisesti vuoden 2023 toisella neljänneksellä pitkälti palvelusektorin vetämänä.

Uusimmat kyselytutkimuksiin perustuvat tiedot viittaavat siihen, että euroalueen talous on kasvanut hieman toisella vuosineljänneksellä. Euroalueen kokonaistuotantoa kuvaava PMI-indeksi oli toukokuussa 52,8, mikä on enemmän kuin ensimmäisellä neljänneksellä ja myös enemmän kuin indeksin pitkän aikavälin keskiarvo. Tämä kasvusignaali kuitenkin peittää sen, että sektorien elpyminen etenee eri tahdissa. Tehdasteollisuuden tuotantoa kuvaava indeksi on pudonnut kahtena peräkkäisenä kuukautena ja oli toukokuussa 46,4, mikä kertoo siitä, että tuotanto saattaa supistua edelleen (kuvio 5, kohta a). Tuoreimmat PMI-indeksin lukemat viittaavat myös tulevaa tuotantoa koskevien odotusten ja tilauskannan heikkenemiseen. Samaan aikaan palvelualan toimeliaisuutta kuvaava indeksi nousi 55,1 pisteeseen ensimmäisen neljänneksen 52,8:sta, mikä kertoi kasvun jatkumisesta (kuvio 5, kohta b). Parannus johtuu osaltaan henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen elpymisestä koronavirukseen liittyneiden rajoitusten päättymisen myötä. Myös sektorin uudet tilaukset ja kasvun jatkumista koskevat odotukset ovat nousussa, joskin aiempaa hitaammin.

## Kuvio 5

### PMI-indikaattorit eri toimialoilla

(diffuusioindeksit)



Lähde: S&P Global.

Huom. Tuoreimmat havainnot henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvista palveluista ovat huhtikuulta 2023 ja kaikista muista eristä toukokuulta 2023.

### Työmarkkinoiden kasvu ja vahvuus jatkui vuoden 2023 ensimmäisellä

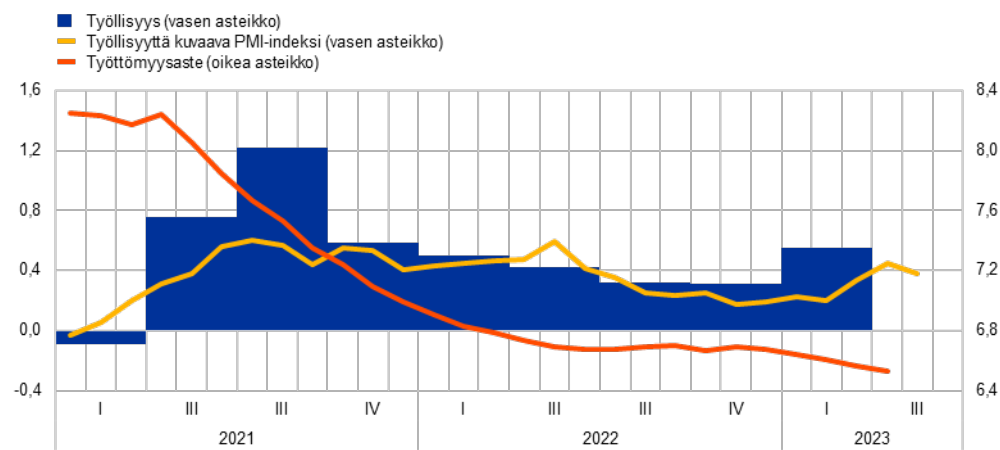
#### neljänneksellä BKT:n supistumisesta huolimatta.

Työllisyys ja tehdyt työtunnit kasvoivat vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 0,6 %. Vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä työllisten määrä on kasvanut 2,9 % ja tehtyjen työtuntien määrä 1,5 % (kuvio 6). Sen perusteella keskimääräiset tehdyt työtunnit työntekijää kohden ovat supistuneet 1,6 %. Supistuminen johtuu osittain työpaikkojen määrän voimakkaasta kasvusta julkisella sektorilla, jossa tehdään keskimäärin vähemmän työtunteja kuin taloudessa kokonaisuutena, sekä sairauslomien normaalia suuremmasta määrästä. Työvoima on kasvanut edelleen, ja se on ollut työllisyyden kasvun pääasiallinen lähde. Työttömyysaste on supistunut vähäisessä määrin viime vuosineljänneksillä, ja se oli huhtikuussa 6,5 % eli 0,2 prosenttiyksikköä alempi kuin vuotta aiemmin. Työvoiman kysyntä on pysynyt vahvana ja avoimien työpaikkojen aste verrattain vakaana 3,0 prosentissa eli koko aikasarjan korkeimman tason tuntumassa.

## Kuvio 6

### Euroalueen työllisyys, työllisyyttä kuvaava PMI-indeksi ja työttömyysaste

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



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

Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä, ja palkit kuvaavat neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä, työllisyyden PMI-indeksistä toukokuulta 2023 ja työttömyysasteesta huhtikuulta 2023.

### Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat työllisyyden kasvun jatkumiseen vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä.

Kokonaistyöllisyyttä kuvaava kuukausittainen PMI-ostopääliköindeksi laski huhtikuun 54,5 pisteestä toukokuussa 53,8 pisteeseen mutta pysyi edelleen selvästi 50 pisteen yläpuolella, joka on työllisyyden positiivista kasvua kuvaava raja-arvo. Tämä indikaattori on ollut positiivisen kasvun puolella helmikuusta 2021 ja se saavutti huippuarvonsa toukokuussa 2022. Indeksien nousun hidastuminen viittaa työllisyyden kasvun vaimenemiseen. Toimialoitainen tarkastelu osoittaa, että kyseinen indikaattori viittaa työllisyyden positiivisen kasvun jatkumiseen teollisuudessa ja erityisesti palveluissa sekä sen lievään heikkenemiseen rakennusallalla.

### Yksityinen kulutus supistui vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin tavaroiden hankinnat vähenivät.

Koholla pysynyt inflaatio ja viipyilevä epävarmuus jarruttivat käytettävissä olevien tulojen kehitystä ja ruokkivat säästämistä vuoden 2023 alussa. Tätä taustaa vasten yksityinen kulutus supistui 0,3 % ensimmäisellä vuosineljänneksellä, kun tavaroiden hankinnat vähenivät (kuvio 7, kohta a). Vähittäismyynti supistui vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä ja huhtikuussa 2023 sen kasvu oli pysähdyksissä. Uusien henkilöautojen rekisteröinnit puolestaan vähenivät vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 3,8 % ja edelleen kuukausitasolla 1,1 % huhtikuussa. Sitä vastoin kotitalouksien palvelujen kulutus kasvoi, kun se sai edelleen vauhtia talouden uudelleen avautumisen vaikutuksista.

### Tuoreet tiedot viittaavat yksityisen kulutuksen vaatimattomaan elpymiseen.

Euroopan komission kuluttajien luottamusindikaattori elpyi huhtikuussa, jolloin se sai tukea muun muassa yleistä talouskehitystä ja kotitalouksien omaa rahatilannetta koskevien odotusten paranemisesta. Indikaattorin kehitys kuitenkin tasaantui toukokuussa matalalle tasolle. Kuluttajapalvelujen näkymät ovat edelleen tavarakaupan näkymiä vahvemmat, ja henkilökohtaiseen kanssakäymiseen

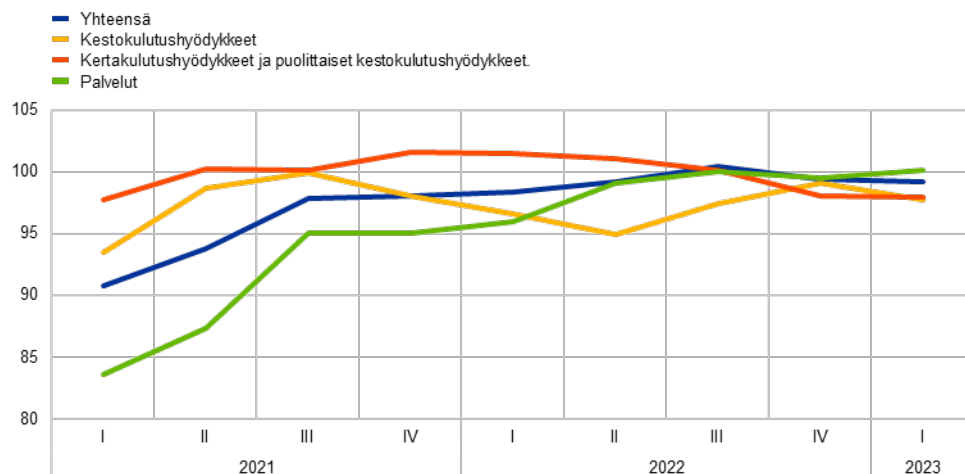
perustuvien palvelujen odotettua kysyntää mittaava Euroopan komission indikaattori oli lievästä laskustaan huolimatta sekä huhti- että toukokuussa historiallista keskiarvoaan korkeampi. Sitä vastoin kuluttajien suuria hankintoja koskevat odotukset ja vähittäiskaupan odotettu toimeliaisuus heikkenivät toukokuussa ja pysyivät historiallista keskiarvoaan heikompina (kuvio 7, kohta b). Samoin EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus (Consumer Expectations Survey, CES) kertoi huhtikuussa lomavarausodotusten kasvusta, mutta se ei antanut merkkejä kodinkoneiden hankintaodotusten kasvusta, vaan viimeksi mainitut pysyivät heikolla tasolla ja vahvistivat käsitystä palvelujen ja tavaroiden kysynnän kehityksen eriytymisestä. Rahoitusolojen kiristymisen välittyminen reaalityönteeseen todennäköisesti rajoittaisi kotitalouksien lainanottoa, lisäisi säästämistä ja heikentäisi yksityistä kulutusta. Tuoreimpien CES-kyselyn tulosten mukaan sellaisten kotitalouksien osuus on kasvussa, jotka odottavat myöhästyvänsä vaihtuvakorkoisten asuntolainojensa takaisinmaksussa.

## Kuvio 7

### Yksityisen kulutuksen indikaattorit

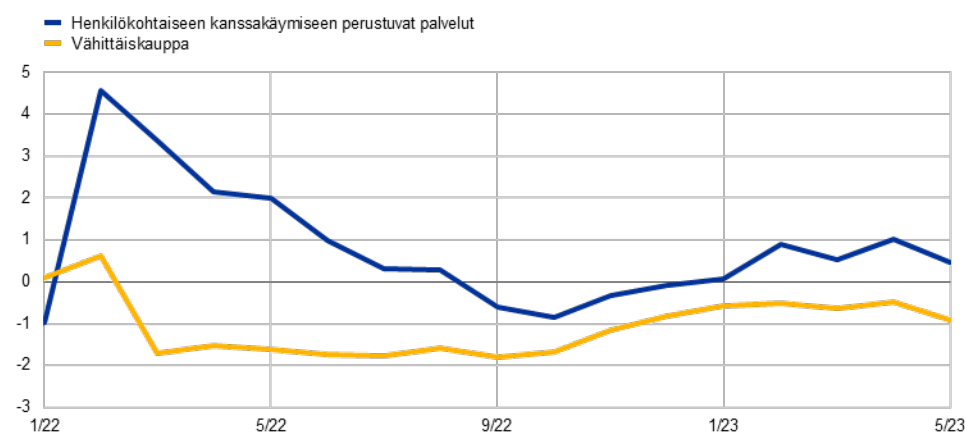
#### a) Reaalisen yksityisen kulutuksen erät

(indeksit: IV/2019 = 100)



#### b) Yritysten kysyntä- ja kasvuodotukset

(standardoituja saldolukuja)



Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio (talous- ja rahoitusasioiden pääosasto) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdassa b) henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen odotettu kysyntä kolmen seuraavan kuukauden aikana on standardoitu jaksolle 2005–2019 ja vähittäiskaupan odotettu kehitys kolmen seuraavan kuukauden aikana on standardoitu jaksolle 1985–2019. Tuoreimmat havainnot kohdassa a) ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä ja kohdassa b) toukokuulta 2023.

#### Yritysten investoinnit kasvoivat alkuvuonna 2023 supistuttuaan vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä.

Vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä muut kuin asuinrakentamisinvestoinnit supistuivat 0,1 % edellisestä neljänneksestä. Lukema olisi kuitenkin ollut suurempi, jos voimakkaasti heilahtelevat Irlannin investoinnit henkisiin omaisuustuotteisiin suljettaisiin tarkastelun ulkopuolelle. Yritysten investointien odotetaan heikentyneen toisella vuosineljänneksellä.

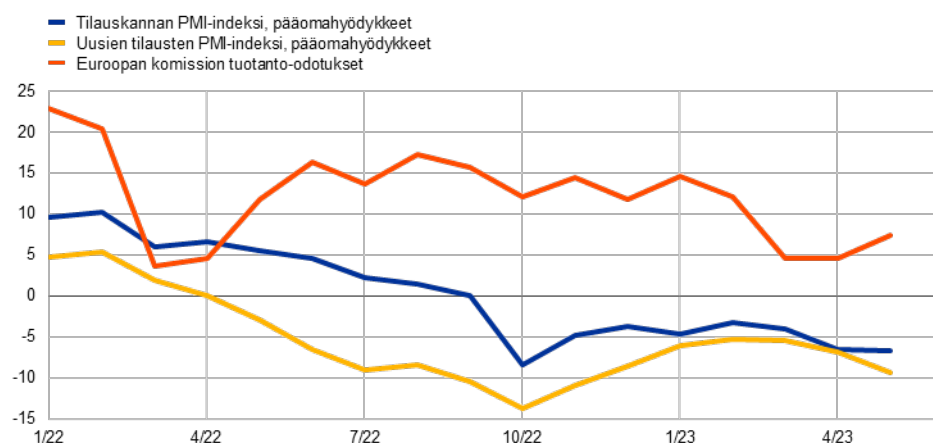
Pääomahyödykkeiden tuotanto supistui voimakkaasti maaliskuussa, mikä viittaa negatiiviseen kasvuperintöön toiselle vuosineljännekselle. Pääomahyödykesektorin tilauskannat, tehdateollisuuden luottamus, meneillään oleva liiketoiminta ja tuotanto-odotukset heikkenivät yleisesti toisella vuosineljänneksellä (kuvio 8). Uusi euroalueen suuryritysten tulospuhelujen sisältöön perustuva yritysten tulostunnelmien indikaattori kertoo, että vaikka yritysten voitot ovat laskeneet viime

vuosien korkeilta tasoilta, ne ovat edelleen verrattain vahvalla pohjalla.<sup>2</sup> Tämän voi odottaa kompensoivan lainakustannusten kasvun ja luotonantostandardien kiristymisen kasvavaa vaikutusta yritysten investointeihin. Euroopan komission 27.4.2023 julkistetun puolivuositaisen investointikyselyn mukaan yritysten näkemysten saldo (positiiviset vastaukset vähennettynä negatiivisilla vastauksilla) on parantunut lokakuun 2022 kyselyyn verrattuna. Kyselyn tulokset viittaavat investointisuunnitelmien positiiviseen kasvuun vuonna 2023 sekä tehdasteollisuudessa että palvelusektorilla. Korkeimmat saldotulokset saatiin televiestintä- ja infrastruktuurialojen kaltaisilta palvelualoilta, joille ovat tyypillisiä pitkäaikaiset digitalisaatioon tai energiasiirtymään liittyvät investoinnit ja joita tuetaan Next Generation EU -ohjelman varoilla. Kyselyssä saatiin viitteitä myös koneinvestointien ja aineettomien investointien laaja-alaisesta kasvusta, joka saattaa edelleen toteutua tänä vuonna.

### Kuvio 8

#### Pääomahyödykesektorin lyhyen aikavälin indikaattorit

(poikkeamat keskiarvoista)



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

Huom. PMI-indikaattorit on ilmaistu poikkeamina nollakasvua kuvaavasta 50 pisteen kynnysarvosta. Euroopan komission laatima tuotanto-odotusten indikaattori on laskettu poikkeamana sen pitkän aikavälin keskiarvosta. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2023.

#### Asuinrakentamisinvestoinnit kasvoivat vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä, mutta niiden odotetaan supistuvan jälleen lyhyellä aikavälillä.

Asuinrakentamisinvestoinnit kasvoivat vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 1,3 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat puolestaan supistuneet 1,6 %. Kasvu johtui todennäköisesti suotuisista sääoloista sekä yritysten vahvoista tilaukkannoista. Viimeksi mainittu johtui osaltaan siitä, että olemassa olevan tilaukkanan läpimenoaika oli pysynyt tammi–huhtikuussa lähellä historiansa korkeinta tasoa Euroopan komission neljännesvuotuisen kyselyn mukaan. Rakennustuotanto kasvoi ensimmäisellä vuosineljänneksellä keskimäärin merkittävästi, mutta se supistui voimakkaasti maaliskuussa, mikä viittaa heikkoon alkuun vuoden 2023 toisella neljänneksellä. Lisäksi rakennusalan kolmen viime kuukauden kehitystä kuvaava komission indikaattori laski huhti–toukokuussa

<sup>2</sup> Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Tulospuhelut: uutta näyttöä yritysten voitoista, investoinneista ja rahoitusoloista".

keskimäärin selvästi vuoden ensimmäiseen neljännekseen verrattuna. Myös asuinrakennustuotantoa kuvaava PMI-indeksi putosi yhä syvemmälle negatiivisen kasvun alueelle. Kysynnän supistuessa tarjontakapeikot, kuten materiaalipula ja pidentyneet toimitusajat, ovat helpottuneet merkittävästi. Tämän taustalla on se, että asuntokauppojen määrä väheni vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä monissa maissa kaksinumeroista vauhtia vuotta aiemmasta. Euroopan komission asuntojen remontointi-, osto- tai rakennusaikeita koskevan neljännesvuotuisen kyselyn mukaan markkinatunnelma parani hieman tammikuusta huhtikuuhun mutta pysyi edelleen vaisuna. Kysynnän supistuminen johtuu asuntolainakorkojen noususta, joka yhdessä reaalityulojen supistumisen ja asuntojen korkeiden hintojen kanssa vaikuttaa asunnonostokykyyn. Tämä näkyy myös asuntolainojen kysynnän merkittävänä vähenemisenä.

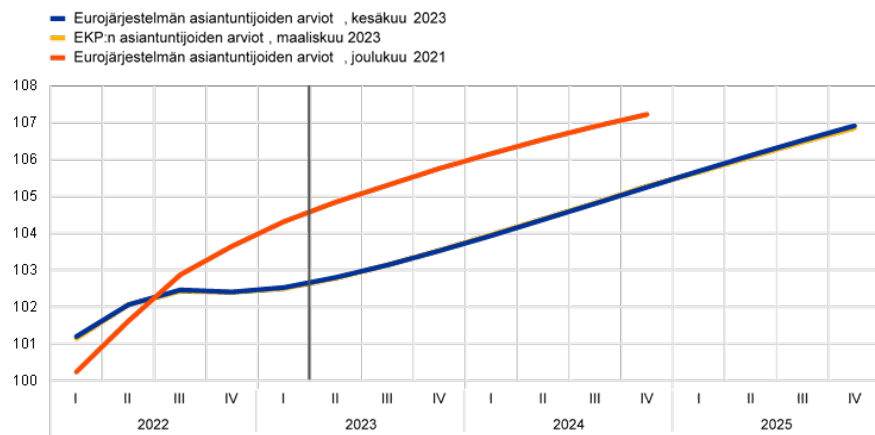
**Euroalueen vientimäärät pysyivät ensimmäisellä neljänneksellä heikkoina globaalin kysynnän heikkenemisen takia.** Euroalueen tavaroiden vienti väheni hieman vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ulkomaisen kysynnän heikkenemisen myötä. Tehdasteollisuuden vienti sai tukea tarjontakapeikkojen helpottumisesta, kun taas energian tarjontasokin pitkittyneet vaikutukset ja euron vahvistuminen myötävaikuttivat viennin heikkouteen. Palvelujen viennillä oli positiivinen vaikutus euroalueen kokonaisvientiin. Tuonti euroalueelle supistui voimakkaasti ensimmäisellä vuosineljänneksellä, kun kotimainen kysyntä hiipui ja energian tuonti väheni leudon talven ja täysien varastojen ansiosta. Koska tuonin määrä supistui, nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli ensimmäisellä vuosineljänneksellä positiivinen viennin kasvun vaimeudesta huolimatta. Euroalueen ulkomaankaupan vaihtosuhte parani edelleen, kun energian vientihintojen lasku jatkui, ja sen myötä vaihtotase nousi ripeästi ylijäämäiseksi vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä. Ennakoivat indikaattorit viittaavat euroalueen viennin määrän pysymiseen heikkona lyhyellä aikavälillä. Toimittajien toimitusajat lyhenivät edelleen toukokuussa, ja viennin kasvun voi odottaa saavan lyhyellä aikavälillä tukea eräiden keskeisten toimialojen edelleen suurten tilauskantojen purkautumisesta. Tehdasteollisuuden uusien vientitilausten kertymä kuitenkin taipui yhä syvemmälle negatiivisen kasvun puolelle, mikä viittaa euroalueella tuotettujen tavaroiden vientikysynnän pysymiseen heikkona. Samaan aikaan palvelusektorin uusien tilausten kasvu viittaa alan positiiviseen kehitykseen, joka on erityisen voimakasta matka- ja kuljetuspalvelualalla sekä muissa avoimen sektorin palveluissa, kuten tieto- ja viestintäteknologiassa.

**Hieman pidemmällä aikavälillä BKT:n kasvun odotetaan vahvistuvan asteittain.** Talouden odotetaan palautuvan kasvu-uralle tulevilla neljänneksillä, kun energian hinta maltillistuu, ulkomainen kysyntä vahvistuu, tarjontakapeikot väistyvät ja muun muassa pankkisektorin viimeaikaiseen stressiin liittynyt epävarmuus häviää. Lisäksi reaalityulojen voi odottaa paranevan niiden saadessa tukea vahvasta työmarkkinatilanteesta, kun työttömyys saavuttaa uuden ennätysmatalan tason. Vaikka EKP:n rahapolitiikan kiristyminen välittyy yhä selvemmin reaalityalouteen, luoton tarjonnan kiristymisestä aiheutuvan talouskasvua jarruttavan vaikutuksen odotetaan jäävän rajalliseksi. Kun finanssipoliittinen tuki samaan aikaan asteittain päättyy, tämä rasittaa talouskasvua keskipitkällä aikavälillä.

**Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuisen kasvun arvioidaan hidastuvan 0,9 prosenttiin vuonna 2023 (edellisvuoden 3,5 prosentista) ja sittemmin elpyvän 1,5 prosenttiin vuosina 2024 ja 1,6 prosenttiin vuonna 2025 (kuvio 9). EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2023 arvioihin verrattuna BKT:n kasvu vuosina 2023 ja 2024 on nyt arvioitu 0,1 prosenttiyksikköä hitaammaksi pääasiassa rahoitusolojen kiristymisen takia. Vuoden 2025 BKT:n kasvuarvio on ennallaan, koska rahoitusolojen kiristymisen vaikutusten arvioidaan tasoittuvan käytettävissä olevien tulojen kasvun ja epävarmuuden vähentymisen vaikutuksesta.**

**Kuvio 9**  
Euroalueen BKT

(indeksi: IV/2019 = 100, kausivaihtelusta puhdistetut ja työpäiväkorjatut neljännesvuotuiset tiedot)



Lähteet: Eurostat ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2023).  
Huom. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arviointijakson alku on merkitty pystyviivalla.



## Hinnat ja kustannukset

*Eurostatin pika-arvion mukaan inflaatiovauhti oli 6,1 % toukokuussa jatkaen jälleen lokakuussa 2022 alkanutta hidastumistaan. Kaikki pääerät – energia, elintarvikkeet, palvelut sekä muut teollisuustuotteet kuin energia – myötävaikuttivat kokonaisinflaation hidastumiseen. Hintapaineet pysyivät vahvoina, mutta niissä oli joiltakin osin myös alustavia helpottumisen merkkejä, kun korkeiden energiakustannusten, tarjontakapeikkojen ja talouden uudelleen avautumisen vaikutukset hiljalleen hälvenevät. Palkkapaineista on tullut yhä tärkeämpi inflaation lähde, ja voitot pysyivät verrattain suurina aloilla, joilla on kysynnän ja tarjonnan epätasapainoa. Tuoreimmat käytettävissä olevat tiedot pohjainflaatiosta antavat joitakin alustavia merkkejä hidastumisesta, mutta pohjainflaatio on edelleen koholla. Vaikka useimmat pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit pysyivät 2 prosentin tuntumassa, jotkut indikaattorit ovat pysyneet koholla ja antavat aiheita jatkuvaan seurantaan. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioissa euroalueen vuotuisen kokonaisinflaation arvioidaan jatkavan hidastumistaan ja olevan 5,4 % vuonna 2023 ja 3,0 % vuonna 2024 sekä 2,2 % vuonna 2025.*

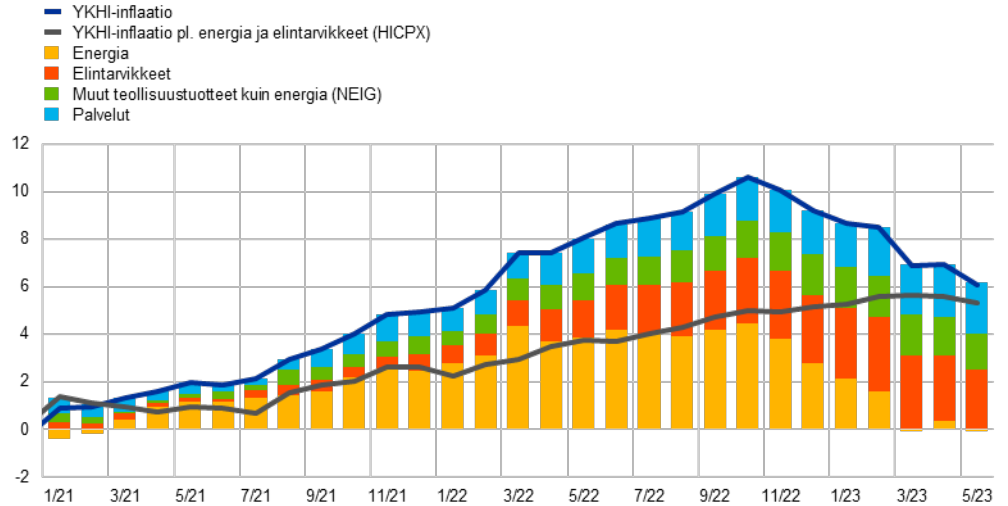
**Eurostatin pika-arvion mukaan YKHI-inflaatio hidastui toukokuussa 6,1 prosenttiin huhtikuun 7,0 prosentista, jolloin se oli kiihtynyt hieman energian inflaatioon liittyvän vertailuajankohdan vaikutuksen takia (kuvio 10).**

Hidastuminen toukokuussa johtui kaikista YKHI-inflaation pääeristä (energia, elintarvikkeet, palvelut sekä muut teollisuushyödykkeet kuin energia). Energian inflaatio hidastui toukokuussa -1,7 prosenttiin ja palasi näin lasku-uralleen huhtikuun 2,4 prosentin nousun ja maaliskuun 0,9 prosentin laskun jälkeen. Energian hinnan yleinen lasku viime kuukausina on liittynyt kaasun ja sähkön tukkuhintojen laskuun. Elintarvikkeiden inflaatio hidastui edelleen huhtikuun 13,5 prosentista 12,5 prosenttiin toukokuussa, jolloin sekä jalostamattomien että jalostettujen erien inflaatio hidastui. Tämä kehitys on sopusoinnussa tarjontaketjun kustannuspaineiden helpottumisen kanssa, joka johtuu energian ja muiden kustannussokkien välillisten vaikutusten hälventymisestä. YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) oli toukokuussa 5,3 % oltuaan huhtikuussa 5,6 %, joten se hidastui nyt toista kuukautta peräkkäin. Tämä johtui sekä palvelujen että muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaation hidastumisesta. Viimeksi mainittu hidastui toukokuussa 5,8 prosenttiin huhtikuun 6,2 prosentista, mikä johtui todennäköisesti suurelta osin tarjontakapeikoista ja energiakustannusokeista johtuvien kustannuspaineiden hellittämisestä. Se saattoi osittain heijastella myös pandemian jälkeen havaittua kysynnän siirtymistä tavaroista palvelujen suuntaan. Myös palvelujen inflaatio hidastui toukokuussa hieman eli 5,0 prosenttiin huhtikuun 5,2 prosentista.

## Kuvio 10

### Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2023 (pika-arvio).

### Useimmat euroalueen pohjainflaation indikaattorit osoittavat varhaisia

### merkkejä hidastumisesta, joskin ne ovat edelleen koholla ja epävarmuus on

### suurta (kuvio 11). Tuoreimpien käytettävissä olevien tietojen mukaan useimmat

vuotuisen pohjainflaation indikaattorit laskivat huhtikuussa. HICPX-inflaatio hidastui

toukokuussa 5,3 prosenttiin (pika-arvio), mikä vahvisti odotuksia pohjainflaation

kestävästä hidastumisesta. Edelliskuukauteen verrattuna

pohjainflaatioindikaattoreista nousivat huhtikuussa enää vain superpohjainflaatio

(joka koostuu suhdanneherkistä YKHI-eristä) ja kotimaisen inflaation indikaattori

(josta on suljettu pois korkean tuontisisällön erät). Tämä kertoo joistakin

pitkäaikaisemmista kotimaisista kustannuspaineista. Kun samalla eräiden aiempien

energiakustannuksiin ja tarjontaketjuun liittyvien sokkien vaikutuksia välittyi edelleen

hintoihin viipeellisesti, pohjainflaatiovauhti on siten pysynyt koholla. Tarkasteltavien

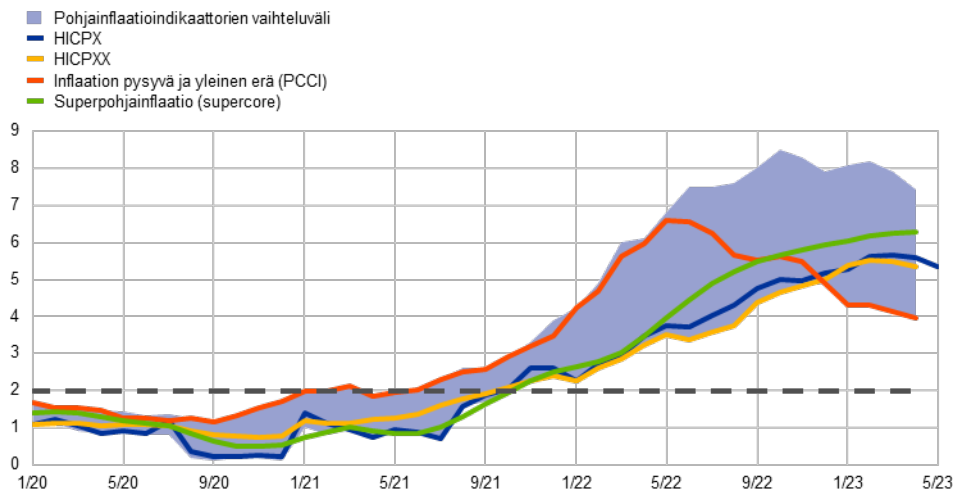
indikaattorien vaihteluväli kapeni huhtikuussa mutta pysyi historiallisesti katsoen

leveänä, mikä kertoi siitä, että epävarmuus on edelleen koholla.

## Kuvio 11

### Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjaininflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; HICPX, HICPXX, YKH:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKH:n keskitetty keskiarvo (30 %), PCCI sekä YKH:n painotettu mediaani.

Harmaa katkoviiva osoittaa EKP:n keskipitkän aikavälin kahden prosentin inflaatiotavoitetta. Tuoreimmat havainnot HICPX:stä ovat toukokuulta 2023 (pika-arvio) ja muista indikaattoreista huhtikuulta 2023.

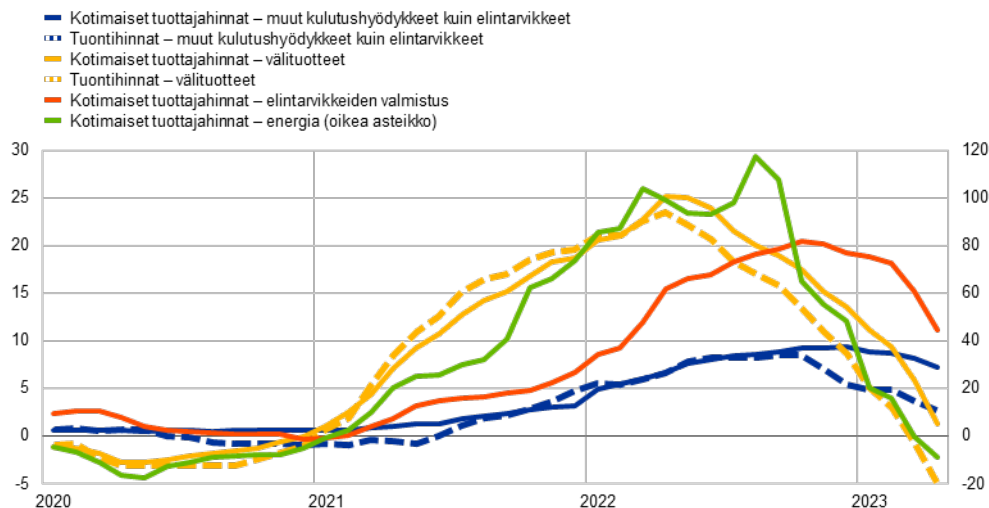
### Hinnoitteluketjun kustannuspaineet helpottuivat edelleen, mutta jotkut indikaattorit – erityisesti ketjun loppupäästä – ovat edelleen historiallisesti katsoen korkealla (kuvio 12).

Hinnoitteluketjun alkupään hintapaineet vähenivät edelleen merkittävästi huhtikuussa, jolloin välituotteiden kotimainen tuottajahintainflaatio hidastui 1,3 prosenttiin maaliskuun 5,8 prosentista. Välituotteiden tuontihintojen vuotuinen kasvuvauhti laski yhä negatiivisemmaksi eli maaliskuun -0,8 prosentista -4,8 prosenttiin huhtikuussa, mikä johtui osittain euron valuuttakurssin vahvistumisesta syksyllä 2022. Energiahintasokkien vaikutuksen hälveneminen näkyi myös energian tuottajahintainflaatiossa, joka painui huhtikuussa negatiiviseksi. Hinnoitteluketjun loppupäässä muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio hidastui maaliskuun 8,2 prosentista huhtikuussa 7,2 prosenttiin. Se on kuitenkin edelleen huomattavan nopea. Samaan aikaan muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuontihintojen vuotuinen inflaatio hidastui 2,8 prosenttiin 3,7 prosentista. Hinnoitteluketjun inflaatiopaineiden hellittäminen viittaa aikaisempien hintasokkien vaikutusten hälvenemiseen. Myös elintarvikkeiden tuottajahintojen nousu hidastui: huhtikuussa niiden vuotuinen kotimainen tuottajahintainflaatio oli 11,2 % ja vastaava tuontihintainflaatio 3,5 %.

## Kuvio 12

### Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

### Kotimaiset kustannuspaineet BKT:n deflaattorilla mitattuna kasvoivat edelleen vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä yksikkötyökustannusten ja yksikkökohtaisen voiton kasvun myötä (kuvio 13).

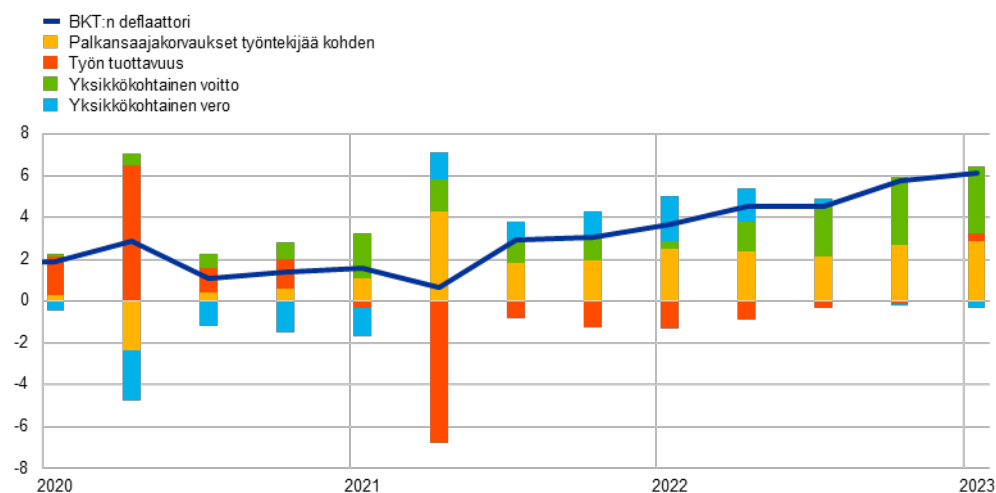
BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 6,2 prosenttiin vuoden 2022 viimeisen neljänneksen 5,8 prosentista eli HICPX-inflaatiota ripeämmin. Yksikkövoitto ja yksikkötyökustannukset aiheuttivat kumpikin noin puolet BKT:n deflaattorin kasvusta, kun taas yksikkökohtaisten verojen vaikutus oli hieman negatiivinen. Yksikkövoiton vaikutus BKT:n deflaattoriin oli historiallisesti katsoen suuri.<sup>3</sup> Tämä viittaa siihen, että kysynnän ja tarjonnan tasapainottomuudet joillakin sektoreilla eivät ole vielä täysin poistuneet ja että yritykset ovat hyötynet suotuisasta hinnoitteluympäristöstä, jossa tuotantopanosten hintojen nousu on kyetty siirtämään myyntihintoihin. Yksikkötyökustannusten kasvu johtui pääasiassa työn tuottavuuden heikkenemisestä vuoden 2022 viimeisen neljänneksen 0,3 prosentista vuoden 2023 ensimmäisen neljänneksen -0,6 prosenttiin. Positiivinen vaikutus oli myös sillä, että työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu kiihtyi samalla jaksolla 4,8 prosentista 5,2 prosenttiin. Palkkapaineiden vahvistuminen näkyi myös sopimuspalkkojen kasvuvauhdin kiihtymisenä 4,3 prosenttiin vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä edellisen vuosineljänneksen 3,1 prosentista. Viimeaikaisista palkkaneuvotteluista saadut tiedot viittaavat siihen, että nimelliset palkkapaineet pysyvät jatkossakin voimakkaina erityisesti, jos eräissä euroalueen maissa sovitut merkittävät kertakorvaukset otetaan huomioon.

<sup>3</sup> Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet kotimaisten hintapaineiden viimeaikaiseen vahvistumiseen euroalueella?".

### Kuvio 13

#### BKT:n deflaattorin hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä. Sekä työvoimakustannukset työntekijää kohden että työn tuottavuus vaikuttavat yksikkötyökustannusten muutoksiin.

#### Useimmat euroalueen pidempiaikaisten inflaatio-odotusten kyselypohjaiset indikaattorit ovat pysyneet 2 prosentin tuntumassa, kun taas markkinapohjaiset mittarit ovat hieman nousseet.

Ennustelaitosten kyselyihin perustuvat indikaattorit pitkän aikavälin inflaatio-odotuksista ovat pysyneet EKP:n kahden prosentin inflaatiotavoitteen tasolla. EKP:n vuoden 2023 toisen neljänneksen SPF-kyselyn mukaan pidemmän aikavälin inflaatio-odotuksen keskiarvo (vuodelle 2027) pysyi ennallaan 2,1 prosentissa ja toukokuun 2023 SMA-kyselyn pitkän aikavälin inflaatio-odotus pysyi 2,0 prosentissa eli samalla tasolla kuin maaliskuussa. Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit (jotka perustuvat ilman tupakkaa laskettuun YKHLiin) nousivat kesäkuun puolivälissä päättyneellä tarkastelujaksolla hieman kaikissa maturiteeteissa, kun markkinaosapuolet kiinnittivät yhä enemmän huomiota ydininflaation sitkeyteen euroalueella ja muualla. Odotettua maltillisemmat euroalueen pohja- ja kokonaisinflaatiototeutumat toukokuun lopussa eivät vaikuttaneet merkittävästi kyseisten indikaattorien perustana olevaan hinnoitteluun termiinimarkkinoilla. Horisontin lyhyessä päässä yhden vuoden eteenpäin katsova inflaatioidonnainen swapkorko oli kesäkuun puolivälissä 0,15 prosenttiyksikköä korkeampi kuin tarkastelujakson alussa maaliskuun puolivälissä. Myös pidemmässä päässä viiden vuoden eteenpäin katsova inflaatiouahti viiden vuoden päästä nousi tarkastelujakson aikana melkein 0,15 prosenttiyksikköä ja oli sen lopussa noin 2,5 %. On kuitenkin syytä ottaa huomioon, etteivät markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit kuva pelkästään markkinaosapuolten aitoja inflaatio-odotuksia, vaan ne sisältävät myös inflaatoriskejä kattavan inflaatiopreemion. EKP:n tuoreimmassa kuluttajaodotusten kyselytutkimuksessa (Consumer Expectations Survey, CES) huhtikuulta 2023 mediaaniodotus kokonaisinflaatiosta kolmen vuoden päästä laski merkittävästi 2,9 prosentista 2,5 prosenttiin ja vuoden päästä 5,0 prosentista 4,1 prosenttiin.<sup>4</sup> Siten

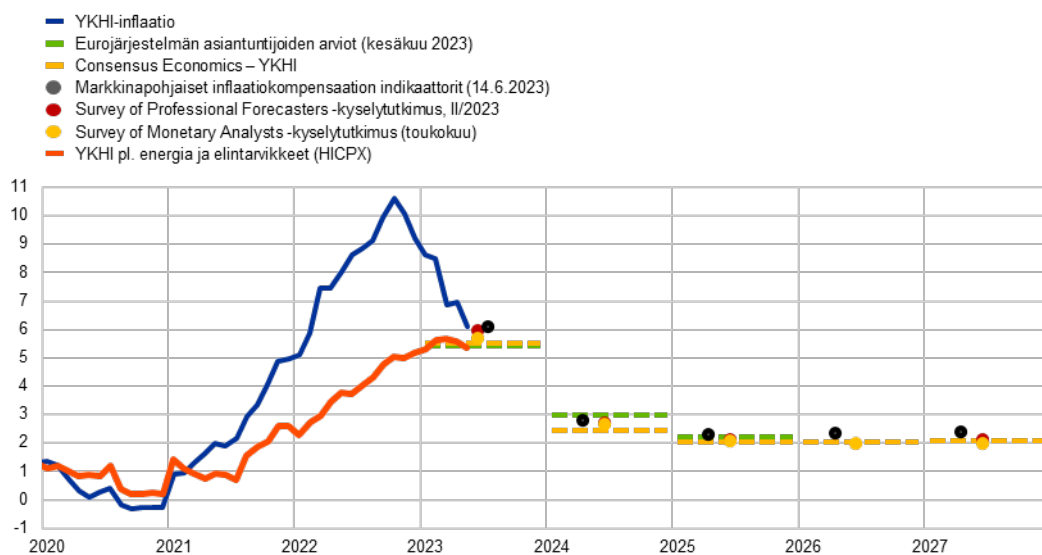
<sup>4</sup> Ks. EKP:n 6.6.2023 julkaistu lehdistötiedote ”ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023”.

maaliskuussa havaittu nousu inflaatio-odotuksesta kolmen vuoden päästä on pitkälti tasoittunut, mikä viittaa siihen, että tämä väliaikainen nousupiikki saattoi johtua Euroopan rahoitusmarkkinoihin liittyneistä epävarmuudesta ja huolista.

#### Kuvio 14

#### Inflaatio-odotuksia kuvaavat kyselyindikaattorit ja markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimus, euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2023) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten indikaattorien aikasarja perustuu toteutuneeseen vuotuisen inflaatiovauhtiin sekä eteenpäin katsovaan vuotuisen inflaatiovauhtiin yhden, kahden ja kolmen vuoden päästä. Tuoreimmat havainnot markkinaperusteisista indikaattoreista on päivätty 14.6.2023. Vuoden 2023 toista neljänestä koskeva EKP:n SPF-kysely toteutettiin 31.3.–5.4.2023. Consensus Economicsin pitkän aikavälin ennusteet huhtikuussa 2023 käytettävissä olleiden tietojen perusteella sekä lyhyen aikavälin ennusteet vuosille 2023 ja 2024 toukokuussa 2023 käytettävissä olleiden tietojen perusteella. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 31.5.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin. Tuorein havainto YKHIstä on toukokuulta 2023 (pika-arvio).

#### Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioissa euroalueen vuotuisen kokonaisinflaation arvioidaan hidastuvan 5,4 prosenttiin vuonna 2023 ja 3,0 prosenttiin vuonna 2024 sekä edelleen 2,2 prosenttiin vuonna 2025 (kuvio 15).

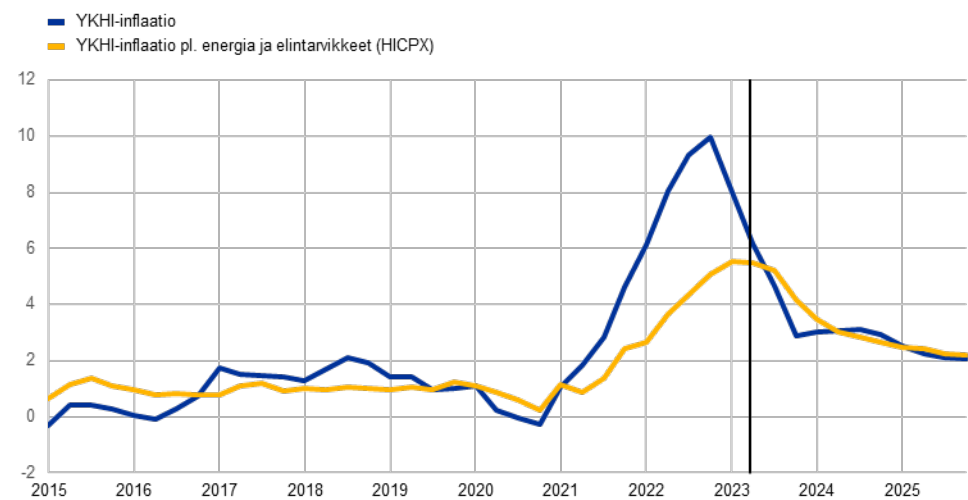
Kokonaisinflaatio on hidastunut viime vuoden lokakuusta lähtien, joskin se on osoittautumassa aiemmin odotettua sitkeämmäksi, vaikka hintapaineiden hellittämisestä esiintyy alustavia merkkejä. Energian inflaation odotetaan hiipuvan yhä negatiivisemmäksi vuonna 2023 raaka-aineiden hintojen laskiessa edelleen, ja elintarvikkeiden inflaation odotetaan maltillistuvan. Tarjontakapeikkojen helpottuessa näiden tekijöiden odotetaan hidastavan kokonaisinflaation 3,0 prosenttiin vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä. Inflaation odotetaan pysyvän tällä tasolla vuonna 2024, jolloin finanssipoliittisten toimien odotetaan päättyvän, ja hidastuvan edelleen vuonna 2025. YKHI-inflaatio pl. energia ja elintarvikkeet (HICPX) hidastuu asteittain vuonna 2023 ja on keskimäärin 5,1 % vuonna 2023 sekä 3,0 % vuonna 2024 ja 2,3 % vuonna 2025. Tarjontaketjun inflaatiopaineiden hellittämisen odotetaan vaikuttavan siihen enemmän kuin työvoimakustannusten kasvupaineiden voimistumisen, kun palkat nousevat edelleen historiallista keskiarvoaan nopeammin ostovoiman heikkenemisen kompensoimiseksi sekä työmarkkinoiden kireyden takia. Yksikkövoittojen odotetaan pienenevän ja siten pehmentävän jossain määrin

työvoimakustannusten kasvun vaikutusta. Arviointijakson kuluessa energian hinnan välillisten vaikutusten hälvenemisen, tarjontakapeikkojen helpottumisen ja rahapolitiikan tasapainottavan vaikutuksen voi odottaa osaltaan hillitsevän inflaatiovauhtia. Maaliskuun 2023 asiantuntija-arvioihin verrattuna kokonaisinflaation ennakoitu kehityskulku on pysynyt jokseenkin samanlaisena ja sitä on tarkistettu 0,1 prosenttiyksiköllä ylöspäin jokaiselle vuodelle. HICPX-pohjainflaatioennustetta on nostettu odotettua voimakkaamman toteutuneen inflaatiokehityksen sekä yksikkötyökustannuksista johtuvan paineen takia.

### Kuvio 15

#### Euroalueen YKHI- ja HICPX-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2023). Huom. YKHI tarkoittaa yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. HICPX tarkoittaa ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettua YKHI-inflaatiota. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja viimeisimmät arviot koskevat vuoden 2025 viimeistä neljänneistä. Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arviot viimeisteltiin toukokuun lopussa, ja niiden tekniset oletukset perustuvat 23.5.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin. Toteutunutta YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot ovat neljännesvuotuisia. YKHI-ennuste on neljännesvuotuinen ja HICPX-ennuste vuotuinen.

## 4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

*Tarkastelujaksolla (16.3.–14.6.2023) euroalueen rahoitusmarkkinat vakautuivat Yhdysvalloista ja Sveitsistä maaliskuun alussa alkaneen pankkisektorin levottomuuden jälkeen. Kun huolet levottomuuden vaikutuksista talouteen vähitellen hälvänsivät, markkinaosapuolet tarkistivat koronnostoja koskevia odotuksiaan, volatiliiteetti väheni, osakemarkkinat elpyivät ja yritysten joukkolainojen tuottoerot kapenivat. Toukokuun lopussa riskittömät korot laskivat hieman kaikissa maturiteeteissa, mikä osaksi johtui odotettua hitaammasta pohjainflaatiosta ja kokonaisinflaatiosta euroalueella. Kaiken kaikkiaan €STR-koron aikarakennetta kuvaava käyrä jyrkkeni lyhyimpien korkojen kohdalla ja oli huipussaan 3,80 prosentin tasolla tarkastelujakson päätteeksi kesäkuun puolellavälissä, vaikkakin taso oli edelleen matalampi kuin maaliskuun alussa ennen pankkisektorin levottomuutta. Euroalueen pitkissä riskittömissä koroissa heijastui Ison-Britannian ja Yhdysvaltain vastaavien korkojen nousu vain osittain, ja ne asettuivat hieman maaliskuun puolenvälin tasoa korkeammalle. Valtionlainamarkkinoihin pankkisektorin tapahtumat eivät juurikaan vaikuttaneet, eivätkä tuottoerot näyttäneet reagoivan EKP:n neuvoston toukokuussa 2023 julkaisemaan ilmoitukseen omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) tehtävien uudelleensijoitusten lopettamisesta heinäkuussa 2023. Osakehinnat euroalueella nousivat tarkastelujaksolla kokonaisuudessaan vähemmän kuin Yhdysvalloissa. Euroalueen pankkiosakkeet sen sijaan menestyivät Yhdysvaltoja paremmin. Yhdysvaltain velkakattoa koskevasta poliittisesta epävarmuudesta johtuva rahoitusmarkkinoiden levottomuus välittyi euroalueellekin, mutta pysyi pääosin hallinnassa. Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui.*

**Yön yli -indeksiswapkoron (OIS-koron) aikarakennetta kuvaava käyrä jyrkkeni kaikkein lyhyimpien korkojen kohdalla, ja €STR-koron aikarakennetta kuvaava käyrä oli korkeimmillaan 3,8 prosentissa (kuvio 16).** Euromääräisten

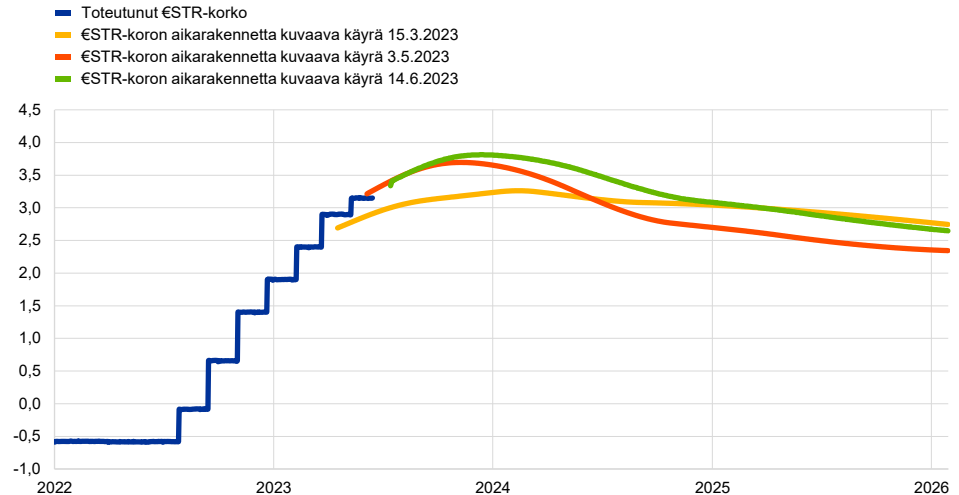
markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) mukaili tiiviisti talletuskoron muutoksia. EKP:n neuvosto nosti talletuskorkoa 0,50 prosenttiyksiköllä (2,5 prosentista 3 prosenttiin) 16.3.2023 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa ja 0,25 prosenttiyksiköllä (3 prosentista 3,25 prosenttiin) 4.5.2023 pitämässään kokouksessa. Maaliskuun alussa €STR-korkoon perustuvien OIS-korkojen aikarakennetta kuvaavan käyrän perusteella markkinaosapuolten odotukset joulukuun 2023 korkotasosta olivat korkeimmillaan 4 %. Pankkisektorin levottomuuden aiheuttaman huolen vuoksi korkein odotustaso laski ja oli 3,3 prosenttia lokakuussa 2023. Maaliskuun jälkipuoliskolla rahapolitiikkaa koskevat markkinaosapuolten odotukset muuttuivat jälleen korkeampien korkojen suuntaan, kun EKP:n neuvosto nosti talletuskorkoa ja samalla totesi, että euroalueen pankkisektorin häiriönsietokyky on vahva. OIS-korkojen aikarakennetta kuvaavan käyrän perusteella EKP:n toukokuinen korkopäätös ei vaikuttanut merkittävästi markkinaosapuolten odotuksiin ohjauksorkojen tulevasta kehityksestä. Sen sijaan toukokuun lopussa julkaistut odotettua alhaisemmat euroalueen pohja- ja kokonaisinflaatioluvut hillitsivät hieman ohjauksorkoja koskevia odotuksia. Koko tarkastelujaksolla OIS-korkojen aikarakennetta kuvaava käyrä jyrkkeni kaikkein lyhyimpien korkojen kohdalla, ja korkoja koskevat odotukset olivat sen perusteella korkeimmillaan 3,8 prosentissa lokakuussa 2023. Ennen EKP:n toukokuun rahapolitiikkakokousta vallinneeseen



käyrään verrattuna kesäkuun puolenvälin käyrässä näkyy vastaava piikki, mutta sen jälkeinen termiinikorkojen lasku on loivempi.

### Kuvio 16 €STR-termiinikort

(vuotuisia prosentteja)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

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

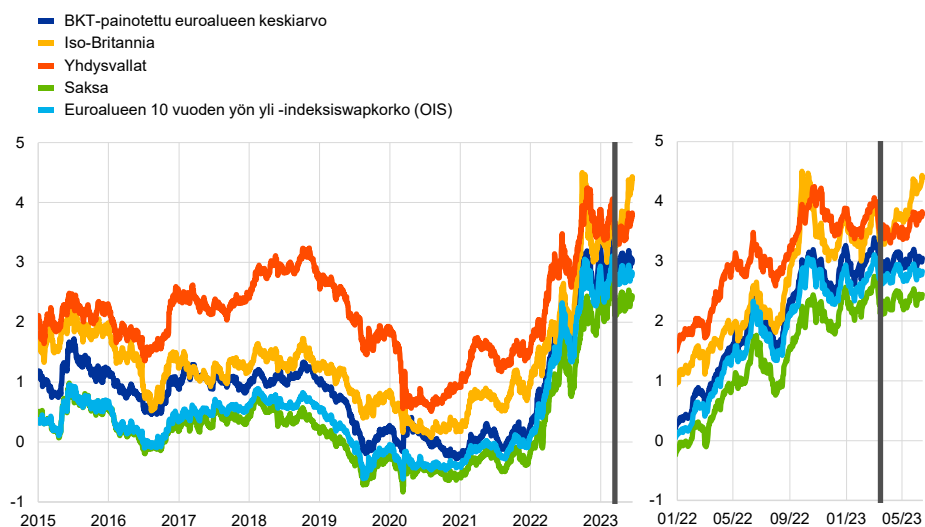
### Euroalueen pitkissä riskittömissä koroissa heijastui Ison-Britannian ja Yhdysvaltain vastaavien korkojen nousu vain osittain, ja ne asettuivat hieman tarkastelujakson alun eli maaliskuun puolenvälin tasoa (kuvio 17)

**korkeammalle.** Euroalueen pitkät riskittömät korot laskivat huomattavasti tarkastelujakson alussa maaliskuun puolessavälissä, kun markkinaosapuolten ohjaukorkoja koskevat odotukset muuttuivat pankkisektorin levottomuuden seurauksena. Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuottoero oli maaliskuun puolessavälissä 3 %. Tästä lähtökohdasta se vaihteli noin 0,40 prosenttiyksikön alueella ja oli tarkastelujakson päätteeksi kesäkuun puolessavälissä 0,10 prosenttiyksikköä korkeampi (3,1 %). Ero etenkin Ison-Britannian pitkien riskittömien korkojen huomattavaan nousuun nähden oli siis selkeä. Yhdysvaltain 10 vuoden joukkolainojen tuotto nousi 0,20 prosenttiyksikköä ja oli kesäkuun puolessavälissä 3,8 %, ja Ison-Britannian joukkolainojen tuotto nousi 1,00 prosenttiyksikköä ja oli 4,4 %. Tärkeimmät joukkolainatuottojen kasvuun vaikuttaneet tekijät olivat kiista Yhdysvaltain velkakatosta, josta päästiin yksimielisyyteen 31.5, sekä riskinottohalukkuuden lisääntyminen ja Englannin pankin rahapolitiikan edelleen kiristytvä mitoitus.

### Kuvio 17

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

(vuotuisia prosentteja)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 16.3.2023. Tuoreimmat havainnot 14.6.2023.

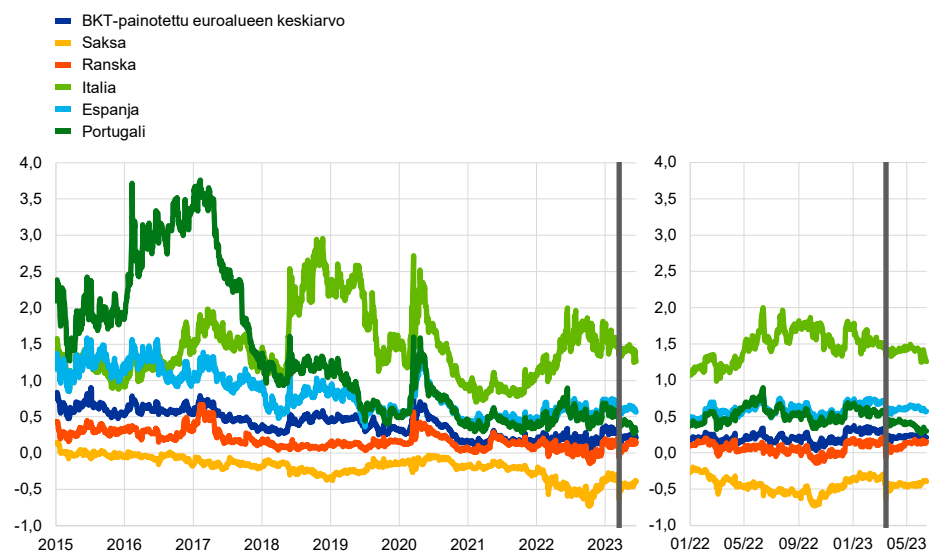
#### **Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot kehittivät enimmäkseen samaan tahtiin riskittömien korkojen kanssa, kun pankkisektoria koskevat huolet eivät vaikuttaneet joukkolainojen tuottoeroihin (kuvio 18).**

Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotetut tuottoerot €STR-viitekorkoon perustuvaan OIS-korkoon nähden nousivat tarkastelujaksolla vain hieman, samoin kuin useimpien valtioiden joukkolainojen tuottoerot, jotka pysyivät pääosin ennallaan. Nousun keskeinen taustatekijä oli Saksan valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoero, joka kasvoi 0,12 prosenttiyksikköä ja kääntyi vähemmän negatiiviseksi. Tämä kertoo osaksi siitä, että pankkisektorin levottomuuden aiheuttama siirtymä riskittöminä pidettyihin sijoituskohteisiin vaihtoi nyt suuntaa. EKP:n neuvoston toukokuinen ilmoitus omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtävien uudelleensijoitusten lopettamisesta heinäkuussa 2023 ei näyttänyt vaikuttavan tuottoeroihin. Tuottoerojen merkittävä liike tarkastelujaksolla oli Kreikan valtion joukkolainojen tuottoeron lasku 21. toukokuuta maan parlamenttivaalien ensimmäisen kierroksen jälkeen. Tämä vahvisti markkinaosapuolten odotuksia näiden joukkolainojen luottoluokituksen mahdollisesta korottamisesta investointiluokkaan tulevana kuukausina. Kreikan valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoero laski tarkastelujaksolla 0,60 prosenttiyksikköä.

## Kuvio 18

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

(prosenttiyksiköitä)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 16.3.2023. Tuoreimmat havainnot 14.6.2023.

### Yritysten joukkolainojen tuottoerot supistuivat riskinottohalukkuuden kasvamisen myötä.

High yield -luokan joukkolainojen tuottoerot supistuivat 0,77 prosenttiyksikköä ja investointiluokan 0,13 prosenttiyksikköä. Näin ne palautuivat miltei kokonaan pankkisektorin levottomuutta edeltäneelle tasolle. Vaikka tuottoerot ovatkin hieman suuremmat kuin ennen pankkisektorin levottomuutta, yritysten bruttoemissiot ovat historiallisella normaalitasollaan. Vuoden 2023 alussa bruttoemissiot olivat viimeisten kymmenen vuoden keskiarvoa vahvemmat, mutta tyrehtyivät miltei kokonaan pankkimarkkinoiden levottomuuden alettua ja tuottoerojen laajennuttua. Tilanteen rauhoituttua ja tuottoerojen alettua supistua bruttoemissiot vilkastuivat jälleen. Yritysten kyky mukautua vallitsevaan markkinatilanteeseen ja vähentää velkapapereiden liikkeeseenlaskua silloin, kun joukkolainojen tuottoerot laajenivat, on saattanut estää tuottoeroja laajenemasta enempiä pankkisektorin levottomuuden aikana.

### Euroalueen osakehinnat nousivat tarkastelujaksolla osakemarkkinoiden levottomuuden vähennyttyä (kuvio 19).

Tarkastelujakson aikana euroalueen osakemarkkinaindeksit nousivat laaja-alaisesti 5 % ja palautuivat pankkisektorin levottomuuden aikana syntyneistä tappioista lähes kokonaan. Pankkien osakehinnat eivät kuitenkaan ole vielä täysin toipuneet. Yhdysvaltain velkakattoon liittyneen kriisiuhan yhteydessä osakemarkkinat pysyivät melko rauhallisina molemmin puolin Atlanttia. Vaikka kriisin vaikutus näkyi pitempään amerikkalaispankkien osakehinnoissa, kokonaisuutena Yhdysvaltain osakeindeksit selviytyivät euroaluetta paremmin. Ne saivat tukea yritysten ja erityisesti teknologiayritysten odotettua paremmista tuloksista, jotka Yhdysvaltain indekseissä painottuvat suhteellisesti enemmän kuin euroalueella. Muiden kuin pankkisektorin yritysten osakehinnat nousivat euroalueella 4,5 %, mikä johtui odotettua suuremmista osingoista ja

osakkeiden takaisinostoista sekä lyhyen aikavälin tulosodotusten noususta, jota tosin pitkän aikavälin tulosodotusten heikkeneminen hieman tasoitti. Yhdysvalloissa muiden kuin pankkisektorin yritysten osakehinnat nousivat tarkastelujaksolla 11 %. Pankkiosakkeiden hinnat puolestaan nousivat euroalueella 5,7 % ja Yhdysvalloissa 1,9 %.

### Kuvio 19

#### Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 16.3.2023. Tuoreimmat havainnot 14.6.2023.

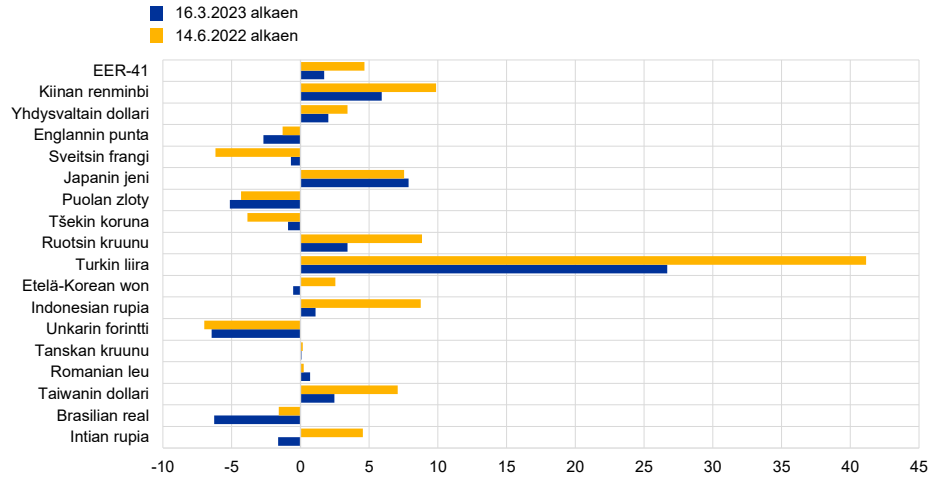
#### Euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui valuuttamarkkinoilla (kuvio 20).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 41 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui tarkastelujaksolla 1,7 %. Tärkeimmistä valuutoista euron kahdenvälinen kurssi vahvistui Yhdysvaltain dollariin nähden 2,0 % huolimatta ohjauksorkojen eron kasvamisesta tarkastelujakson aikana, Kiinan renminbiin nähden 5,9 % ja Japanin jeniin nähden 7,9 %. Sen sijaan Englannin puntaan (2,7 %) ja Sveitsin frangiin (0,7 %) nähden euron kurssi heikkeni. Euro vahvistui myös useimpiin Aasian nouseviin talouksiin nähden sekä Turkin liiraan nähden (26,7 %), mutta heikkeni Brasilian realiin (6,3 %) nähden sekä useimpien euroalueen ulkopuolisten Keski- ja Itä-Euroopan EU-maiden valuuttoihin nähden.

## Kuvio 20

### Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP.

Huom. EER-41 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 41 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 14.6.2023 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

## 5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

*Pankkien varainhankintakustannukset kasvoivat edelleen huhtikuussa 2023 EKP:n ohjauskorkojen jatkaessa nousuaan. Yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen pankkilainojen korot nousivat niin ikään, joskin edellisiä kuukausia hitaammin. Aikavälillä 16.3.–14.6.2023 sekä osakerahoituksen että markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannukset kasvoivat vain hieman. Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille hidastui edelleen huhtikuussa lainakorkojen noustessa, lainakysynnän heikentyessä ja luotonantokriteerien tiukentuessa. Rahan määrän kasvu hidastui edelleen, mihin olivat tärkeimpinä syinä rahan hallussapidon suuret vaihtoehtoiskustannukset, luotonannon kasvun hidastuminen ja eurojärjestelmän taseen supistuminen.*

### **Euroalueen pankkien varainhankintakustannukset kasvoivat edelleen huhtikuussa EKP:n ohjauskorkojen ja talletuskorkojen jatkaessa nousuaan.**

Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus kasvoi huhtikuussa edelleen hieman ja vakautui siten suurimmalle tasolleen yli kymmeneen vuoteen (kuvion 21 kohta a). Äskettäisen kasvun taustalla on pääosin talletuskorkojen nousu. Pankkien joukkolainojen tuotot puolestaan pysyttelivät kutakuinkin vakaina (kuvion 21 kohta b). Talletuskorot nousivat edelleen tasaisesti, joskin nousussa oli vaihtelua eri instrumenttien välillä. Tallettajat reagoivat määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten välisen korkoeron kasvuun siirtämällä varojaan yön yli -talletuksista määräaikaisiin talletuksiin ja muihin korkeakorkoisempiin instrumentteihin. EKP:n ohjauskorkojen nousun välittymisessä talletuskorkoihin on ollut merkittävää vaihtelua eri pankkien välillä, ja sen myötä myös talletusvolyymien jakautuminen pankkien kesken on muuttunut. Säästäjät ovat siirtäneet talletuksiaan vähätuottoisemmista pankeista pankkeihin, jotka ovat nostaneet talletuskorkojaan ripeämmin.

### **Pankkien kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) lainaamien varojen takaisinmaksun myötä ylimääräinen likviditeetti supistui entisestään ja pankkien**

**varainhankintakustannukset kasvoivat.** TLTRO III -operaatioiden ehtoihin tehtyjen muutosten tultua voimaan 23.11.2022 pankit ovat maksaneet takaisin huomattavia määriä ohjelmassa lainaamiaan varoja. Kesäkuussa takaisinmaksujen määrä yltyä 1 500 miljardiin euroon (pakollisia ja vapaaehtoisia varoja), ja tällöin lainakanta on pienentynyt noin 72 prosentilla (verrattuna tasoon, joka vallitsi ennen ehtojen muuttamista).<sup>5</sup> Syyskuusta 2022 alkaen pankit ovat lisänneet joukkolainojen – joiden korot ovat talletuskorkoja ja EKP:n ohjauskorkoja korkeammat – liikkeeseenlaskuaan samaan aikaan, kun TLTRO-operaatiot päättyivät ja talletusten kehitys heikkeni.

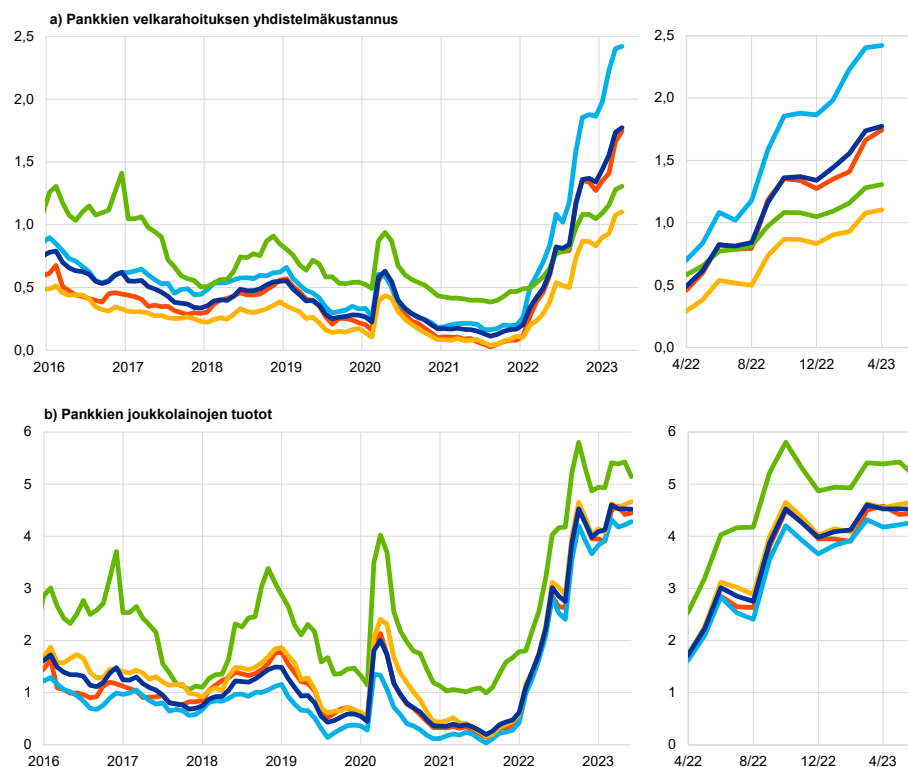
<sup>5</sup> Ks. "ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term", EKP, 27.10.2022.

## Kuvio 21

### Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

(vuotuisia prosentteja)

— Euroalue  
— Saksa  
— Ranska  
— Italia  
— Espanja



Lähteet: EKP, IHS Markit iBoxx -indikaattorit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen painotettu keskiarvo. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna näiden talletuskantojen määrällä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot on päivätty huhtikuussa 2023 pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannuksen osalta ja 14.6.2023 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta.

### **Euroalueen pankeilla on edelleen yleisesti hyvät pääomapuskurit, joskin varainhankintaolojen, korkoriskin ja omaisuuserien laadun kehitys luultavasti rajoittaa niiden lainanantokykyä kasvavassa määrin.**

Pankkien kannattavuus kasvoi edelleen vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä. Tämä johtui pääosin muista tulolähteistä kuin korkotuloista, kun taas koko vuoden 2022 ajan jatkunut nettokorkotulojen kasvu hidastui lainanannon kasvun ollessa heikkoa ja nettokorkomarginaalien pysyessä pitkälti vakaina. Pankkisektorin maaliskuinen levottomuus johti pankkien osakehintojen laskuun ja riskialttiimpien pankkien joukkolainojen, kuten alisteisten alemman etuoikeusluokan joukkovelkakirjalainojen ja ensisijaiseen lisäpääomaan (AT1) luettavien instrumenttien, tuottoerojen kasvuun. Talletuskorkojen noususta johtuva kasvanut varainhankintapaine ja suuret TLTRO-lainojen takaisinmaksut rasittavat tällä hetkellä pankkien kannattavuutta. Mitä tulee pankkien taseiden saamisten laatuun, järjestämättömien saamisten osuudet lainakannoista ovat edelleen pienentyneet, mutta niiden lainojen osuus, joiden lyhennykset ovat lievästi myöhässä, on kasvanut, ja luottoriskin kasvusta alkaa siten

olla jo merkkejä etenkin liikekiinteistömarkkinoiden kaltaisilla sektoreilla, joihin rahapolitiikan kiristyminen vaikuttaa voimakkaimmin. Mitä tulee pankkien korkoriskeihin, eräpäivään saakka hallussa pidettäviin arvopapereihin liittyviä realisoimattomia tappioita tarkkaillaan tällä hetkellä markkinoilla erityisen paljon, vaikka ne ovat toistaiseksi pysyneet varsin rajallisina.

### **Yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen pankkilainojen korot jatkoivat nousuaan huhtikuussa 2023, joskin hitaammin kuin aiempina kuukausina.**

EKP:n rahapolitiikan kiristyminen välittyi parhaillaan pankkien luotonantotilanteeseen siten, että lainakorot nousevat ja luotonantokriteerit tiukentuvat. Pankkien yrityslainojen korot nousivat huhtikuussa 4,38 prosenttiin eli korkeimmalle tasolle sitten vuoden 2008 lopun. Maaliskuussa 2023 ne olivat 4,22 % ja kesäkuussa 2022 ennen kiristymisjakson alkamista 1,83 %. Äskettäisen nousun syynä oli korkojen nousu lyhytaikaisissa lainoissa, joiden korot on sidottu enintään vuodeksi, kun taas pitempiaikaisten lainojen korot laskivat. Kotitalouksien asuntolainojen korot jatkoivat nekin nousuaan ja olivat huhtikuussa 3,44 % oltuaan maaliskuussa 3,37 % ja vuoden 2022 kesäkuussa 1,97 %. Huhtikuinen nousu johtui vaihtuvakorkoisten asuntolainojen korkojen noususta, kun taas kiinteäkorkoisten asuntolainojen korot laskivat ensimmäistä kertaa joulukuussa 2021 alkaneen noususuuntauksen jälkeen. Yleisesti ottaen koronnousut ovat olleet nopeampia kuin aiemmillä koronnousujaksoilla, mikä johtuu lähinnä ohjauskorkojen nopeammasta nostotahdistista. Huhtikuun 2023 [kuluttajaodotuskyselyn](#) tulosten perusteella kuluttajat odottavat asuntolainakorkojen alkavan vakautua seuraavien 12 kuukauden aikana. Suuri netto-osuus kyselyyn vastanneista kuluttajista odotti kuitenkin asuntolainan saannin vaikeutuvan. Pankkien pienten ja suurten lainojen korkoero pysyi huhtikuussa vakaana historiallisesti katsoen alhaisella tasolla, vaikka maittaista vaihtelua olikin jonkin verran. Maiden välinen hajonta yritysten ja kotitalouksien lainakoroissa pysyi vähäisenä (kuvion 22 kohdat a ja b).



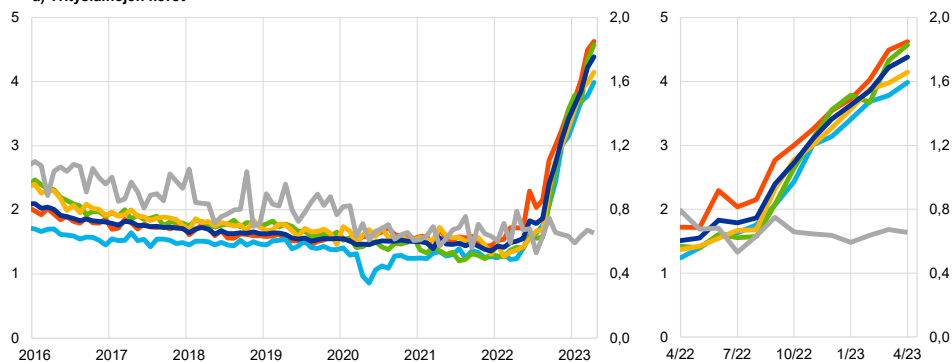
## Kuvio 22

### Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin maissa

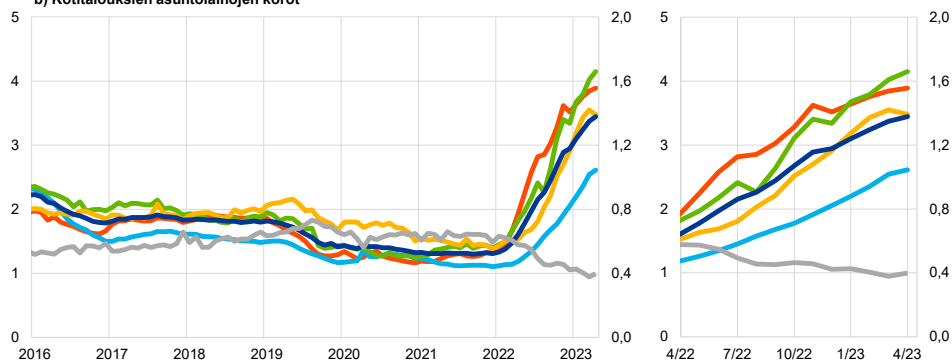
(vuotuisia prosentteja; keskihajonta)



a) Yrityslainojen korot



b) Kotitalouksien asuntolainojen korot



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 huhtikuulta 2023.

### Aikavälillä 16.3.2023–14.6.2023 sekä yritysten osakerahoituksen kustannus että markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoivat vain hieman.

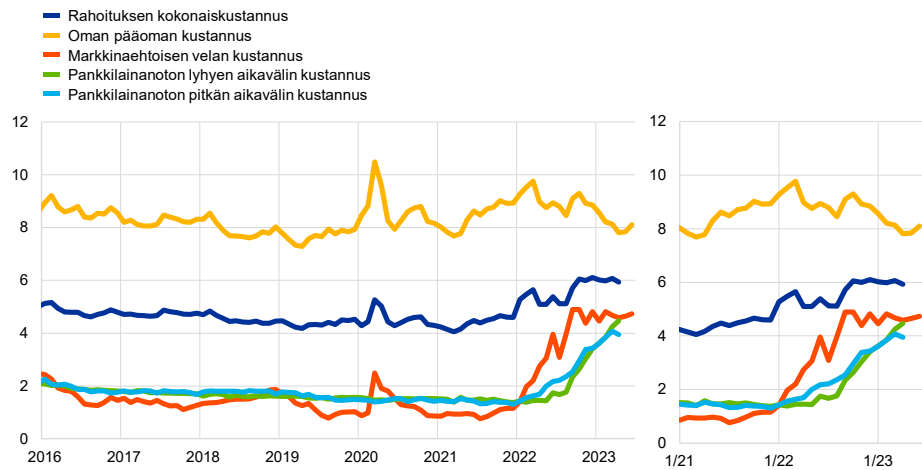
Pankkilainanoton kustannuksesta saatavien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannus, johon sisältyvät pankkilainanoton kustannus, markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus ja osakerahoituksen kustannus, voidaan 14.6. päivättyjen tietojen perusteella laskea vain huhtikuuhun 2023 asti, jolloin se oli 5,9 % eli vain hieman alempana kuin edellisessä kuussa (kuvio 23). Tämä johtui siitä, että yritysrahoituksen kaikkien osatekijöiden kustannukset laskivat huhtikuussa lukuun ottamatta lyhytaikaisen pankkilainanoton kustannusta, joka kasvoi tuntuvasti. Rahoituksen kokonaiskustannus supistui hieman lokakuun 2022 huipputasoltaan, mutta se pysytteli huhtikuussa 2023 edelleen lähes yhtä korkealla tasolla kuin syyskuussa 2022 ja sitä ennen vuoden 2011 lopussa. Tarkastelujaksolla 16.3.–14.6. sekä markkinaehtoisen velkarahoituksen että osakerahoituksen kustannukset kasvoivat hieman. Markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen kasvu johtui riskittömien korkojen nousun vaikutuksesta, jonka osittain kompensoi

muiden yritysten kuin rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerojen supistuminen sekä investointiluokassa että merkittävämmässä määrin high yield -segmentissä. Myös osakerahoituksen kustannuksen lievässä kasvussa näkyi edellä mainittu riskittömien korkojen nousu, sillä osakeriskipremio pysyi tarkastelujaksolla vakaana.

### Kuvio 23

#### Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(vuotuisia prosentteja)



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. Tuoreimmat havainnot on päivätty 14.6.2023 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 9.6.2023 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä huhtikuussa 2023 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

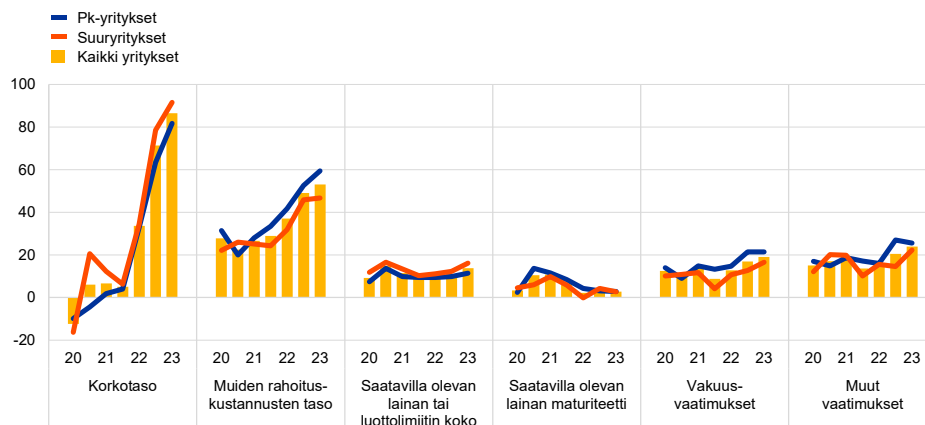
#### Yritykset koosta riippumatta ilmoittivat yritysten rahoituksensaantia koskevassa kyselyssä (SAFE) rahoitusolojen kiristyneen edelleen lokakuusta 2022

maaliskuuhun 2023. Niiden yritysten netto-osuus, jotka ilmoittivat pankkilainojen korkojen nousseen, kasvoi edellisen kyselyjakson 71 prosentista 87 prosenttiin (kuvio 24). Tämä on suurin lisäys koko vuonna 2009 aloitetun kyselyn aikana, ja siinä näkyy rahapolitiikan kiristymisen asteittainen välittyminen yritysten lainanotokustannuksiin. Samaan aikaan 53 prosentin netto-osuus yrityksistä (edellisellä kyselyjaksolla 49 %) ilmoitti, että myös muut rahoituskustannukset, kuten palvelu- ja toimitusmaksut sekä palkkiot, olivat kasvaneet. Pankkikorkojen ja muiden kustannusten laaja-alainen nousu näyttää samanlaiselta sekä pienillä ja keskisuurilla yrityksillä (pk-yrityksillä) että suuryrityksillä. Netto-osuus yrityksistä ilmoitti myös vakuusvaatimusten tiukentuneen mutta lainojen erääntymisaikojen pidentyneen ja lainasummien kasvaneen. Vain harvat yritykset kertoivat kohdanneensa esteitä pankkilainan saannille (7 %, kuten edelliselläkin kyselyjaksolla).

## Kuvio 24

### Muutokset euroalueen yritysten pankkirahoituksen ehdoissa

(nettomääräisiä prosenttiosuuksia vastaajista)



Lähde: yritysten rahoituksensaantia koskeva EKP:n kysely.

Huom. Luvut perustuvat yritysisiin, jotka ovat hakeneet pankkilainoja (mukaan lukien subventoidut pankkilainat), luottolimiittejä tai pankkitilin taikka luottokortin luottorajan ylityksiä. Nettomääräiset prosenttiosuudet ovat tietyn tekijän kasvusta ilmoittaneiden ja sen vähenemisestä ilmoittaneiden yritysten prosenttiosuuksien välinen erotus. Luvut ovat kyselyn jaksolta 22–28 (lokakuusta 2019–maaliskuusta 2020 lokakuuhun 2022–maaliskuuhun 2023).

**Yritykset ilmoittivat, että niiden rahoituskuilut olivat edelleen kasvaneet ja että ne odottivat useimpien ulkoisten rahoituslähteiden saatavuuden kiristyvän tulevaisuudessa.** Niiden euroalueen yritysten netto-osuus, jotka ilmoittivat ulkoisen rahoituskuilun – eli ulkoisen rahoituksen kysynnän muutoksen ja sen tarjonnan muutoksen välisen eron – kasvaneen, oli 6 % (edellisellä kyselyjaksolla 9 %). Edellistä kyselyjaksoa lukuun ottamatta tämä oli suurin rahoituskuilun kasvu vuoden 2013 jälkeen. Kasvussa näkyi yritysten ilmoittama rahoitustarpeiden kasvu sekä useimpien rahoituslähteiden saatavuuden huononeminen. Jatkossa nettomääräisesti 17 % yrityksistä odottaa pankkilainojen saatavuuden heikkenevän edelleen huhtikuusta syyskuuhun 2023. Yritykset odottavat keskimäärin myös, että luottolimiittien ja kauppaluottojen saatavuus heikkenee edelleen seuraavan puolen vuoden aikana markkinaehtoisien rahoituksen saatavuuden pysyessä toisaalta kutakuinkin ennallaan.

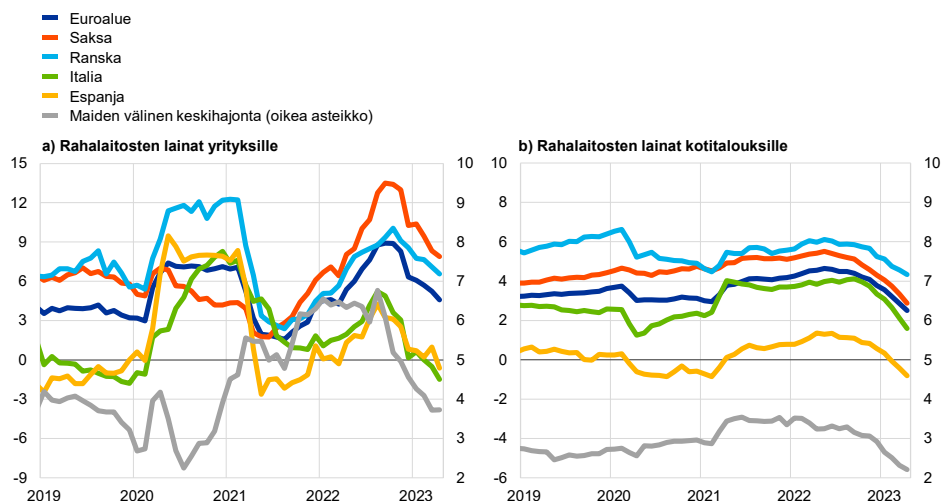
**Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille hidastui edelleen huhtikuussa korkojen noustessa, lainakysynnän supistuessa ja luotonantokriteerien tiukentuessa.** Yrityksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti hidastui huhtikuussa 4,6 prosenttiin, kun se maaliskuussa oli 5,2 % (kuvion 25 kohta a). Yrityksille suunnatun luotonannon kuukausittaiset virrat ovat olleet marraskuusta 2022 alkaen lievästi negatiivisia. Hidastumista tapahtui suurimmissa talouksissa, ja sen taustalla olivat luottokysynnän merkittävä väheneminen, joka johtuu osittain lainakorkojen noususta, sekä luotonantokriteerien huomattava kiristyminen entisestään. Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti hidastui maaliskuun 2,9 prosentista 2,5 prosenttiin huhtikuussa (kuvion 25 kohta b) asuntomarkkinoiden näkymien heikentyessä, pankkien luotonantokriteerien kiristytessä edelleen huomattavasti ja lainakorkojen noustessa. Hidastumisen tärkeimpänä taustatekijänä oli asuntolainojen kasvun meneillään oleva laantuminen. Vuoden 2023 alusta alkaen kuitenkin muiden kotitalouksille

suunnattujen lainojen ja erityisesti yksinyrittäjille suunnattujen lainojen kasvu on kuukausitasolla heikentynyt ja siten myös vaikuttanut yleiseen hidastumiseen.

## Kuvio 25

### Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos; keskihajonta)



Lähde: EKP.

Huom. Rahalaitosten lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus; yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu myös laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

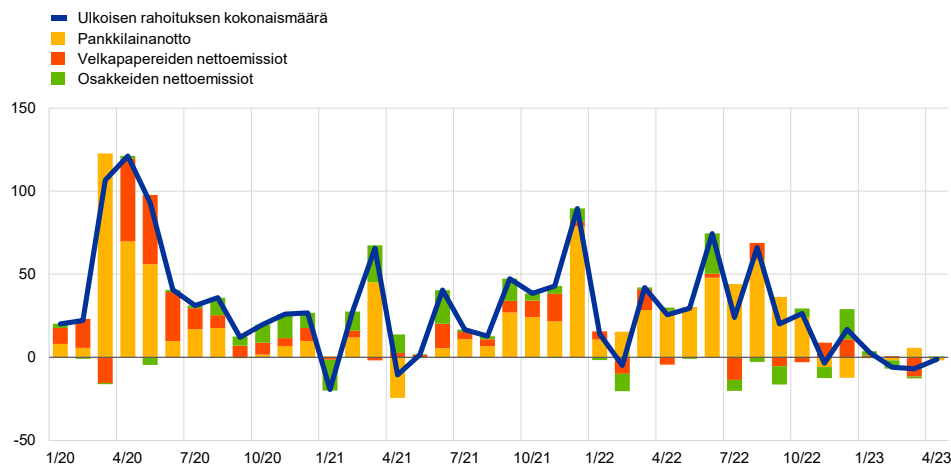
### Euroalueen yritysten nettomääräisen ulkoisen rahoituksen kasvu oli vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä ja huhtikuussa vaimeaa erityisesti velkarahoituksen vähäisyyden vuoksi.

Nettomääräisen ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti hidastui huhtikuussa 1,7 prosenttiin oltuaan 2,2 % tammikuussa 2023 (kuvio 26). Lainavirrat olivat heikkoja sekä absoluuttisesti mitaten että aiempiin vuosiin verraten. Tässä kehityksessä näkyvät yritysten rahoitustarpeiden väheneminen talouskehityksen verkkaisuuden vuoksi, lainakorkojen nousu sekä pankkien luotonantokriteerien kiristyminen. Velkapaperien nettoemissiot supistuivat lunastusten kasvaessa ja bruttomääräisen liikkeeseenlaskun vähentyessä. Osakkeiden liikkeeseenlasku oli kokonaisuudessaan vaimeaa yritysten osakerahoituksen kustannuksen pienenemisestä huolimatta. Listautumisanteja sekä fuusioita ja yritysostoja oli niukasti, kun taas samaan aikaan muutamat monikansalliset yritykset ostivat takaisin osakkeitaan ja jaetut osingot kasvoivat.

## Kuvio 26

### Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(kuukausitasolla, mrd. euroa)



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

Huom. Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan pankkilainanotto (lainat rahalaitoksilta), velkapapereiden nettoemissiot ja osakkeiden nettoemissiot. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja konsernitilijärjestelyjä (cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

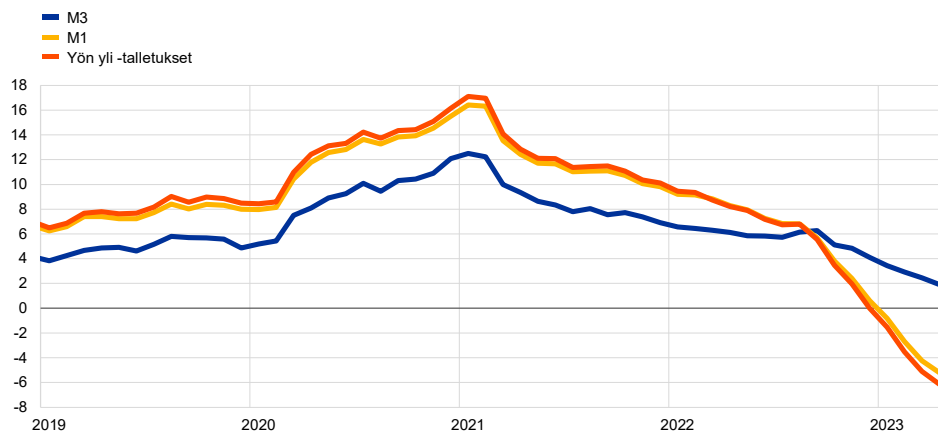
### Yön yli -talletukset supistuivat edelleen huhtikuussa, kun varoja siirrettiin korkeakorkoisempiin instrumentteihin.

Yön yli -talletukset supistuivat vuositasolla maaliskuussa 5,1 % ja huhtikuussa edelleen 6,1 %, mikä oli suurin lukema sen jälkeen, kun talous- ja rahaliitto vuonna 1999 perustettiin (kuvio 27). Kehityksen taustalla oli erityisesti yön yli -talletusten laaja korvaaminen määräaikaaisilla talletuksilla, mutta myös muilla korkeakorkoisemmilla instrumenteilla, kuten rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksilla ja joukkolainoilla. Tässä kehityksessä näkyy se, että yön yli -talletusten korot mukautuvat ohjaukorkojen muutoksiin hitaammin kuin määräaikaisten talletusten korot. EKP:n rahapolitiikan kiristyminen on ollut nopeampaa kuin aikaisemmillä kiristymisjaksoilla, ja tämä selittää uudelleen kohdennettujen varojen poikkeuksellisen suuret volyymit.

## Kuvio 27

### M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen kasvuvauhti, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

**Rahan määrän kasvu hidastui edelleen, mihin olivat tärkeimpinä syinä rahan hallussapidon suuret vaihtoehtokustannukset, luotonannon kasvun hidastuminen ja eurojärjestelmän taseen supistuminen.** Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvuvauhti hidastui maaliskuun 2,5 prosentista huhtikuussa 1,9 prosenttiin, mikä on hitain vauhti heinäkuun 2014 jälkeen (kuvio 27). Lavean rahan kuukausitason muutokset ovat olleet negatiivisia joulukuusta 2022 asti. Suppea raha-aggregaatti (M1) supistui huhtikuussa edelleen 5,2 % (maaliskuussa 4,2 %). Rahan määrän kasvun meneillään oleva hidastuminen voidaan selittää rahan hallussapidon vaihtoehtokustannusten kasvulla ja luotonannon kasvun hidastumisella. Ohjauskorkojen nostojen välittyminen rahoitusoloihin toimii rahaa hallussa pitäville tahoille kannustimena varojen siirtämiseen yön yli -talletuksista määräaikaisiin talletuksiin ja vähäisemmässä määrin pankkien joukkolainoihin, rahamarkkinarahastoihin ja valtion velkapapereihin. Lisäksi omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksetun pääoman täysimääräinen uudelleensijoittaminen päättyi maaliskuussa 2023, mistä on seurannut eurojärjestelmän sijoitussalkun pieneneminen, joten likviditeettiä on mekaanisesti poistunut rahoitusjärjestelmästä. Myös TLTRO-operaatioissa lainattujen varojen takaisinmaksut vaikuttavat osaltaan rahan määrän kasvun hidastumiseen, sillä ne ovat pankeille kannustin laskea liikkeeseen maturiteetiltaan pitempiä joukkolainoja, jotka eivät sisälly M3:een.

*Euroalueen talousnäkyimiä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 ennusteiden mukaan euroalueen julkisen talouden näkymät kohenevat edelleen samalla, kun finanssipoliittiset tuet vähitellen päättyvät. Julkisen talouden kohenemisesta huolimatta alijäämä- ja velkasuhteiden odotetaan pysyttelevän selvästi pandemiaa edeltäneiden tasojensa yläpuolella koko arviointijaksolla. Euroalueen alijäämäsuhteen ennustetaan supistuvan 3,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2023 ja vakaantuvan noin 2,5 prosentin tasolle vuosina 2024–2025. Euroalueen finanssipoliittikan odotetaan olevan kutakuinkin neutraalia vuonna 2023, kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja palaavan jokseenkin neutraaliksi vuonna 2025. Kumulatiivisesti tarkasteltuna finanssipoliittikka kiristyy arviointijakson aikana jonkin verran, mutta pysyy suhteellisesti ottaen kasvua tukevana, kun otetaan huomioon pandemian aikana käyttöön otetut mittavat finanssipoliittiset toimet ja sen jälkeinen energian kustannussokki. Euroalueen velan suhde BKT:hen supistuu arvioiden mukaan vuoden 2022 tasostaan eli 91 prosentista noin 87 prosenttiin vuoteen 2025 mennessä. Poliittikan tasolla valtioiden olisi energiasokin laantuessa purettava siihen liittyneitä tukitoimiaan ripeästi yhtenäisin toimin, jotta inflaatiopaineet eivät kasvaisi keskipitkällä aikavälillä, mikä vaatisi voimakkaampia rahapoliittisia toimia. Finanssipoliittikalla olisi pyrittävä kasvattamaan euroalueen talouden tuottavuutta ja supistamaan vähitellen suurta julkista velkaa. EU:n talouden ohjauksjärjestelmän uudistaminen saataneen saamassa piakkoin päätökseensä, ja EKP valmistelee parhaillaan mandaattinsa mukaista lausuntoa komission 26.4.2023 esittämistä lainsäädäntöehdotuksista.*

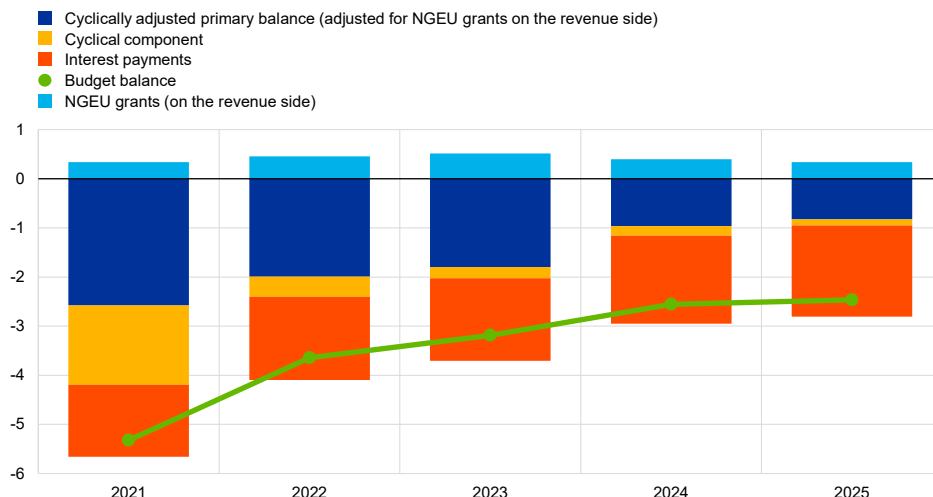
**Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä kohenee jonkin verran ennusteajaksolla.**<sup>6</sup> Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan supistuvan ensin 3,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2023 ja sitten 2,6 prosenttiin BKT:stä vuonna 2024 sekä 2,5 prosenttiin BKT:stä vuonna 2025 (kuvio 28). Supistumisen tärkeimpänä taustatekijänä on suhdannekorjatun perusalijäämän pieneneminen, jonka lisäksi siihen vaikuttaa suhdannekomponentin koheneminen. Samaan aikaan korkomaksujen odotetaan kasvavan jonkin verran suhteessa BKT:hen. Euroalueen perusalijäämään vaikuttaa suurelta osin se, että hallitukset supistavat jatkuvasti energiasokin ja nopeutuneen inflaation vuoksi käyttöön ottamiaan finanssipoliittisia tukitoimia. Näiden toimien laajuudeksi arvioidaan nyt euroalueen tasolla 1,6 % BKT:stä vuonna 2023 ja 0,5 % BKT:stä vuonna 2024 sekä noin 0,2 % BKT:stä vuonna 2025.

<sup>6</sup> Ks. "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2023)", julkaistu EKP:n verkkosivustolla 15.6.2023.

## Kuvio 28

### Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteja BKT:stä)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyelmiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot kesäkuulta 2023.  
Huom. NGEU tarkoittaa Next Generation EU -rahastoa. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

### Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen<sup>7</sup> arvioidaan olevan kutakuinkin neutraali vuonna 2023, kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja palaavan jokseenkin neutraaliksi vuonna 2025.

Vuoden 2023 lähes neutraali finanssipolitiikan mitoitus selittyy sillä, että vuosien 2021–2022 windfall-tuotot, jotka syntyivät lähinnä nopean inflaation myönteisestä vaikutuksesta julkiseen talouteen, palautuvat osittain normaalitasolle. Tämä kompensoituu pääosin sillä, että harkinnanvaraiset finanssipoliittiset toimet kokonaisuudessaan supistuvat jonkin verran. Tämän supistumisen taustalla ovat pandemiakriisiin liittyvien valtion tukitoimien osittainen lopettaminen sekä Italiassa toteutettu tilastointitavan muutos. Vuonna 2024 finanssipolitiikan mitoituksen ennustetaan kiristyvän merkittävästi, mihin on pääsyyinä se, että noin 70 % euroalueen valtioiden vuonna 2023 käyttöön ottamista energia- ja inflaatiotuista päättyy. Next Generation EU -ohjelman (NGEU) varoista myönnettyjen tukien arvioidaan myös supistuvan vuoden 2023 jälkeen, ja windfall-tuottojen laajemman palautumisen normaalitasolle odotetaan lieventävän finanssipolitiikan mitoituksen kiristymistä vuosina 2024–2025.

### Euroalueen julkisen talouden velan BKT-suhteen arvioidaan pienenevän edelleen ja olevan vuonna 2025 hiukan yli 87 %.

Euroalueen valtioiden koronaviruskriisiin liittyvien toimien myötä velkasuhde kasvoi vuonna 2020 noin 13 prosenttiyksiköllä noin 97 prosenttiin. Se supistui 91 prosenttiin vuonna 2022, ja sen odotetaan pienenevän edelleen noin 89 prosenttiin vuonna 2023 sekä noin 87 prosenttiin vuonna 2025. Pieneneminen johtuu lähinnä korkojen ja nimellisen

<sup>7</sup> Finanssipolitiikan mitoituksen taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mitoituksen mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä, josta on poistettu valtion finanssisektorille antama tuki. Koska EU:n talousarviosta maksettujen Next Generation EU -avustusten tuottamat suuremmat julkisen talouden tulot eivät vaikuta kysyntää supistavasti, suhdannekorjatussa perusjäämästä on tässä yhteydessä poistettu kyseiset tulot. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen käsitettä tarkastellaan lähemmin *Taloussatsauksen* 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

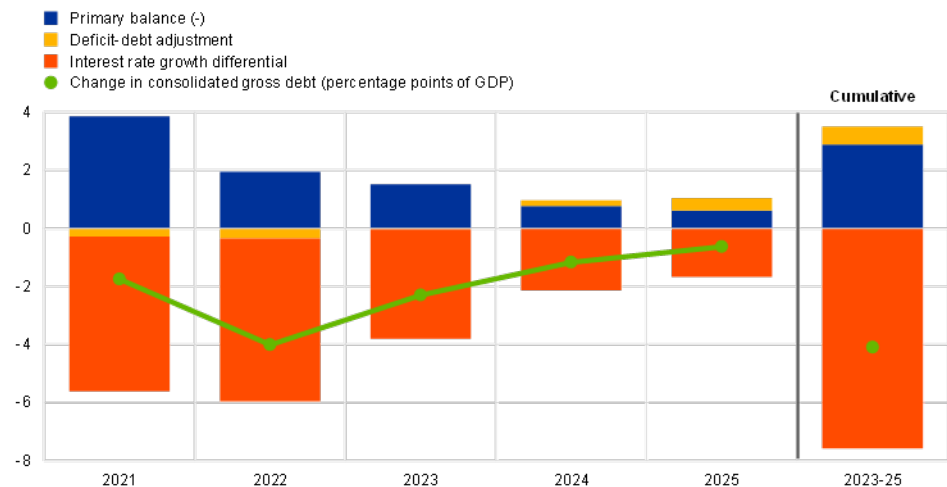


BKT:n kasvuvauhdin välisistä negatiivisista erotuksista, joiden odotetaan supistuvan vuoden 2022 jälkeen mutta ylittävän edelleen perusaliäämien vaikutuksen (kuvio 29). Alijäämä-velkakoikaisujen vaikutuksen odotetaan olevan neutraali vuonna 2023, mutta kasvattavan hieman bruttovelkaa arviointijakson kahden viimeisen vuoden aikana. Vaikka euroalueen kokonaisvelkasuhde supistuukin asteittain, sen odotetaan vielä vuonna 2025 pysyttelevän pandemiaa edeltäneen tasonsa yläpuolella (lähes 3 prosenttiyksiköllä).

### Kuvio 29

#### Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteja BKT:stä, ellei toisin mainita)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot kesäkuulta 2023. Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

**Euroalueen talousnäkyviä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioihin verrattuna euroalueen rahoitusjäämän kehitystä on korjattu hieman positiivisemmaksi vuodelle 2023 mutta samassa määrin negatiivisemmaksi vuodelle 2024.** Nämä tarkistukset johtuvat pääosin perusjäämän muutoksista, joskin vuoden 2023 positiivinen tarkistus perustuu myös arvioon, jonka mukaan korkomenot suhteessa BKT:hen jäivät hiukan alhaisemmiksi kuin aiemmin odotettiin. Perusjäämän kehitys seurailee pääpiirteissään harkinnanvaraisten finanssipoliittisten toimien supistuksia.

**Energiasokin laantuessa valtioiden olisi purettava siihen liittyneitä tukitoimiaan ripeästi yhtenäisin toimin.** Näin vältetään inflaatiopaineiden kasvattaminen keskipitkällä aikavälillä, mikä vaatisi voimakkaampia rahapoliittisia toimia. Finanssipoliitikalla olisi pyrittävä kasvattamaan euroalueen talouden tuottavuutta ja supistamaan vähitellen suurta julkista velkaa. Myös Euroopan komission 24.5.2023 julkaistussa vuosittaisessa [talouspolitiikan EU-ohjauksen kevätpaketissa](#) suositellaan komission [vuoden 2024 finanssipoliittiseen ohjaukseen](#) sisältyvien yleisten suuntaviivojen mukaisesti, että valtiot lopettaisivat finanssipoliittiset tukitoimensa kuluvan vuoden loppuun mennessä. Komissio ilmoitti myös, että vakaus- ja kasvusopimuksen yleisen poikkeuslausekkeen soveltaminen päättyy vuoden 2023 lopussa. Lisäksi komissio vahvisti, että se aikoo ehdottaa

liiallisia alijäämiä koskevien menettelyjen aloittamista keväällä 2024 vuoden 2023 toteutuneiden tietojen perusteella.

Mitä tulee Euroopan komission 26.4.2023 julkaistuihin [lainsäädäntöehdotuksiin](#) EU:n talouden ohjausjärjestelmän uudistamiseksi, EKP valmistelee parhaillaan mandaattinsa mukaista lausuntoa niistä.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Lainsäädäntöehdotukset on laadittu 9.11.2022 julkaistun [komission tiedonannon](#) sekä [suuntaviivoja EU:n talouden ohjausjärjestelmän uudistamiseksi koskevien neuvoston päätelmien](#) pohjalta.

# Kehikot

## 1 Pandemia-aikana kertyneiden säästöjen aiheuttama kulutusimpulssi – vaikuttaako säästöjen rakenne?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino ja Johannes Gareis

### **Pandemian puhkeamisen jälkeen euroalueen ja Yhdysvaltain kotitalouksille kertyi mittavat säästöt, joiden suuruus ylitti pandemiaa edeltäneen trendin.**<sup>9</sup>

Vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2022 viimeisen neljänneksen välisenä aikana ylimääräiset säästöt kasvoivat tasaisesti 11,3 prosenttiin käytettävissä olevien (brutto)tulojen trendistä euroalueella. Yhdysvalloissa ylimääräisten säästöjen kertymä oli vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä 13,2 % ja laski sitten 7,9 prosenttiin vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä.<sup>10</sup> Sinänsä molemmissa talouksissa kertyneiden mittavien ylimääräisten säästöjen voidaan tulkita viittaavan huomattavaan potentiaaliseen kulutusimpulssiin, millä viitataan kertyneiden säästöjen aiheuttamaan lisääntyneeseen kulutukseen. Lisäksi voidaan tulkita, että käyttämätön kulutusimpulssi on euroalueella suurempi kuin Yhdysvalloissa, missä kulutus on pandemian jälkeen kasvanut huomattavasti enemmän. Ylimääräisten säästöjen suuruusluokan lisäksi keskeinen tekijä kulutusimpulssin määrittämisessä on säästöjen rakenne. Tässä kehikossa estimoidaan ylimääräisten säästöjen rakennetta ja määritetään Auclertin ym. esittämän menetelmän perusteella heterogeenisten agenttien yleisen tasapainon malli, jolla mitataan kulutusimpulssia euroalueella ja Yhdysvalloissa.<sup>11</sup>

**Pandemian aikana kertyneiden säästöjen suuruusluokan lisäksi säästöjen rakenne on merkittävä tekijä kahdesta syystä.** Ensiksikin ylimääräiset säästöt on sijoitettu kohteisiin, joiden likvidiys vaihtelee, ja likvidiys on ensimmäinen (osittaisen tasapainon mallin mukainen) säästöjen aikaansaamaa kulutusimpulssia määrittävä tekijä. Toiseksi ylimääräisten säästöjen vaikutus kulutusimpulssiin riippuu myös laajemmasta (yleisen tasapainon mallin mukaisesta) dynamiikasta: säästöjen käyttämisestä seuraava varojen uudelleenjakautuminen kotitaloudelta toiselle pitkittää kulutusimpulssin kestoja, ja kulutusimpulssin suuruutta puolestaan rajoittaa

<sup>9</sup> Aihetta on käsitelty myös seuraavissa Talouskatsauksen kehikoissa: "Koronavirus ja kotitalouksien säästämisen lisääntyminen: varovaisuutta vai pakkoa?", 6/2020; "COVID-19 and the increase in household savings: an update", 5/ 2021; "The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook", 5/2021; "The recent drivers of household savings across the wealth distribution", 3/2022; ja "Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption", 5/2022. Yleiskatsaus kulutusta lisäävistä tekijöistä kysyntäpuolella on tämän Talouskatsauksen artikkelissa "The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area" (englanniksi).

<sup>10</sup> Kertyneet ylimääräiset säästöt on tässä estimoitu määrittämällä toteutuneiden säästöjen ja pandemiaa edeltäneen (2015–2019) ekstrapoloidun säästämistrendin välinen kumuloidu ero. Samaa menetelmää on sovellettu Yhdysvaltain dataan artikkelissa A. Aladangady, D. Cho, L. Feiveson ja E. Pinto, "Excess Savings during the COVID-19 Pandemic", *FEDS Notes*, 21.10.2022. Vaikka ylimääräisten säästöjen estimaatit vaihtelevat menetelmäkohtaisesti, tässä kehikossa raportoidut kvalitatiiviset tulokset euroalueen ja Yhdysvaltain vertailusta pysyvät samoina myös muita menetelmiä sovellettaessa (esimerkiksi jos ylimääräiset säästöt määritellään nykyisen ja pandemiaa edeltäneen säästöasteen väliseksi kumuloiduksi eroksi).

<sup>11</sup> Ks. A. Auclert, M. Rognie ja L. Straub, "The Trickling Up of Excess Savings", *NBER Working Paper Series*, nro 30900, tammikuu 2023.

se, että kotitaloudet ennakoivat tätä tulevaa uudelleenjakautumista ja pyrkivät tasaamaan kulutustaan pitemmällä aikavälillä. Empiiriset havainnot osoittavat, että nämä osittaisen ja yleisen tasapainon mallin mukaiset vaikutukset saattavat toteutua eri tavoin euroalueella ja Yhdysvalloissa.

**Vuosina 2020–2022 ylimääräisiä säästöjä kerrytettiin euroalueella pääasiassa epälikvideihin sijoituskohteisiin ja Yhdysvalloissa puolestaan likvideihin sijoituskohteisiin.** Vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2022 viimeisen neljänneksen välisenä aikana ylimääräiset säästöt sijoitettiin euroalueella muihin kuin rahoitusvaroihin, esimerkiksi asuntoihin, ja suhteellisen epälikvideihin rahoitusvaroihin, kuten osakkeisiin ja joukkolainoihin. Lisäksi säästöjä käytettiin myös luottojen takaisinmaksuun. Kaiken kaikkiaan ylimääräisten säästöjen määrä kasvoi tasaisesti ja oli vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä 10,8 prosenttia käytettävissä olevien tulojen trendistä (kuvio A). Sitä vastoin kaikkein likvideimpiin rahoitusvaroihin (esim. valuuttoihin ja talletuksiin) sijoitettujen ylimääräisten säästöjen osuus oli enimmillään 3,7 % käytettävissä olevien tulojen trendistä vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Sen jälkeen se väheni huomattavasti ja oli 0,6 prosenttia vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä. Yhdysvalloissa kertyneiden ylimääräisten säästöjen rakenne vuoden 2022 lopussa oli merkittävästi erilainen. Likvideihin rahoitusvaroihin sijoitettujen säästöjen osuus oli 18,5 % käytettävissä olevien tulojen trendistä. Epälikvideihin rahoitusvaroihin sijoitettu osuus puolestaan oli 10,6 % pienempi kuin ennen pandemiaa, mikä kuvastaa myös uusien luottojen runsasta kertymistä.<sup>12</sup>

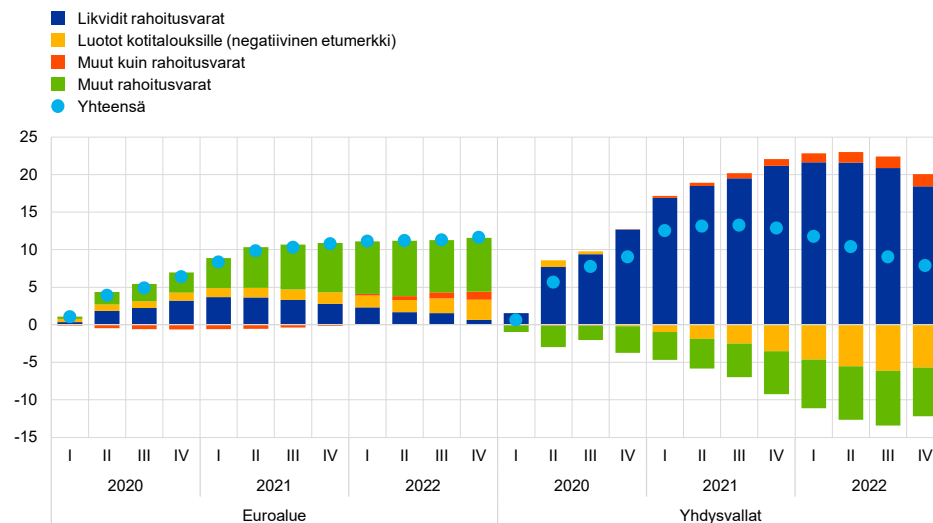
---

<sup>12</sup> Yhdysvaltojen kotitalouksien taipumus sijoittaa pandemia-aikana kertyneet ylimääräiset säästöt likvideihin rahoitusvaroihin on osoitettu H. Abdelrahmanin ja L. E. Oliveiran artikkelissa ”[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)”, *Economic Letter*, FRBSF, 8.5.2023. Viitejakson aikaiset muutokset kotitalouksille suunnatussa luotonannossa saattavat peittää näkyvistä Yhdysvaltain finanssipoliittisen paketin (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) vaikutukset. Muutoksia olivat esimerkiksi tietyille luottolajeille (opintolainat ja tietyt asuntolainat) myönnetty lainanhoitojoustot, jota luotonantajat valintansa mukaan tarjosivat myös muille luottolajeille. Lisäksi osa jo eräänntyneistä luotoista luokiteltiin lainanhoitojoustoiksi, mikä keinotekoisesti lisäsi kotitalouksille suunnattujen luottojen volyyymia. Ks. L. Dettling ja L. Lambie-Hanson, ”[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)”, *FEDS Notes*, 4.3.2021.

## Kuvio A

### Kertyneiden ylimääräisten säästöjen sijoittaminen omaisuuslajeittain

(poikkeamia pandemiaa edeltäneestä trendistä, prosentteja käytettävissä olevien tulojen trendistä)



Lähteet: Eurostat, EKP, Federal Reserve Board ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kukin havainto on kumulatiivinen, vuosina 2015–2019 estimoidun trendin ylittävä arvo. "Likvidit rahoitusvarat" tarkoittavat valuuttoja ja talletuksia. "Epälikvidit rahoitusvarat" tarkoittavat pääoman bruttomuodostusta. "Muut rahoitusvarat" ovat edellisiin luokkiin kuulumattomia varoja, lähinnä osakkeita ja joukkolainoja.

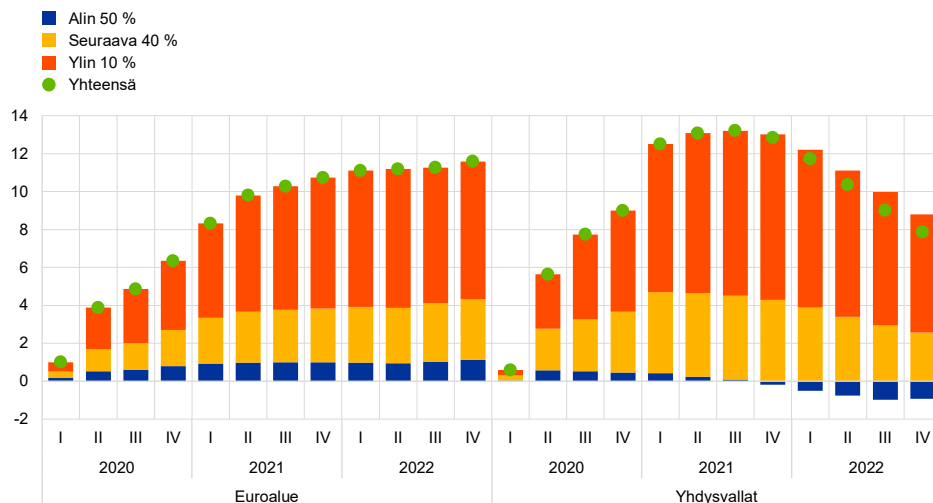
**Kolmena viime vuonna ylimääräiset säästöt ovat entistä enemmän keskittyneet varakkaille kotitalouksille sekä euroalueella että Yhdysvalloissa.** Ylimääräisten säästöjen jakautumista kotitalouksien välillä tarkastellaan tässä yhdistämällä edellä mainitut estimaatit säästöjen omaisuuslajeittaisesta jakautumisesta sekä kyselytutkimuksiin pohjautuvat tiedot sijoitusten rakenteesta kotitalouksien nettovarallisuuskajaan mukaan.<sup>13</sup> Näin saatu arvio ylimääräisten säästöjen jakautumisesta osoittaa niiden keskittyvän entistä enemmän varakkaille kotitalouksille erityisesti Yhdysvalloissa (kuvio B). Kertyneiden ylimääräisten säästöjen osuus tulojakauman ylipäähän 10 prosenttiin kuuluvissa kotitalouksissa kasvoi sekä euroalueella että Yhdysvalloissa alle puolesta (I/2022) lähes kahteen kolmasosaan euroalueella ja yli kolmeen neljäsosaan Yhdysvalloissa (IV/2022). Ylimääräisten säästöjen suhteellisesti suurempi osuus euroalueen vähävaraisemmissa kotitalouksissa ei kuitenkaan merkitse, että kulutusimpulssi olisi suurempi Yhdysvaltoihin verrattuna. Tämä johtuu siitä, että euroalueella ylimääräiset säästöt sijoitetaan enimmäkseen suhteellisen epälikvideihin kohteisiin, kuten asuntovarallisuuteen ja luottojen takaisinmaksuun, joiden osuus vähävaraisimpien kotitalouksien sijoituskohteista on merkittävä.

<sup>13</sup> Euroalueella ylimääräisten säästöjen jakautumista kotitalouksien välillä on estimoitu EKP:n kokeellisella Distributional Wealth Accounts -aineistolla, jossa yhdistetään aggregoidun rahoitusvarallisuuden neljännesvuosimuutokset ja Household Finance and Consumption Survey (HFCS) -kyselytutkimuksen tiedot kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta. Yhdysvalloissa jakautumista on estimoitu Federal Reserve Board Distributional Financial Accounts (DFA) -aineistolla, jossa niin ikään yhdistetään tiedot aggregoidusta rahoitusvarallisuudesta ja Survey of Consumer Finances (SCF) -kyselytutkimuksen tiedot kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta. Tuoreimman HFCS-kyselyn viitevuosi on 2017 ja SCF-kyselyn 2019.

## Kuvio B

### Kertyneiden ylimääräisten säästöjen jakautuminen kotitalouksien välillä

(poikkeamia pandemiaa edeltäneestä trendistä, prosentteja käytettävissä olevien tulojen trendistä)



Lähteet: Eurostat, EKP (mukaan lukien kokeellinen Distributional Wealth Accounts -aineisto), US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board (mukaan lukien Distributional Financial Accounts -aineisto) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Mallissa kotitaloudet on luokiteltu kolmeen ryhmään: ylimääräisten säästöjen jakauman alin 50 %, seuraava 40 % ja ylin 10 %. Ylimääräisten säästöjen jakautuminen kotitalouksien välillä on laskettu kertomalla omaisuuslajien osuus sijoituksista kussakin kotitalouksien ryhmässä (Distributional Accounts -aineisto) ja estimoidut ylimääräiset säästöt kussakin omaisuuslajissa.

**Heterogeenisten agenttien mallin avulla voidaan yhdistää ylimääräisten säästöjen estimoitu jakautuminen omaisuuslajien ja kotitalouksien välillä niiden aikaansaamaan kulutusimpulssiin ja huomioida samalla sekä osittaisen että yleisen tasapainon vaikutukset.** Mallissa kotitaloudet on luokiteltu ylimääräisten säästöjen jakauman mukaan kolmeen ryhmään, jotka ovat alin 50 %, seuraava 40 % ja ylin 10 %. Osittaisen tasapainon oletuksilla kukin ryhmä päättää kullakin jaksolla ylimääräisistä säästöistään kuluttamansa tai säästämänsä osuuden suuruuden rajakulutusaltiutensa mukaan. Rajakulutusaltiuden oletetaan riippuvan ryhmän ylimääräisten säästöjen rakenteesta. Yleisen tasapainon oletuksilla kulutuspäätöksiin vaikuttaa lisäksi kaksi mekanismia. Ensiksikin joidenkin kotitalouksien kulutukseen suuntaamista säästöistä muodostuu tulo, jolla rahoitetaan toisten kotitalouksien kulutusta. Tätä kautta kulutusimpulssi pitkittyy ja heikkenee hyvin hitaasti, kun ylimääräiset säästöt ikään kuin valuvat ylöspäin (vrt. ns. trickle down -valumaefekti) varakkaille ja suurituloisille kotitalouksille, joiden rajakulutusaltiutus on pienempi. Toiseksi kotitaloudet ennakoivat kokonaiskysynnän kasvua tulevaisuudessa ja tasaavat nykyhetken kulutustaan. Oletetun kulutusta hillitsevän vaikutuksen suuruus on suhteessa kunkin ryhmän rajakulutusaltiuteen.<sup>14</sup> Tämä toimii kannustimena säästöjen kerryttämiseen ja rajoittaa tulojen uudelleenjakautumista. Sitä kautta se nopeuttaa ylimääräisten säästöjen virtaamista varakkaammille kotitalouksille ja vaimentaa kulutusimpulssia.<sup>15</sup> Kummassakaan skenaariossa keskuspankki ei reagoi kysynnän kasvuun ja pitää siis ohjauskoron muuttumattomana. Kaiken kaikkiaan mallin implikoima ylimääräisten säästöjen

<sup>14</sup> Mallissa kunkin kotitalouksien ryhmän kulutuksen summa on yhtä kuin kokonaiskysyntä ja kokonaistulo.

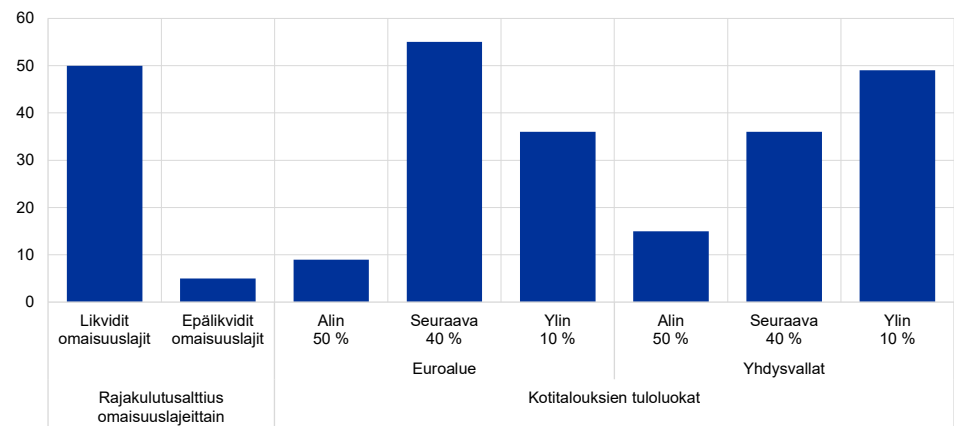
<sup>15</sup> Yleisen tasapainon oletuksilla tässä kehikossa esitetty malli ottaa huomioon ns. rationaalisten odotusten tapauksen, jota Auclert ym. käsittelevät edellä mainitussa artikkelissaan. Kyseisessä tapauksessa kotitaloudet ennakoivat kokonaistulon tulevia muutoksia.

aikaansaama kulutusimpulssi riippuu kahden parametrijoukon kalibroinnista. Ne ovat 1) rajakulutusalttius kunkin omaisuuslajin osalta ja 2) kunkin kotitalouksien ryhmän osuus kokonaistuloista (kuvio C). Rajakulutusalttiudeksi on määritetty 50 % likvidin rahoitusvarallisuuden osalta ja 5 % epälikvidin rahoitusvarallisuuden osalta.<sup>16</sup> Tuloosuudet on määritetty ylimääräisten säästöjen jakauman mukaan seuraavasti: alin 50 % – euroalueella 9 % ja Yhdysvalloissa 15 %; seuraava 40 % – euroalueella 55 % ja Yhdysvalloissa 36 %; ylin 10 % – euroalueella 36 % ja Yhdysvalloissa 49 %.

### Kuvio C

#### Rajakulutusalttius omaisuuslajeittain kotitalouksien tulojen mukaan

(prosentteja)



Lähteet: 2017 Household Finance and Consumption Survey, 2019 Survey of Consumer Finances, Slacalek ym., mts., ja EKP:n laskelmat.

Huom. Likvidit omaisuuslajit tarkoittavat valuuttoja ja talletuksia. Epälikvideihin omaisuuslajeihin sisältyvät muut kuin rahoitusvarat, muut rahoitusvarat ja luotot kotitalouksille (negatiivinen etumerkki).

**Pandemia-aikana kertyneiden säästöjen aiheuttama kulutusimpulssi on vähentynyt sekä euroalueella että Yhdysvalloissa, ja euroalueella se on ollut pienempi kuin Yhdysvalloissa.** Osittaisen tasapainon oletuksilla kotitaloudet eivät päätöksissään huomioi tulojen uudelleenjakautumista ja ohjaukorkojen muuttumista, joten kulutusimpulssi määräytyy yksinomaan kunkin kotitalouksien ryhmän rajakulutusalttiuden perusteella. Rajakulutusalttius on tässä määritetty kunkin omaisuuslajin rajakulutusalttiuden painotettuna keskiarvona, jossa painotus asetettu jaksokohtaisesti kunkin ryhmän säästöjen rakenteen mukaan. Tässä skenaariossa kulutusimpulssi heikkeni sekä euroalueella että Yhdysvalloissa huomattavasti vuoden 2021 toisen neljänneksen huippulukemasta, ja kuten kulutuskehityksen vaikeuden perusteella on odotettavissa, se pysyi euroalueella seuraavan kolmen vuoden aikana suhteellisen vähäisenä Yhdysvaltoihin nähden (kuvio D).<sup>17</sup> Yleisen tasapainon oletuksilla mallin simulaatiot viittaavat siihen, että

<sup>16</sup> Rajakulutusalttiudesta on tuoreimmassa empiirisessä tutkimuksessa todettu seuraavaa: 1) keskimääräisen rajakulutusalttiuden arvot ovat tyypillisesti suuria ja 2) likvidin rahoitusvarallisuuden osuus kotitalouksien sijoituksista on keskeinen tekijä, joka vaikuttaa rajakulutusalttiuden huomattavaan heterogeenisyyteen kotitalouksien välillä. Tässä kehitössä käytetyt arvot ovat peräisin J. Slacalekin, O. Tristanin ja G. Violanten artikkelista ["Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area"](#), *Journal of Economics Dynamics and Controls*, vol. 115, nro 103879, kesäkuu 2020. Tässä kehitössä esitetyt tulo-osuuksien arvot on kalibroitu euroalueella vuoden 2017 HFCS-kyselyn pohjalta (koko jakauma) ja Yhdysvalloissa vuoden 2019 SCF-kyselyn pohjalta (mediaaniarvot).

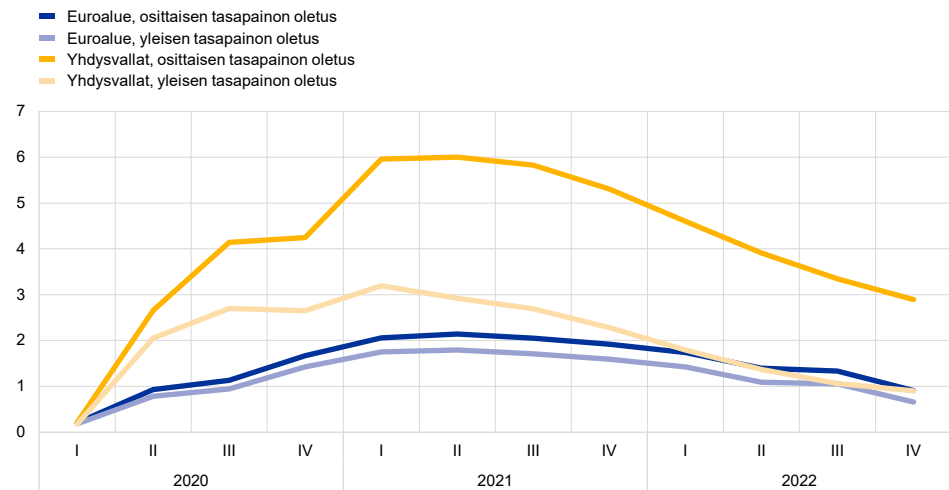
<sup>17</sup> Ks. Philip Lanen puhe ["Inflation and monetary policy"](#), 8.5.2023, ja *Talouksatoksen* 8/2022 keuhko ["Inflaation kehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa"](#).

kotitalouksien pyrkimyksestä kulutuksensa tasapainottamiseen johtuva kulutusta hillitsevä vaikutus on suurempi Yhdysvalloissa. Tämä kuvastaa Yhdysvaltain suurempaa keskimääräistä rajakulutusalttiutta euroalueeseen nähden. Tässä skenaariossa kulutusimpulssi oli maltillinen molemmissa talouksissa vuoden 2022 lopussa.

## Kuvio D

### Pandemia-aikana kertyneiden säästöjen aiheuttama kulutusimpulssi

(poikkeamia pandemiaa edeltäneestä trendistä, prosentteja käytettävissä olevien tulojen trendistä)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Simulaatiot perustuvat Auclertin ym. edellä mainittuun artikkeliin.

### Mallin pohjalta saadut tulokset, joiden mukaan ylimääräisten säästöjen yksityistä kulutusta kiihdyttävä jäljellä oleva vaikutus on maltillinen, saavat tukea myös muista näkökohdista etenkin euroalueen osalta.

Ensiksikin erot ylimääräisten säästöjen alkuperässä auttavat selittämään euroalueen heikompaa kulutusimpulssia Yhdysvaltoihin nähden. Euroalueella ylimääräiset säästöt syntyivät enimmäkseen liikkumisrajoituksista, ja ne myös rajoittivat kulutusta etenkin henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvissa palveluissa, joihin varakkaat kotitaloudet (pieni rajakulutusalttius) tavallisesti käyttävät suuremman osan tuloistaan. Yhdysvalloissa puolestaan ylimääräiset säästöt syntyivät pääosin suurista tukipaketeista, joilla tuettiin etenkin vähävaraisimpien kotitalouksien (suuri rajakulutusalttius) tuloja.<sup>18</sup> Toiseksi viimeaikainen hintakehitys tukee käsitystä siitä, että käyttämätön ylimääräisten säästöjen aiheuttama kulutusimpulssi on maltillinen sekä euroalueella että Yhdysvalloissa. Viime vuosineljänneksillä nähty kuluttajahintojen nousu ja varallisuushintojen lasku, joita edelleen jatkuva rahapolitiikan tiukentuminen ja rahoitusolojen heikkeneminen vielä voimistavat, itse asiassa heikentävät käyttämätöntä kulutusimpulssia entisestään.

<sup>18</sup> Yhdysvallat maksoi määritetyn avustuksen kansalaisille, joiden tulot olivat alle 75 000 dollaria. Tämä viittaa siihen, että pienituloisten kansalaisten saama hyöty suhteessa tuloihin oli suurempi. Ks. esim. "Unemployment Compensation" ja "Economic Impact Payments", U.S. Department of the Treasury.



## Tulospuhelut: uutta näyttöä yritysten voitoista, investoinneista ja rahoitusoloista

Malin Andersson, Pedro Neves ja Carolina Nunes

### Tulospuhelut voivat tarjota hyödyllistä ja ajantasaista tietoa yritysten

**tunnelmista.** Tulospuhelu on konferenssipuhelu, jossa pörssiyhtiön johto esittelee yhtiön taloudellista tulosta sijoittajille, analytikoille ja lehdistölle. Tällaisia puheluja järjestetään yleensä kerran vuosineljänneksessä.<sup>19</sup> NL Analytics on automatisoinut tiedonkeruun tekstiksi puretuista englanninkielisistä tulospuheluista.<sup>20</sup> Tässä kehikossa tarkastellaan euroalueen ei-rahoitusalan yrityksiä analyysilla, joka perustuu useiden synonyymisten käsitteiden tekstihakuun tietyssä asiayhteydessä. Tavoitteena on muodostaa neljännesvuotuiset tunnelma- ja riski-indeksit, jotka ovat erityisen ajantasaisia, koska tietokanta päivittyy kuluvaan vuosineljänneksen osalta kahden viikon välein.

### Tekstianalyysin avulla voidaan muodostaa yritysten tunnelmia kuvaavia

**mittareita.** Tunnelmaindeksi kuvaa sellaisten virkkeiden osuutta tulospuhelussa, joissa esiintyy tiettyjä sanoja määritellyssä asiayhteydessä, ja se ilmaistaan nettomääräisenä eli hyvien ja huonojen uutisten suhdelukuna. Riski-indeksi osoittaa, monessako virkkeessä esiintyy määritellyn aiheen yhteydessä tiettyjä avainsanoja, kuten ”risk” ja ”uncertainty”.<sup>21</sup> Tekstiksi purettujen nauhoitteiden suuren määrän myötä tekstihakujen avulla syntyy tiheästi päivittyvä yritystasoinen tietokanta tunnelma- ja riski-indekseistä, jotka keskiarvoistetaan ja muunnetaan määrämukaisiksi neljännesvuotuisiksi tiedoiksi ajanjaksolle vuoden 2002 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 ensimmäiseen neljännekseen. Kummankin indeksin pätevyydestä kertoo se, että ne ovat kehittyneet yhtäpitävästi suhdannevaihtelujen kanssa kahdella viime vuosikymmenellä sekä korreloineet kummankin muuttujan tavanomaisten indikaattorien kanssa. Tulospuheluista voidaan myös poimia lainauksia, jotka kuvaavat indeksin erityisiin ja merkittäviin muutoksiin liittyviä vallitsevia narratiiveja.

### Euroalueen yritysten voittotunnelma nousi historiallista keskiarvoaan korkeammalle edelleen vuoden 2023 toisella neljänneksellä.

Kahdella viime vuosikymmenellä on havaittavissa voimakas korrelaatio tulospuheluista muodostetun voittotunnelmaindeksin sekä kansantalouden tilinpidon mukaisen euroalueen ei-rahoitusalan yritysten bruttotoimintaylijäämän välillä (kuvio A, vasen puoli). Voittotunnelmaindeksin korrelaatiokerroin nousee jopa neljän vuosineljänneksen ajan ennen bruttotoimintaylijäämää ja on korkeimmillaan 0,6. Indeksillä noudattaa selvää suhdannekiertoa, jonka aallonpohjat ajoittuvat globaaliin finanssikriisiin,

<sup>19</sup> Joissakin tapauksissa tulospuhelu kuitenkin pidetään puolivuositain tai kerran vuodessa. Puhelun tarkka ajankohta vaihtelee vuosineljänneksestä toiseen.

<sup>20</sup> NL Analyticsin tietokanta sisältää tulospuhelujen tekstiksi purettuja tallenteita noin 14 000 pörssiyhtiöltä, joiden pääkontorit sijaitsevat 82 eri maassa – suurin osa Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja muissa englanninkielisissä maissa. Keskimäärin 600 euroalueen yritystä raportoi tuloksensa neljännesvuositain. Havaintojen lukumäärä vuosineljänneksessä kohti oli vuodesta 2002 alkavan otoksen ensimmäisinä vuosina noin neljäsosa nykyisestä.

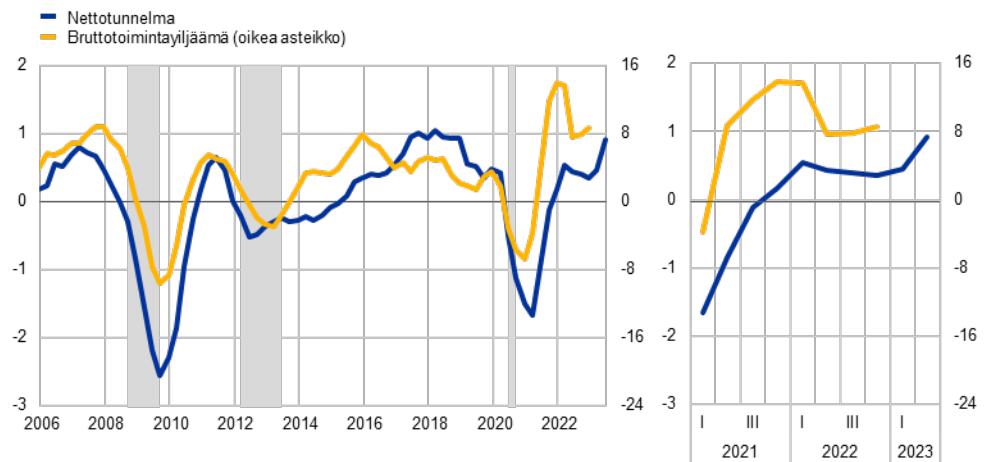
<sup>21</sup> Ks. toinen esimerkki tulospuheluista purettujen tekstien perusteella lasketusta riski-indeksistä julkaisussa T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler ja A. Tahoun. ”Sources and Transmission of Country Risk”, NBER Working Paper -julkaisusarjan nro 29526, marraskuu 2021.

valtionvelkakriisiin ja koronapandemiaan, mikä onkin odotettavissa voittojen suhdannevaihtelun takia. Elvyttyään voimakkaasti vuonna 2021 nettotunnelma vakaantui jossain määrin vuonna 2022 ja nousi sitten vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä. Ei-rahoitusyrityssektorin bruttotoimintaylijäämän kasvuvauhti hidastui jossain määrin mutta pysyi kuitenkin vahvana vuoden 2022 jälkipuoliskolla kireiden rahoitusolojen ja kysynnän heikkenemisen takia (kuvio A, oikea puoli). Havainto on sopusoinnussa markkina- ja kyselypohjaisten tietojen kanssa, joiden mukaan voittojen kasvu hidastui vuonna 2022 mutta pysyi kuitenkin historiallista keskiarvoaan nopeampana. Euroalueen ei-rahoitusalan yritysten bruttotoimintaylijäämä on ylittänyt vuoden 2019 viimeisen neljänneksen tasonsa ja kasvaa nyt nopeammin kuin pandemiaa edeltäneellä trendillään, mikä viittaa siihen, että tästä näkökulmasta kasvussa ei ole kiinni kurottavaa (kuvio B). Voittojen kasvun vahvuus alkuvuodesta 2021 lähtien on saattanut perustua pandemian aikana patoutuneen kysynnän purkaantumiseen, tarjontakapeikkojen avautumiseen ja tuotantopanosten epätäydelliseen korvattavuuteen.

### Kuvio A

#### Voittotunnelma ja ei-rahoitusalan yritysten bruttotoimintaylijäämä euroalueella

(Z-arvo; vuotuinen prosenttimuutos)



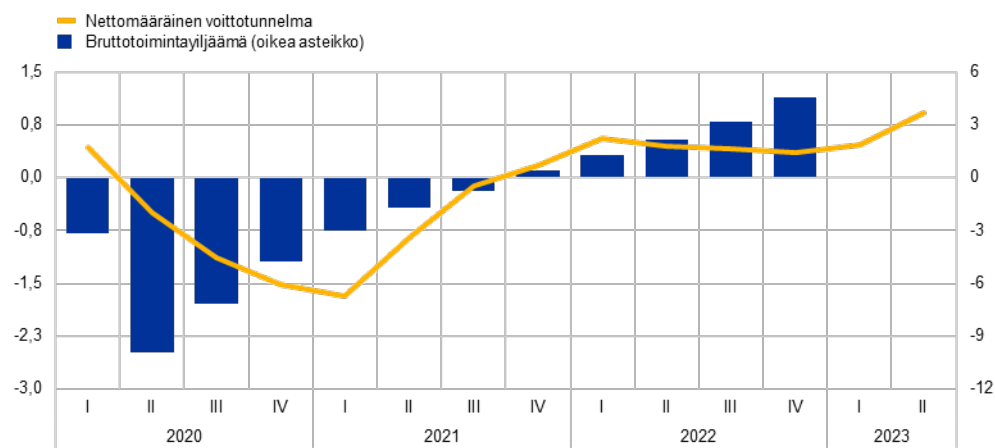
Lähteet: NL Analytics, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Nettotunnelma osoittaa voittoa kuvaavien ilmausten (profits, earnings, revenues jne.) esiintymistiheyttä yritysten tulospuheluissa. Z-arvo on laskettu vähentämällä kustakin datapisteestä sen historiallinen keskiarvo ja jakamalla tämä aikasarja keskihajonnallaan. Taantumajaksot on merkitty harmaalla. Tuoreimmat havainnot nettotunnelmasta ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä (12.6. mennessä pidetyt puhelut) ja bruttotoimintaylijäämästä vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä.

## Kuvio B

### Voittotunnelma ja ei-rahoitusalan yritysten trendipuhdistettu bruttotoimintaylijäämä euroalueella

(Z-arvo; trendipuhdistettu kumulatiivinen kasvuvauhti)



Lähteet: NL Analytics, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Bruttotoimintaylijäämän kumulatiiviset trendipuhdistetut kasvuvauhdit on laskettu kumuloimalla varsinainen aikasarja ja sen pandemiaa edeltänyt trendi (2002–2019) ja jakamalla nämä kumulatiivisella pandemiaa edeltäneellä trendillä. Tuoreimmat havainnot nettotunnelmasta ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä (12.6. mennessä pidetyt puhelut) ja bruttotoimintaylijäämästä vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä.

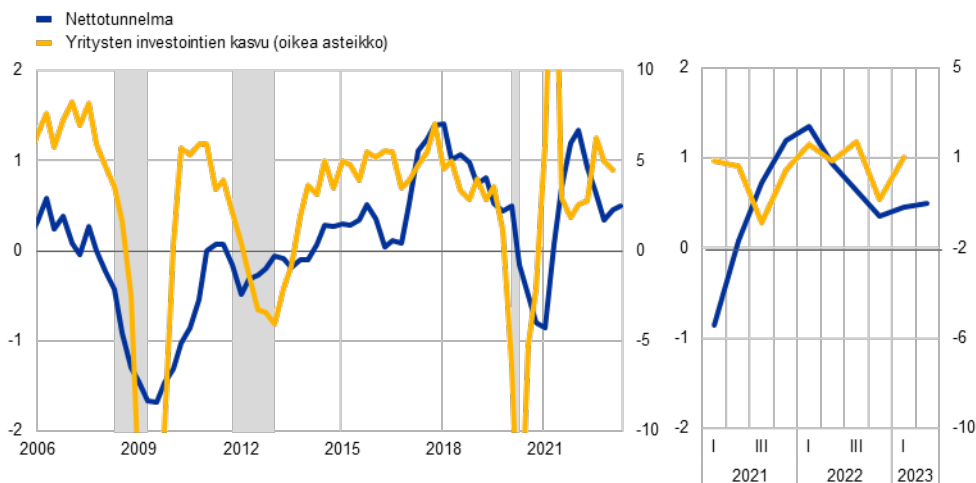
### Yritysten investointitunnelmat kohenivat hieman vuoden 2023 toisella neljänneksellä.

Kahdella viime vuosikymmenellä yritysten nettomääräinen investointitunnelma ja investointien kasvuvauhti (pois lukien voimakkaasti vaihtelevat investoinnit henkisiin omaisuustuotteisiin Irlannissa ja Alankomaissa) ovat korreloineet hyvin (kuvio C, vasen puoli). Korrelaatio on korkeimmillaan, kun tarkastellaan tunnelmaa kaksi vuosineljännestä aiemmin kuin investointien kasvua, jolloin korrelaatiokerroin on 0,5. Vuonna 2021 ja vuoden 2022 alussa investointitunnelmat kohenivat edelleen ylittäen historiallisen keskiarvonsa, ja yritysten investointien kasvu oli yleisesti vahvaa talouden avautuessa uudelleen (kuvio C, oikea kohta). Vuoden 2022 jatkuessa tunnelma huononi jonkin verran, kun kysyntä heikkeni, energiakustannukset kasvoivat ja epävarmuus lisääntyi. Vuoden 2023 toisella neljänneksellä tunnelma nousi yhä korkeammalle yli historiallisen keskiarvonsa, kun tarjontatilanne parani ja energiakustannusten kasvu laantui.

## Kuvio C

### Investointitunnelmat euroalueella

(Z-arvo, vasemman kohdan oikea asteikko: vuotuinen prosenttimuutos; oikean kohdan oikea asteikko: neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: NL Analytics, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

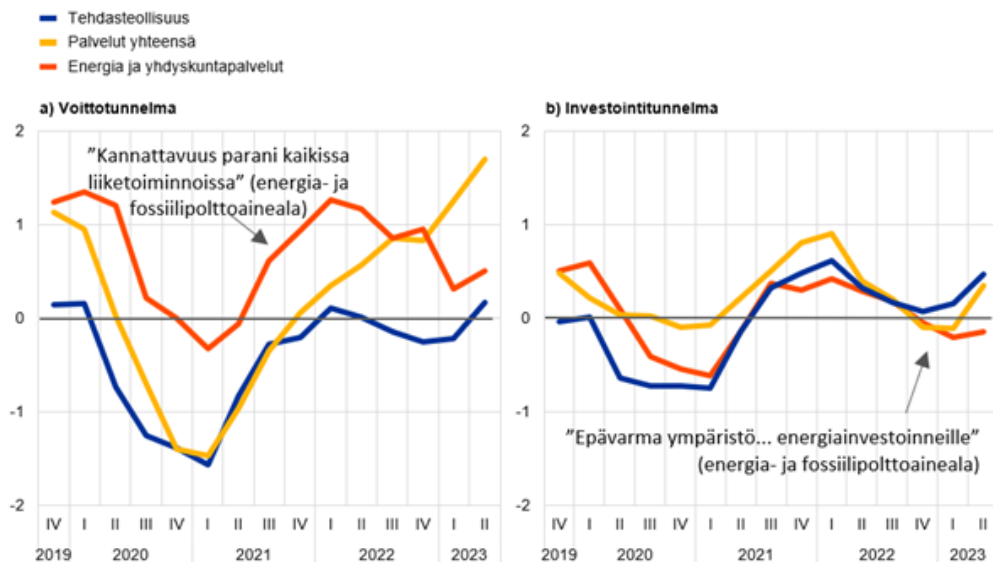
Huom. Nettoinvestointitunnelma osoittaa investointeja kuvaavien ilmausten (investment, capital investment, investment plans jne.) esiintymistiheyttä yritysten tulospuheluissa. Z-arvo laskettu vähentämällä kustakin datapisteestä sen historiallinen keskiarvo ja jakamalla tämä aikasarja keskihajonnallaan. Taantumajaksot on merkitty harmaalla. Yritysten investointien kasvu ei sisällä investointeja henkisiin omaisuustuotteisiin Irlannissa ja Alankomaissa. Tuoreimmat havainnot nettotunnelmasta ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä (12.6. mennessä pidetyt puhelut) ja yritysten investoinneista vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä.

**Sektorikohtaisesti tarkastellen voittotunnelmat ovat vuonna 2023 olleet tähän mennessä vahvimmat palvelualalla ja investointitunnelmat puolestaan tehdasteollisuudessa.** Pandemian aikana voittotunnelma heikentyi enemmän palvelualoilla kuin tehdasteollisuudessa. Pandemian jälkeisellä elpymisjaksolla ja edelleen vuoden 2023 alkupuoliskolla voittotunnelma kuitenkin parani voimakkaammin palvelualoilla kuin tehdasteollisuudessa (kuvio D, kohta a). Tämä on sopusoinnussa myös muiden tunnelmaindikaattorien, kuten PMI-ostopäälikköindeksin, kanssa. Investointitunnelma on kuitenkin heikentynyt jyrkästi alkuvuodesta 2022 lähtien eri toimialoilla, joskin vuonna 2023 se näyttää tähän mennessä pitäneen hieman paremmin pintansa tehdasteollisuudessa kuin palvelualoilla. Energia- ja yhdyskuntapalvelualalla voittotunnelma on kolmena viime vuonna ollut positiivisempi kuin muilla toimialoilla, mutta äskettäin se on laantunut energian hintakehitystä myötäillen. Sektorin investointitunnelma on ollut verrattain heikko, mikä johtuu mahdollisesti energiainvestointeihin liittyvästä epävarmuudesta sekä vihreästä siirtymästä, kuten eräs toimialan yritys ilmaisi (kuvio D, kohta b).

## Kuvio D

### Voitot ja investointitunnelmat valikoiduilla sektoreilla euroalueella

(Z-arvo)



Lähteet: NL Analytics ja EKP:n laskelmat.

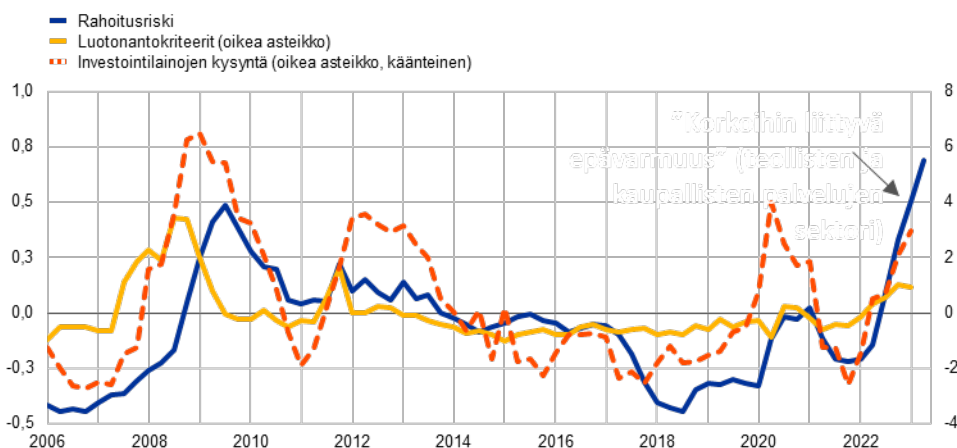
Huom. Aikasarjassa ei keskiarvoisteta koko aikasarjaa, sillä jotkin yritykset eivät kuulu toimialaluokituksiin. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä (12.6. mennessä pidetyt puhelut).

**Yritykset pitävät rahoitusoloja tällä hetkellä merkittävänä riskinä.** Tätä kehikkoa varten muodostettiin myös rahoitusriskin indikaattori, joka perustuu sellaisten avainsanojen kuin "interest rate", "financing conditions" ja "borrowing costs" yhteisesiintymiseen avainsanojen "uncertainty" ja "risk" kanssa. Rahoitusoloihin koettiin liittyneen kasvanutta riskiä globaalin finanssikriisin aikana, jolloin luotonantokriteerit kiristyivät ja investointilainojen myöntäminen supistui, kuten euroalueen pankkien luotonantokyselystä selvästi ilmeni (kuvio E). Otokseen kuuluvat yritykset näyttävät myös kokeneen, että rahoitusoloihin liittyi kasvanutta riskiä valtionvelkakriisin aikana. Elpymisjaksolla vuosina 2015–2019 käsitykset rahoitusoloihin liittyvistä riskeistä putosivat yleisesti finanssikriisiä edeltäneille tasoilleen. Pandemiaan ajoittuneen pienen nousupiikin jälkeen yritykset ovat tähän mennessä vuonna 2023 arvioineet, että rahoitusoloihin liittyy suuri ja kasvava riski korkojen nopean nousun ja rahoitusmarkkinoiden viimeaikaisten jännitteiden myötä, ja indeksin arvot ovat viime vuosineljänneksillä olleet korkeimmilla tasoillaan sitten finanssikriisin. Vaikka indikaattorit eivät ole suoraan vertailukelpoisia, koska rahoitusriskin indikaattori on laajempi, ne tuntuvat liikkuvan jossain määrin samansuuntaisesti luotonantokriteerien kanssa. Pankkien luotonantokyselyn mukaan samaan aikaan, kun koettu rahoitusriski on kasvanut, myös investointilainojen kysyntä on supistunut.

## Kuvio E

Euroalueen rahoitusriski, luotonantokriteerit ja luoton kysyntä kiinteisiin investointeihin

(Z-arvo, saldolukuja)



Lähteet: NL Analytics, euroalueen pankkien luotonantokysely ja EKP:n laskelmat.

Huom. Rahoitusriski-indikaattorin taustalla olevassa tekstihaussa käytettyjä avainsanoja olivat muun muassa "interest rates", "financing conditions" ja "borrowing costs". Tuoreimmat havainnot luottokriteereistä ja lainakysynnästä ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä sekä rahoitusriskistä vuoden 2023 toiselta neljännekseltä (12.6. mennessä pidetyt puhelut).

## 3 Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet kotimaisten hintapaineiden viimeaikaiseen vahvistumiseen euroalueella?

Elke Hahn

**Voitot ovat olennainen tuotoshintojen erä aivan kuten tuotantokustannukset, esimerkiksi palkat tai väli tuotteiden kustannukset.** Yritykset määrittävät voittoa tavoitteensa asettamalla hinnan tiettyssä määrin kuluja suuremmaksi, jotta pääomalle saadaan tuottoa. Voittojen ja palkkojen muutokset, joita voidaan mitata BKT-deflaattorilla, ovat tärkeitä pohjainflaatioon vaikuttavia tekijöitä. Tätä kuvastaa BKT-deflaattorin ja pohjainflaation indikaattorien (YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja tai YKHI ilman energian hintoja) vahva yhteisvaihtelu (kuvio A).<sup>22</sup> Tässä kehikossa analysoidaan voittojen vaikutusta kotimaiseen inflaatioon kansantalouden tilinpitoon pohjautuvien yksikkövoittojen perusteella.<sup>23, 24</sup> Lisäksi arvioidaan, miten institutionaalisten sektorien tilinpidon pohjalta johdetut voittoindikaattorit ovat vaikuttaneet kotimaiseen inflaatioon ja miten kansantalouden

<sup>22</sup> Tämä pitää paikkansa huolimatta näiden kahden indikaattorin käsitteellisistä eroista. Hintapaineiden kattamiseen liittyy käsitteellisiä eroja, sillä BKT-deflaattori kattaa vain arvonlisäyksen erät, kun taas pohjainflaation indikaattorit kattavat kaikki tuotoshinnan erät. Vastaavasti BKT-deflaattori kuvastaa kotimaisen talouden hintapaineita, kun taas esimerkiksi YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja kuvastaa kyseisten kulutustavarasektoreiden hintakehitystä riippumatta siitä, ovatko tuotteet tai palvelut kotimaassa tuotettuja vai tuontia.

<sup>23</sup> On syytä huomata, että yksikkö voitot ja liiketaloudelliset voitot ovat käsitteellisesti eri asia, kuten jäljempänä selvennetään.

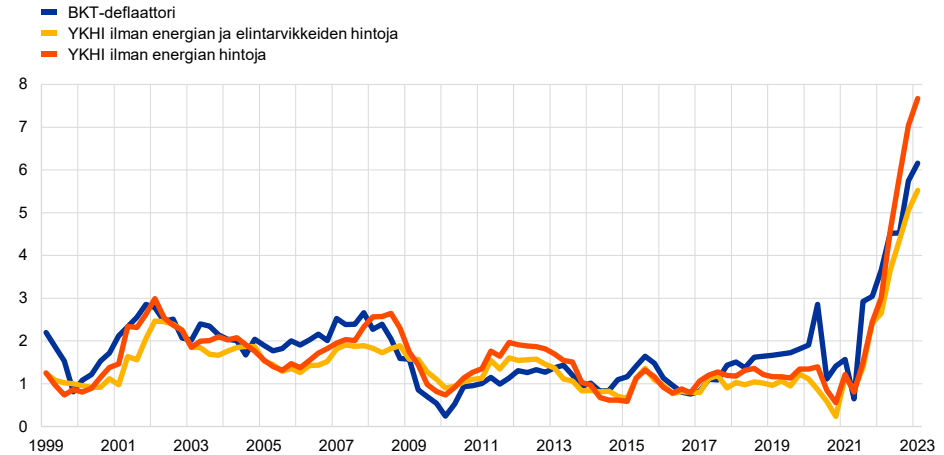
<sup>24</sup> Ks. myös Ó. Arce, E. Hahn ja G. Koester, "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *EKP:n blogi*, 30.3.2023.

tilinpitoon pohjautuvat tiedot yksikkövoittojenkehityksestä vastaavat liikekirjanpidosta johdettujen kate- ja voittomarginaali-indikaattoreiden kehitystä.

## Kuvio A

### Kotimaiset hintapaineet ja valikoidut pohjainflaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä.

**Voittoindikaattorien laajuus ja tavoitteet vaihtelevat.** Kansantalouden tilinpidossa voittojen vaikutusta kotimaisiin hintapaineisiin analysoidaan yksikkövoitolla, joka määritelmän mukaan on bruttotoimintaylijäämä ja bruttosekatulot reaalisena BKT:n yksikköä kohden. EKP:n estimaattien avulla tätä mittaria voidaan soveltaa myös yrityssectorille. Toinen kansantalouden tilinpidon tarjoama voittojen mittari inflaation analysoimiseksi on niin sanottu voittomarginaali-indikaattori, joka on perushintaisen BKT-deflaattorin suhde yksikkötyökustannuksiin. Sillä arvioidaan, paljonko voiton muutos on lisännyt tai vähentänyt yksikkötyökustannusten muutosten vaikutusta kotimaisiin hintapaineisiin. Kaksi liikekirjanpitoon pohjautuvaa voittoindikaattoria ovat kate ja voittomarginaali. Kate määritellään hintojen suhteeksi rajakustannuksiin, ja käytännössä jälkimmäisiä edustavat keskimääräiset kustannukset. Tällä indikaattorilla voidaan arvioida yritysten hinnoittelustrategioita. Yleisesti käytetty voittomarginaalien indikaattori, joka liittyy yritysten kustannusperusteiseen tuloslaskentaan, on bruttokate eli myyntikate jaettuna liikevaihdolla. Myyntikate puolestaan on liikevaihto miinus myytyjen tuotteiden kustannukset (eli mm. materiaali- ja työvoimakustannukset).

**Väliuotekäytön muutokset saattavat heikentää yksikkövoittoja.** BKT perustuu arvonlisäyksen käsitteeseen. Arvonlisäykseen sisältyvät voitot (jotka määritelmän mukaan ovat bruttotoimintaylijäämä ja bruttosekatulot) ja palkansaajakorvaukset sekä tuotantoverot (tukipalkkiot vähennettynä), mutta toisin kuin bruttotuotokseen, siihen ei sisälly väliuotekäyttö, kuten energian tai raaka-aineiden käyttö.<sup>25</sup> Koska väliuotekäyttö on kuitenkin jo täysimääräisesti vähennetty BKT:stä, voittojen muutokset voivat antaa viitteitä siitä, missä määrin väliuotekäytön muutos näkyy

<sup>25</sup> Bruttotuotoksen indikaattori on saatavana panos-tuotos-tilastoissa. Näiden tietojen käyttökelpoisuutta rahapolitiikkaan liittyvässä analyysissä kuitenkin rajoittaa niiden julkaisuviive.

tuotoshinnassa. Muiden yksikkövoittoihin kohdistuvien vaikutusten perusteella voidaan yleistää, että jos välituotekäytön kustannukset kasvavat huomattavasti (kuten kahtena viime vuonna on havaittu) ja yksikkövoittojen kehitys samalla heikkenee, tämä viittaa siihen, että kustannusten nousu on osittain tai kokonaan katettu supistamalla voittoja, jolloin se ei välity (tai ei välity täysimääräisesti) tuotoshintaan. Jos sen sijaan mainitussa tilanteessa yksikkövoitot pysyvät jokseenkin ennallaan tai jopa vahvistuvat, tämä viittaa siihen, että tuotoshinta on kasvanut saman verran kuin kustannukset tai jopa enemmän.

**Kotimaiset hintapaineet BKT-deflaattorilla mitattuna ovat voimistuneet huomattavasti vuoden 2021 puolivälistä lähtien. Tähän ovat vaikuttaneet suuresti sekä yksikkötyökustannukset että yksikkövoitot.** Vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä euroalueen BKT-deflaattorin vuotuinen nousu oli ennätyskelliset 6,2 %. Edellisellä neljänneksellä se oli ollut 5,7 % ja alimmillaan 0,6 % vuoden 2021 toisella neljänneksellä (kuvio B). Sen keskiarvo vuosina 1999–2019 (eli ennen koronaviruspandemian aiheuttamaa kriisiä) oli 1,6 %. Kuten kuviosta B käy ilmi, sekä yksikkötyökustannukset että yksikkövoitot ovat vaikuttaneet BKT-deflaattorin nousuun viimeisen puolentoista vuoden aikana. Yksikkövoittojen vaikutus on ollut erityisen suuri kolmen viime vuosineljänneksen aikana, ja se on kattanut karkeasti noin 60 % BKT-deflaattorin kokonaisnoususta (eli enemmän kuin nimellisen BKT:n bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erän osuus, joka on 42 %).<sup>26</sup> Tukipalkkioiden vaikutus BKT-deflaattoriin oli ainutkertaisen suuri pandemiakriisin aikana työpaikkojen säilyttämisjärjestelyihin liittyvän julkisen tuen vuoksi, mutta epätavallisen suuria muutoksia on havaittu myös viime aikoina energiakriisiin liittyvän julkisen tuen vuoksi.

---

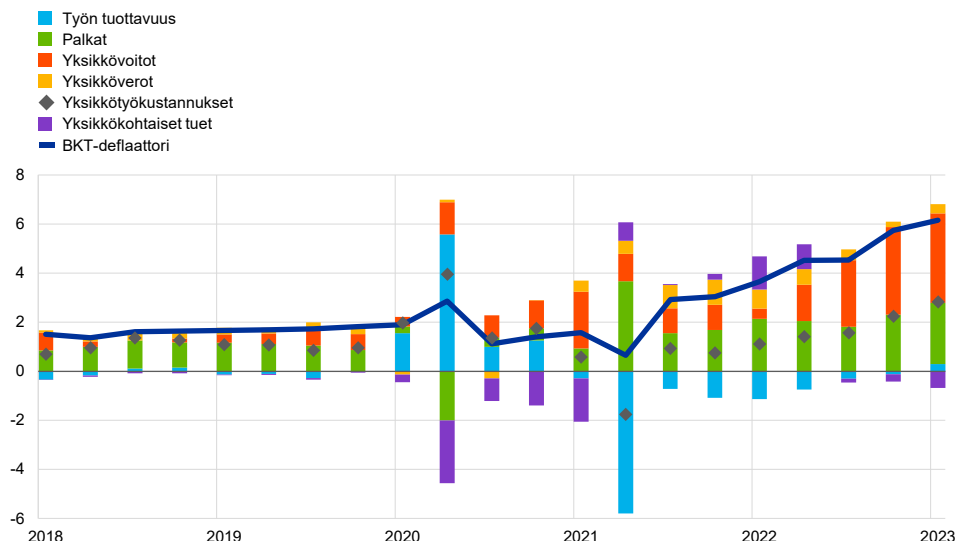
<sup>26</sup> Tämän kehikon kuviosta B poiketen Arcen ym. mainitun blogikirjoituksen kuviossa 1 esitetään BKT-deflaattorin erittely, jota on korjattu ammatinharjoittajien tulojen osalta. Näiden kahden kuvion erot yksikkövoittojen osalta ovat kuitenkin vähäisiä.



## Kuvio B

### BKT-deflaattori ja vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot liittyvät vuoden 2023 ensimmäiseen neljännekseen.

### Yksikkövoittojen indikaattorissa käytetty bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erä edustaa laajasti tulkittua voiton käsitettä.

Bruttotoimintaylijäämä kattaa kaikki institutionaaliset sektorit, kun taas bruttosekatulot liittyvät kotitaloussektoriin (joka sisältää myös henkilöyhtiöt). Bruttosekatuloja voidaan pitää ammatinharjoittajien tai henkilöyhtiöiden voittoina erilaisten kustannusten vähentämisen jälkeen. Näihin voittoihin kuitenkin sisältyy edelleen ammatinharjoittajien työvoimakorvaus. Yleinen bruttosekatuloihin sisältyvän työtuloerän oikaisu perustuu oletukseen, että ammatinharjoittajat ansaitsevat keskimäärin saman verran kuin palkansaajat, jolloin ammatinharjoittajien laskennallinen työtulo voidaan vähentää bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erästä.<sup>27</sup> Bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erä sisältää myös asuntopalveluiden tuottamat tulot eli vuokrat, jotka vaikuttavat talouden kaikkiin institutionaalsiin sektoreihin, sekä omistusasumiselle määritetyt laskennalliset vuokrat, jotka vaikuttavat vain kotitaloussektoriin. Ammatinharjoittamisen ja asuntopalveluiden tuottamia tuloja ei yleensä lueta liikevoittoihin.<sup>28</sup> Toinen merkillepantava tekijä bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erässä on kiinteän pääoman kuluminen. Se edustaa ansaittuja pääomatuloja, mutta se voidaan myös tulkita kustannukseksi, sillä sitä tarvitaan poistojen korvaamiseksi. Parempi liikevoittojen indikaattori sektorikohtaisessa tilinpidossa onkin siksi yritysten (muiden kuin rahoitusalan yritysten) brutto- tai nettotoimintaylijäämä, jossa nettoluku lasketaan yritysten bruttotoimintaylijäämän ja kiinteän pääoman kulumisen erotuksena. Viimeinen näkökohta voittojen määrittelyssä koskee tukipalkkioiden vaikutusta (sisältyvät BKT:n veroerään, josta tuet on vähennetty). Saajasta riippuen

<sup>27</sup> Tätä oikaisua sovelletaan tyypillisesti laskettaessa voittojen tavanomaista vaikutusta euroalueen BKT-deflaattoriin. Ks. esim. kuvio 1 Arcen ym. mainitussa blogikirjoituksessa.

<sup>28</sup> Tuore yksityiskohtainen esitys aiheesta on esim. J. Haskelin puheessa "What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?", Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25.5.2023.

tällaiset tukipalkkiot sisältyvät voittoihin tai tuloihin ja nettoutetaan BKT-deflaattorin hajotelmassa tukipalkkioerän kautta. Pandemia- ja energiakriisien seurauksena tukipalkkioita on viime vuosina jaettu poikkeuksellisen paljon, sillä esimerkiksi työpaikkojen säilyttämisjärjestelyiden ja energiakriisin yhteydessä julkista tukea on tarjottu tässä muodossa. Tukipalkkioilla on siis ollut näkyvä vaikutus työtä ja voittoja koskeviin eriin viime vuosina.<sup>29</sup> Tällaiset yrityksille maksettavat tukipalkkiot on luonnollisesti eroteltava liikevoitoista. Siitä huolimatta mahdollinen tukien kautta saatu lisärahoitus saattaisi periaatteessa vaikuttaa yritysten hinnanmuutossuunnitelmiin.

**Sektorikohtaisten tietojen perusteella vaikuttaa siltä, että muiden kuin rahoitusalan yritysten brutto- ja nettotoimintaylijäämien muutokset ovat olleet merkittävä yksikkökohtaisten voittojen viimeaikaisen vahvistumisen taustatekijä.** Kuten edellä on kuvattu, yritysten brutto- ja nettotoimintaylijäämät ovat tarkemmin liiketoiminnallisia voittoja vastaavia indikaattoreita kuin koko kansantalouteen liittyvä bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erä. Kuviossa C esitetään yritysten nettotoimintaylijäämän, kiinteän pääoman kulumisen ja muiden tulojen vaikutukset koko kansantalouden yksikkövoittoihin, joka on esitetty kuviossa B. Hajotelmasta näkyy, että vaikka kaikki kolme erää ovat vahvistuneet muutaman viime vuosineljänneksen aikana, yritysten brutto- ja nettotoimintaylijäämät ovat viime aikoina muuttuneet enemmän kuin yksikkövoitot yleisesti ja ovat vaikuttaneet merkittävästi yksikkövoittojen kasvuun.<sup>30</sup> Niiden vaikutus BKT-deflaattorin nousun vahvistumiseen vuoden 2022 jälkipuoliskolla oli huomattava. Se osoittaa, että yritykset kokonaisuutena eivät ole kattaneet kustannusten kasvua supistamalla voittomarginaalejaan. Itse asiassa se viittaa jopa siihen, että yritysten hinnankorotukset ovat olleet suurempia kuin kustannusten kasvu, joten ne ovat vaikuttaneet kotimaisen inflaation nopeutumiseen.

---

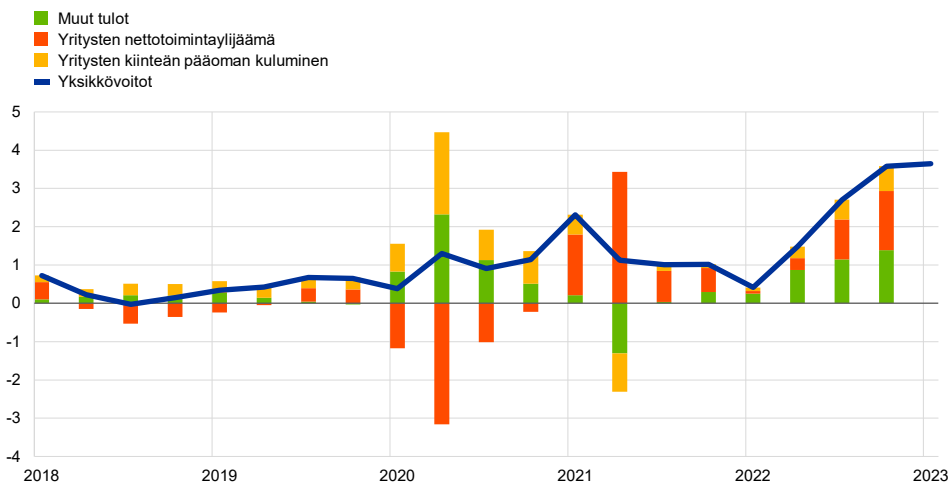
<sup>29</sup> Vaikka pandemian aiheuttaman taantuman aikaisiin työpaikkojen säilyttämisjärjestelyihin liittyvät tukipalkkiot oli pääosin tarkoitettu tulojen vakauttamiseen ja ne näkyivät suoraan kyseisessä tuloerässä, niillä oli myös näkyvä vaikutus yksikkövoittojen erään, jonka kestävyys oli parempi kuin aiemmissa taantumissa. Yritykset pyrkivät yleensä pitämään työntekijänsä laskusuhdanteen alussa jopa yksikkövoittojen kustannuksella. Pandemian aiheuttaman taantuman aikana tätä yksikkövoittojen laskupainetta näyttivät kuitenkin helpottavan paljon laajemmassa käytössä olleet työpaikkojen säilyttämisjärjestelyt. Ks. *Talouksatsauksen 2/2021* kehikko "Voittomarginaalien rooli koronavirussokkiin sopeutumisessa", maaliskuu 2021.

<sup>30</sup> Vaikka muiden kuin rahoitusalan yritysten brutto/nettotoimintaylijäämät kattoivat 54 % ja 28 % koko kansantalouden bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erästä, ne selittivät vuoden 2022 jälkipuoliskolla lähes 60 prosentin ja yli 40 prosentin osuudet yksikkövoittojen vaikutuksesta. Muiden kuin rahoitusalan yritysten brutto/nettotoimintaylijäämän osuudet nimellisestä BKT:stä olivat noin 23 % ja 12 %, ja ne kattoivat noin 36 % ja 25 % BKT-deflaattorin kokonaisnoususta.

## Kuvio C

### Yksikkövoittojen vaikutuksen hajotelma

(vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot yksikkövoittojen osalta ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä ja erien osalta vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä.

**Viime vuosineljänneksinä kotimaiset hintapaineet muiden kuin rahoitusalan yritysten sektorilla ovat olleet voimakkaampia kuin koko kansantaloudessa, mikä kertoo yksikkötyökustannusten huomattavasta kasvusta ja yksikkökohtaisten toimintaylijäämien epäsuhtaisen suuresta vaikutuksesta (kuvio D).**

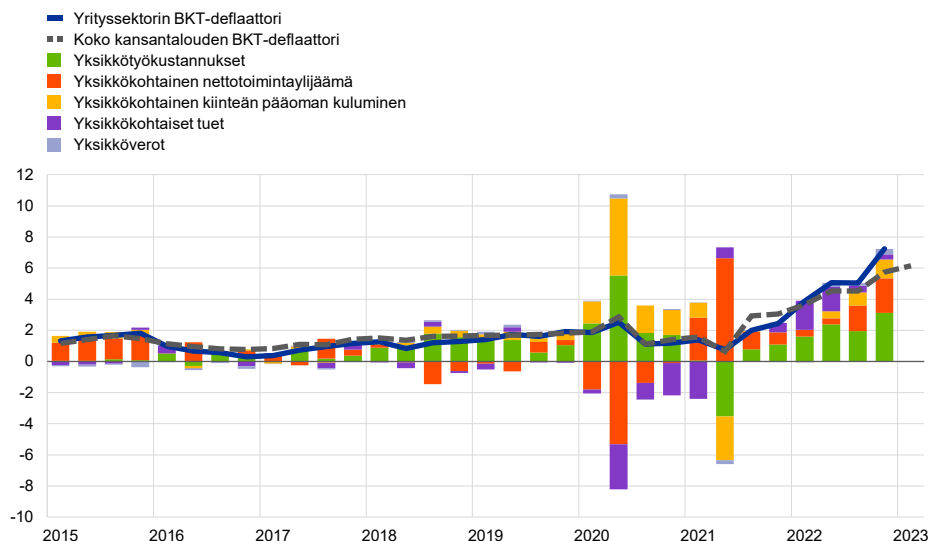
BKT-deflaattorin vuotuinen nousu yrityssektorilla voimistui vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä 7,2 prosenttiin ja ylitti siten koko kansantalouden kotimaiset hintapaineet 1,5 prosenttiyksiköllä. Tämä poikkeaa historiallisista säännönmukaisuuksista, sillä BKT-deflaattorin nousu yrityssektorilla on tyypillisesti ollut heikompi kuin koko kansantalouden vastaava luku.<sup>31</sup> Yrityssektorin BKT-deflaattorin viimeaikainen voimakas nousu on osittain kertonut yksikkötyökustannusten voimakkaasta kasvusta kyseisellä sektorilla, jonka vuotuinen kasvuvauhti vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä oli 5,1 % (eli 0,6 prosenttiyksikköä nopeampi kuin vastaava koko kansantalouden kasvuvauhti). Näistä muutoksista huolimatta brutto- ja nettotoimintaylijäämien vaikutukset kotimaisiin hintapaineisiin yrityssektorilla vuoden 2022 jälkipuoliskolla olivat epäsuhtaisen suuria. Ne kattoivat lähes 50 % kotimaisista hintapaineista bruttomääräisesti ja hieman yli 30 % nettomääräisesti, mikä oli selvästi enemmän kuin näiden lukujen vastaavat osuudet nimellisarvoisessa BKT:ssä (noin 40 % ja 20 %).

<sup>31</sup> Vuosina 2002–2021 (eli ennen viimeaikaisia voimakkaita nousuja) yrityssektorin BKT-deflaattorin nousu oli 1,1 %, kun se koko kansantalouden osalta oli 1,6 %. On syytä huomata, että yrityssektorin BKT-deflaattori perustuu EKP:n sisäisiin estimaatteihin ja on saatavana vain vuodesta 2002 lähtien.

## Kuvio D

### Muiden kuin rahoitussektorin yritysten BKT-deflaattori ja vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot koko kansantalouden BKT-deflaattorin osalta ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä. Kaikki muut tiedot ovat vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä.

### Perinteisten makrotaloutta ohjaavien tekijöiden perusteella yksikkövoittojen kehityksen olisi voinut odottaa olevan paljon heikompaa, mikä viittaa siihen, että niiden viimeaikainen kasvu johtuu pääosin epätavallisemmista tekijöistä.

Yksikkövoittoihin vaikuttavat tyypillisesti etenkin suhdannetilanne ja vaihtosuhte.<sup>32</sup>

Odotusten mukaista olisi ollut, että vuoden 2023 ensimmäiselle neljännekselle asti jatkunut talouskasvun suhdanneluonteinen hidastuminen ja vaihtosuhteen epäsuotuisa kehitys vuonna 2022 olisivat heikentäneet yksikkövoittojen kehitystä.

Ensimmäinen syy yksikkövoittojen epätavallisen vahvaan kehitykseen on se, että

monilla sektoreilla kysyntä on ylittänyt tarjonnan, kun pandemian aikana syntyi laaja-alaisia tarjontarajoitteita ja kysyntä sen myötä patoutui. Toisena syynä on se, että

tuotantopanoshintojen vahvan nousun myötä (esimerkiksi energian osalta) hintojen nostamisesta tuli yrityksille helpompaa, sillä sellaisessa tilanteessa on vaikeampi todeta, onko hinnannousu johtunut suuremmista kustannuksista tai suuremmista

yksikkövoitoista.<sup>33</sup> Lisäksi odotukset tuotantopanoshintojen vahvan nousun

jatkumisesta ovat saattaneet kannustaa yrityksiä hinnankorotuksiin, jotta hintojen

muutoksia voitaisiin tasapainottaa pitemmällä aikavälillä.<sup>34</sup> Eräs mahdollinen syy on

myös se, että vaihtosuhdesokista johtuva nopea inflaatio aiheutti kansantaloudessa

<sup>32</sup> Ks. *Talouskatsauksen* 6/2019 keuhikko "Miten katteet vaikuttavat inflaatiopaineisiin euroalueella?", syyskuu 2019, ja *Talouskatsauksen* 2/2021 keuhikko "Voittomarginaalien rooli koronavirussokkiin sopeutumisessa", maaliskuu 2021.

<sup>33</sup> Inflaation ja voittojen kasvun välisestä suhteesta ks. M. Andler ja A. Kovner, "Do corporate profits increase when inflation increases?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13.7.2022.

<sup>34</sup> Ks. A. Glover, J. Mustré-del-Río ja A. von Ende-Becker, "How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?", *Economic Review*, vol. 108, nro 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1/2023.

huomattavan reaalityulojen laskun, jonka myötä työntekijät ja yritykset mahdollisesti pyrkisivät saamaan tappioita takaisin.

**Liiketoiminnallisten voittojen roolia inflaatiokehityksessä on viime aikoina arvioitu myös liikekirjanpitoon pohjautuvien estimoitujen katteiden ja voittomarginaalien avulla.** Tässä kehikossa esitetyt tulokset saavat vahvistusta muista kansantalouden tilinpidon voitto- ja yksikkövoittotietoihin perustuvista tutkimuksista.<sup>35</sup> Kuitenkin liikekirjanpitoon pohjautuvien kate- ja voittomarginaaliestimaattien pysyminen pääosin muuttumattomina on seikka, jonka usein tulkitaan tarkoittavan, että voittojen vaikutus inflaatioon ei ole aivan selvä.<sup>36</sup> Kun vertaillaan peruskäsitteiden ja pelkistettyjen esimerkkien avulla eri indikaattorien reaktioita välituotteiden kustannussokkiin, niiden muutoksista muodostuu kuitenkin aivan johdonmukainen kuva.

**Tilanteessa, jossa välituotekustannukset kasvavat huomattavasti, havainnot katteiden pysymisestä pääosin muuttumattomina ovat itse asiassa sopusoinnussa yksikkövoittojen aiheuttaman inflaatiopaineiden kasvun kanssa.** Voittojen rooli inflaatiokehityksessä on viime aikoina saanut huomiota taloustieteellisessä tutkimuksessa. On pohdittu, voiko kansantalouden tilinpidon pohjalta muodostaa käsitystä yritysten käyttäytymisestä. Mikrotalousteorian mukaan yritykset pyrkivät tyypillisesti asettamaan hintansa niin, että syntyy rajakustannuksen ylittävä kate. Hinpaineet voivat siis syntyä sekä rajakustannuksista että katteesta. Katetta käytetään yleisesti yritysten hinnoittelustrategioiden arviointiperusteena. Jos kate ei muutu, hinnoittelustrategiankin katsotaan pysyvän muuttumattomana. Tilanteessa, jossa kustannukset kasvavat voimakkaasti, katteen pysyminen ennallaan merkitsee, että yksikkövoitot kasvavat yhtä voimakkaasti. Yritys itse voi tulkita katteen pysymisen ennallaan niin, että hinnoittelustrategia pysyy ennallaan, jolloin sitä ei välttämättä pidetä aktiivisesti inflaatiopaineisiin vaikuttavana tekijänä – voitohan yksinkertaisesti noudattavat samaa nousevaa kehitystä kuin yleiset kustannukset. Makrotalouden ja inflaatioanalyysin näkökulmasta kuitenkin minkä tahansa hinnan osatekijän nousu vaikuttaa inflaatioon riippumatta siitä, onko hinnoittelukäyttäytyminen muuttunut.<sup>37</sup>

**Taulukossa A esitetään pelkistettyjä esimerkkejä siitä, miten katteiden ja yksikkövoittojen muutokset reagoivat välituotteiden kustannussokkiin.**

Taulukossa määritetään hypoteettisen kulurakenteen pohjalta kaksi tapausta. Tapauksessa 1 kokonaiskustannusten jälkeinen kate pysyy muuttumattomana välituotteiden kustannussokin jälkeen. Tapauksessa 2 puolestaan vain puhdas tuotantopanostuskustannuksen nousu siirretään tuotoshintaan, jolloin kate siis muuttuu. Tapauksessa 1 tuotantopanostuskustannukset nousevat 67 prosenttia ajanjaksolla T1,

<sup>35</sup> Ks. esim. J. Ragnitz, "Gewinninflation und Inflationsgewinner", ifo Institute, 7.12.2022; A. Capolongo, M. Kühl ja V. Skovorodov, "Firms' profits: cure or curse?", *ESM Blog*, 12.5.2023; ja Euroopan komissio, "Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges", 15.5.2023.

<sup>36</sup> Ks. katteista esim. F. Colonna, R. Torrini ja E. Viviano, "The profit share and firm mark-up: how to interpret them?", Occasional Paper nro 770, Banca d'Italia, toukokuu 2023, ja liikekirjanpidon voittomarginaaleista C. Schlautmann, "Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von den Grosskonzernen lernen lässt", *Handelsblatt*, 2.5.2023.

<sup>37</sup> Myös Colonna ym. osoittavat edellä mainitussa artikkelissaan, että voitto-osuuden muutokset eivät aina noudata katteen muutoksia – ja että voitto-osuutta ei voida pitää hinnoittelukäyttäytymisen yksiselitteisenä indikaattorina, kuten ei yksikkövoittojakaan.

jolloin kokonaiskustannukset nousevat 33 %. Jos kokonaiskustannusten lisäksi sovelletaan muuttumatonta 20 prosentin katetta, myös yrityksen voitot ja yksikkövoitot nousevat 33 % ja nopeuttavat siten inflaatiota alkuperäisen tuotantokustannussokin lisäksi. Tapauksessa 2 tuotantopanostuskustannukset ja kokonaiskustannukset nousevat saman verran kuin tapauksessa 1, mutta vain puhdas kustannusnousu siirretään hintaan, eivätkä voitot mukaudu tuotantokustannussokin vuoksi. Tässä tilanteessa hinta nousee vähemmän kuin tapauksessa 1 (28 %), jolloin kate vähenee. Voitot ja yksikkövoitot pysyvät ennallaan eivätkä siis nopeuta inflaatiota. Nämä esimerkit siis osoittavat, että tuotantokustannussokin tilanteessa yksikkövoittojen kasvu ja sen vaikutus inflaatioon voi olla sama kuin katteen pysyessä vakiona ja hintakäyttytymisen siten muuttumattomana. Lisäksi ne osoittavat, että tuotantokustannussokin yhteydessä katteen on supistuttava, jotta yksikkökohtainen voitto voisi pysyä muuttumattomana.

### Taulukko A

Pelkistetty esimerkki voittoindikaattorien muutoksista reaktiona tuotantopanosten kustannussokkiin

Kansantalouden tilinpitoon pohjautuvat indikaattorit	Alkutila (T0)	Tapaus 1		Tapaus 2	
		Kate oletettu vakioksi		Katetta ei oletettu vakioksi	
		T1	muutos % T0 – T1	T1	muutos % T0 – T1
Kate kokonaiskustannuksiin nähden	20 %	20 %	0 %	15 %	-25 %
Reaaliyksiköt	100	100	0 %	100	0 %
Välituotekustannukset	6 000	10 000	67 %	10 000	67 %
Työvoimakustannukset	6 000	6 000	0 %	6 000	0 %
Kokonaiskustannukset = välituotekustannukset + työvoimakustannukset	12 000	16 000	33 %	16 000	33 %
Voitot	2 400	3 200	33 %	2 400	0 %
Nimellinen bruttotuotos = kokonaiskustannukset + voitot	14 400	19 200	33 %	18 400	28 %
Yksikkövoitot = voitot / reaaliyksiköt	24	32	33 %	24	0 %
Hinta = nimellinen bruttotuotos / reaaliyksiköt	144	192	33 %	184	28 %
Voitto-osuus = voitot / (voitot + työvoimakustannukset)	29 %	35 %	22 %	29 %	0 %
Voitto-osuus = voitot / nimellinen bruttotuotos	17 %	17 %	0 %	13 %	-22 %

Lähde: EKP.

Huom. Tapauksessa 1 kate kokonaiskustannuksiin nähden on oletettu vakioksi. Tapauksessa 2 tämä kate on laskettu olettaen, että hintaan siirtyvät ylimääräiset tuotantopanostuskustannukset, mutta eivät ylimääräiset voitot.

### Vastaavasti tilanteessa, jossa tuotantopanostuskustannukset kasvavat voimakkaasti, liikekirjanpidon bruttokatteet voivat pysyä ennallaan ja voitot

**silti voimistaa inflaatiopaineita.** Kuten edempänä mainittiin, yleisesti käytetty yritysten tilinpäätöstietoihin pohjautuva voittomarginaalien indikaattori on bruttokate, joka on myyntikate jaettuna liikevaihdon avulla. Peruskäsitteiden ja tietolähteiden eroista huolimatta bruttokatetta voidaan laajasti ottaen katsoa vastaavan kansantalouden tilinpidossa käytettyä voitto-osuutta (joka on voittojen suhde nimelliseen bruttotuotokseen). Siten taulukosta A voidaan nähdä, että bruttokate on muuttumaton tapauksessa 1 (jossa kate on vakio) ja että bruttokatteen pysyessä muuttumattomana yksikkökohtainen voitto kasvaa ja voitot voivat voimistaa

inflaatiopaineita. Tapauksessa 2 (jossa vain tuotantopanostuskustannusten kasvu näkyy hinnassa ja yksikkövoitot pysyvät muuttumattomina) bruttokate pienenee, koska bruttovoitto pysyy ennallaan liikevaihdon kasvaessa.

**Kaiken kaikkiaan yksikkövoitot ovat viime vuosineljänneksinä kasvaneet voimakkaasti ja vaikuttaneet näkyvästi euroalueen kotimaisiin hintapaineisiin, mutta niiden odotetaan puskuroivan osan työvoimakustannusten kasvusta keskipitkällä aikavälillä.** Vahva kasvu ei ole koskenut vain bruttotoimintaylijäämän ja bruttosekatulojen erään pohjautuvaa yksikkövoittojen laajaa indikaattoria, vaan myös kansantalouden tilinpitoon pohjautuvia kapeammin määriteltyjä voittoindikaattoreita, jotka liittyvät kiinteämmin yritysten voittoihin. Tilanteessa, jossa välituotteiden kustannukset nousevat voimakkaasti, tässä hahmoteltu näkemys yksikkövoittojen voimakkaista muutoksista ja inflaatiota nopeuttavista vaikutuksista on sopusoinnussa sen kanssa, että liikekirjanpidossa katteet ja bruttokatteet pysyvät laajalti muuttumattomina. Jos tarkastellaan tulevaisuutta, pandemiaan liittyvän patoutuneen kysynnän purkautuminen, tarjonnan rajoitteiden helpottuminen ja kiristyneen rahapolitiikan vaikutusten lieveneminen merkitsevät, että yrityksillä on enemmän paineita puskuroida palkkojen voimakasta nousua ja siitä johtuvaa yksikkötyökustannusten nousua yksikkövoitoilla.

## 4 Työtulo-osuuden kehitys euroalueella pandemian puhkeamisen jälkeen

Katalin Bodnár ja Matthias Mohr

**Viimeaikainen talouskehitys ja inflaation kiihtyminen ovat herättäneet kysymyksiä funktionaalisesta tulojaosta eli arvonlisäyksen jakautumisesta työn ja pääoman kesken.** Työtulo-osuus (tai työn osuus) on mittari, jonka avulla joitakin tulojaon ulottuvuuksia voidaan kartoittaa. Se kuvaa nimellisen kansantulon palkkoihin allokoitua osuutta. Tässä kehikossa se on määritelty palkansaajakorvauksiksi oikaistuna ammatinharjoittajien osalta ja jaettuna nimellisellä bruttoarvonlisäyksellä.<sup>38</sup> Työtulo-osuus liittyy läheisesti voittomarginaaleihin.<sup>39</sup> Sen kehitykseen vaikuttavat sekä pitkän aikavälin rakenteelliset tekijät, joita ovat esimerkiksi teknologiset muutokset, globalisaatio, työvoiman uudelleenkohdentaminen ja institutionaaliset piirteet (kuten muutokset työ- ja tavaramarkkinoiden sääntelyssä ja (minimi)palkanmuodostusrakenteissa), että suhdannekiertoon liittyvät keskipitkän aikavälin tekijät, joita ovat esimerkiksi työmarkkinoiden kireys ja työntekijöiden neuvotteluvoima.<sup>40</sup> Työtulo-osuus voi olla tärkeä inflaatiopaineiden indikaattori, joka välittyy hintoihin kohdistuvien kerrannaisvaikutusten kautta.

**Euroalueella työtulo-osuus on pienentynyt Venäjän aloitettua hyökkäyssodan Ukrainassa, ja koronaviruspandemian aikana siinä oli jonkin verran heilahtelua (kuvio A).** Vuoden 2019 lopussa työtulo-osuus oli hieman yli 62 % eli lähellä pitkän aikavälin keskiarvoaan. Pandemian puhjettua se nousi voimakkaasti yli 65 prosenttiin vuoden 2020 toisella neljänneksellä. Taustalla oli arvonlisäyksen kasvun ja palkansaajakorvausten kasvun eriytyminen, joka johtui laajasti käytetyistä työpaikkojen säilyttämisjärjestelyistä. Pandemiarajoitusten aikana tuotanto väheni, ja työntekijät tekivät tavallista vähemmän työtunteja. Työpaikkojen säilyttämisjärjestelyiden avulla he kuitenkin saattoivat pitää työsuhteensa ja saivat palkkatulojen menetyksestä osittaista korvausta valtiolta tai työnantajalta. Merkittävä osa näistä maksuista on kirjattu kansantalouden tilinpitoon palkkatulona.<sup>41</sup> Niinpä

<sup>38</sup> Osoittajassa tehdyn oikaisun perustana on oletus, että ammatinharjoittajat ansaitsevat keskimäärin saman työtulon henkilöä kohden kuin vastaavan sektorin palkansaajat. Nimellinen bruttoarvonlisäys (nimitäjässä) on summa, johon sisältyvät kotimaiset tuotannontekijätulot (palkansaajakorvaukset sekä bruttotoimintaylijäämä ja bruttosekatulot), kiinteän pääoman kuluminen (eli poistot) ja muut tuotantoverot tukipalkkiot vähennettyinä. Se vastaa perushintaista bruttokansantuotetta. Viittaukset liiketoimintasektoreihin koskevat kaikkia NACE-luokituksen sektoreita, myös julkishallinnon sektoria. Jälkimmäiseen sektoriin kuuluvat hallinto, puolustus, koulutus ja terveydenhuolto. Työtulo-osuus institutionaalisella julkishallinnon sektorilla on 100 %. Koska julkishallinnon palveluita ei myydä markkinoilla (tai niiden myynti on marginaalista), institutionaaliselle julkishallinnon sektorille ei ole mahdollista laskea työtulo-osuutta.

<sup>39</sup> Voittomarginaalien viimeaikaisesta kehityksestä ks. tämän Talouskatsauksen kehikko ”Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet kotimaisten hintapaineiden viimeaikaiseen vahvistumiseen euroalueella?”.

<sup>40</sup> Ks. esim. A. Guschanski ja Ö. Onaran, ”The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD”, *Socio-Economic Review*, vol. 20, nro 3, heinäkuu 2022, s. 1091–1124; ja A. Velasquez, ”Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share”, *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, helmikuu 2023.

<sup>41</sup> Ks. *Talouskatsauksen* 8/2022 artikkeli ”Wage developments and their determinants since the start of the pandemic”; *Talouskatsauksen* 8/2020 artikkelin ”The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market” kehikko ”Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic”; ja *Talouskatsauksen* 4/2020 kehikko ”Lyhennetyn työajan järjestelyt ja niiden vaikutukset palkkoihin ja käytettävissä oleviin tuloihin”.

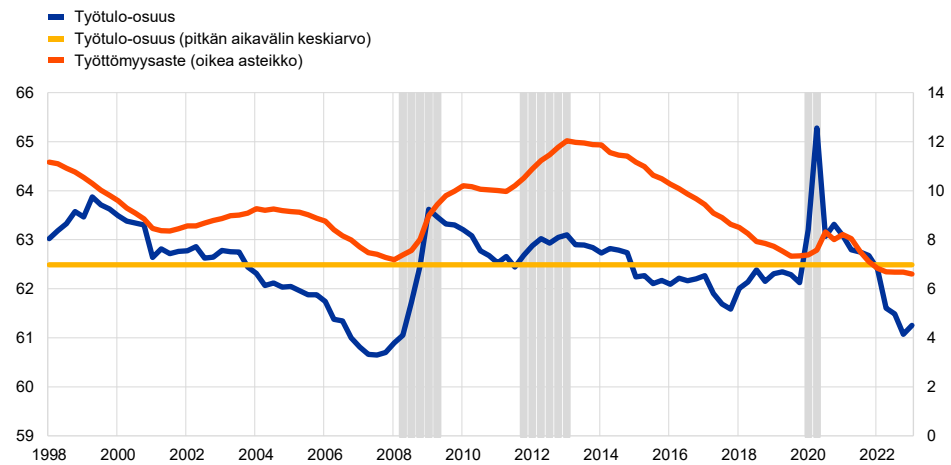


kokonaispalkansaajakorvausten väheneminen jäi bruttoarvonlisäystä pienemmäksi. Vuoteen 2022 tultaessa työpaikkojen säilyttämisjärjestelyistä oli enimmäkseen luovuttu, kun talouskehitys elpyi ja työtulo-osuus oli laskenut lähelle pandemiaa edeltäneitä lukemia. Se jatkoi laskuaan vuoden 2022 loppuun asti ja oli viimeisellä neljänneksellä hieman yli 61 %. Vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä se nousi hieman, mutta pysyi silti edelleen pitkän aikavälin keskiarvoaan pienempänä ja alitti vuoden 2019 viimeisen neljänneksen tason noin 0,9 prosenttiyksiköllä.

## Kuvio A

### Työtulo-osuus ja työttömyysaste euroalueella

(vasen asteikko: prosenttia nimellisestä bruttoarvonlisäyksestä; oikea asteikko: prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä. Työtulo-osuuden pitkän aikavälin keskiarvo vuosilta 1998–2023 on 62,4 %, mikä on sama kuin vuoden 2019 loppuun asti laskettu pitkän aikavälin keskiarvo. Varjostetut alueet osoittavat EABCN:n määrittämät taantumajaksot. Vuodenvaihteen teknistä taantumaa ei ole merkitty kuvioon, mikä on CEPR-EABCN Euro Area Business Cycle Dating Committee -komitean 27.3.2023 antaman arvion mukaista.

### Yleistäen voidaan sanoa, että työtulo-osuuden kehitys on vastasyklistä: se

**kasvaa taantumien alussa ja laskee, kun talous alkaa elpyä.** Tämä näkyy

kuviossa A, jossa työttömyysastetta (joka niin ikään on vastasyklinen) voidaan pitää suhdannekierron mittarina. Kuvioon on merkitty myös euroalueen taantumamat.

Työtulo-osuuden vastasyklisyys johtuu siitä, että voitot ja palkat reagoivat talouden sokkeihin erilaisella viiveellä. Taantumien alussa on tyypillistä, että voitoilla on suurin vaikutus tulojen vähenemiseen, jolloin työtulo-osuus kasvaa. Kun talous alkaa elpyä, voitot kasvavat voimakkaasti, mikä johtaa työtulo-osuuden laskuun.<sup>42</sup> Vuoden 2008 finanssikriisin aikana ja euroalueen vuosien 2010–2012 talouskriisin aikana työtulo-osuus olikin aluksi pieni ylikuumenneessa taloustilanteessa ja kasvoi sitten voimakkaasti kahtena pandemiaa edeltäneenä taantumajaksosena voittojen vähenemisen ja työvoiman ylimitoituksen myötä, kunnes se talouden elpyessä jälleen pieneni. Työtulo-osuus kasvoi myös pandemiakriisin alussa ja sen jälkeisen energiahintojen nousun aikana, mutta nämä episodit olivat luonteeltaan erilaisia: kun finanssikriisin aikana ensisijaiset sokit esiintyivät ennen kaikkea kysyntäpuolella ja rajoittivat voittoja, nyt taloutta koettelivat peräkkäiset tarjontapuolen sokit. Vaikka työmarkkinat ovat nyt kireämmät ja työttömyysaste on aiempaa alempi ja myös

<sup>42</sup> Ks. "The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession", [World Economic Outlook](#), International Monetary Fund, huhtikuu 2012. s. 36–37.

finanssikriisin aikaista alempi (minkä voisi olettaa vahvistavan työntekijöiden neuvotteluvoimaa), nykyinen ympäristö on osoittautunut suotuisammaksi voittomarginaalien kasvun kannalta.

**Työtulo-osuuden pieneneminen sitten alkuvuoden 2022 on ollut huomattavinta teollisuudessa ja rakennusalalla. Vähemmän lähikontakteja sisältävissä palveluissa ja julkishallinnossa se puolestaan kasvoi.**

Pandemian aikaisesta heilahtelusta huolimatta jälkimmäisillä sektoreilla työtulo-osuus nousi jopa korkeammaksi kuin pandemiaa edeltävistä nousutrendeistä olisi voinut päätellä (kuviot B).<sup>43</sup> Molemmilla sektoreilla tämä todennäköisesti kertoo viimeaikaisesta vahvasta palkkojen kasvusta. Vähemmän lähikontakteja sisältävät markkinasektorit tuottavat palveluita pääasiassa muille yrityksille ja myös teollisuudelle. Näillä sektoreilla työtulo-osuuden kasvu (sekä ennen pandemiaa että sen jälkeen) saattaa osaksi liittyä teollisuuden pienenevään työtulo-osuuteen ja kuvastaa erityisesti paremmin palkattujen asiantuntijatehtävien (kuten kirjanpidon ja lakipalveluiden) ulkoistamista erikoistuneille palveluyrityksille. Pandemian jälkeen digitalisaation kiihtyminen, joka edellyttää ammattitaitoisempien ja paremmin palkattujen työntekijöiden suurempaa osuutta, on saattanut entisestään nopeuttaa tätä kehitystä.<sup>44</sup> Enemmän lähikontakteja sisältävissä palveluissa – joita ovat etenkin kauppa, kuljetus ja majoituspalvelut – työtulo-osuudet pienenivät alkuvuodesta 2022, mutta kehityksen suunta on viime aikoina kääntynyt, kun taas teollisuudessa ja rakennusalalla laskusuuntaus on selkeästi ollut pysyvämpi. Osa viimeaikaisesta laskusuuntauksesta voi johtua pandemian jälkeisestä työvoimapulasta. Sen johdosta työnantajat saattavat joutua palkkaamaan osaan avoimista paikoista vähemmän ammattitaitoisia työntekijöitä pienemmällä palkalla. Työtulo-osuuden yleiseen pienenemiseen on saattanut vaikuttaa myös se, että maahanmuuttajataustaisten työntekijöiden (joiden palkat ovat tyypillisesti kotimaisia työntekijöitä pienemmät) osuus euroalueen työvoimasta kasvoi 7,9 prosentista vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä 8,6 prosenttiin vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä.

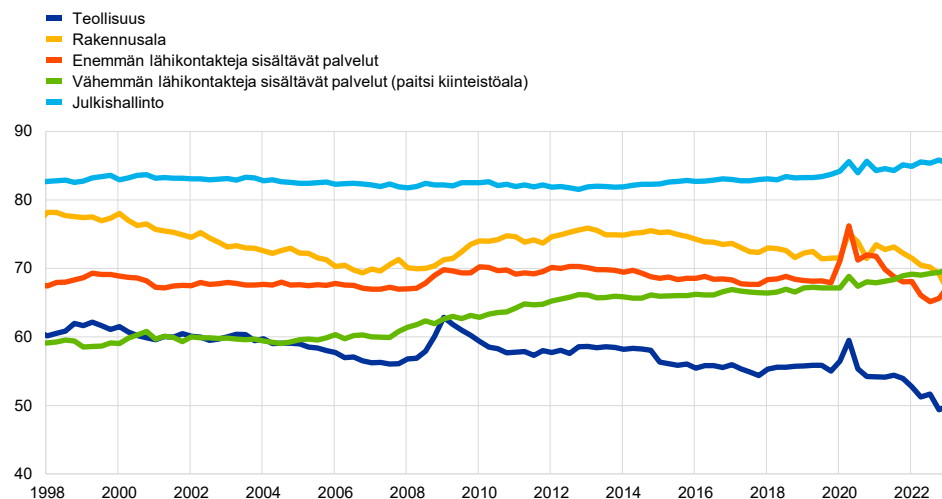
<sup>43</sup> Työtulo-osuus pelkästään markkinataloudessa (eli julkishallinto pois lukien) on laskenut 1,2 prosenttiyksikköä vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä. Vuoden 2019 viimeisen neljänneksen ja vuoden 2023 ensimmäisen neljänneksen välisenä aikana työvoimakustannukset työntekijää kohden kasvoivat julkisella sektorilla 9,5 % ja vähemmän lähikontakteja sisältävillä sektoreilla 12,4 %, kun niiden kasvu koko kansantaloudessa oli 11,3 %. Myös työntekijöiden määrä näillä sektoreilla kasvoi voimakkaasti (4,8 % ja 6,1 %), kun se koko kansantaloudessa kasvoi 3,1 %.

<sup>44</sup> Empiirisiä todisteita palveluiden ulkoistamisesta on seuraavissa artikkeleissa: P. Baker, N. Foster-McGregor, K. Koenen, S.M. Leitner, J. Schrickler, R. Stehrer, T. Strobel, J. Vermeulen, H.-G. Vieweg ja A. Yagafarova, "The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation", wiiw Research Report, nro 404, The Vienna Institute for International Economic Studies, heinäkuu 2015; M. Falk ja F. Peng, "The increasing service intensity of European manufacturing", The Service Industries Journal, vol. 33(15–16), 2013, s. 1686–1706; ja R. Schettkat ja L. Yocarini, "The shift to services employment: A review of the literature", Structural Change and Economic Dynamics, vol. 17(2), kesäkuu 2006, s. 127–147. Empiirisiä todisteita palkkoihin ja työtulo-osuuteen kohdistuvista digitalisaation ja automaation pitkäaikaisvaikutuksista, jotka vaikuttavat välittyvän pääasiassa talouden rakenteen ja sen työmarkkinainstituutioiden kautta, on artikkelissa "Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area", Work stream on digitalisation, Occasional Paper -julkaisusarja, nro 266, EKP, syyskuu 2021.

## Kuvio B

### Työtulo-osuus euroalueen talouden keskeisillä alasektoreilla

(prosenttia bruttoarvonlisäyksestä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä. Paljon lähikontakteja sisältäviä palveluita ovat esimerkiksi kauppa, kuljetus ja majoituspalvelut. Vähemmän lähikontakteja sisältäviä sektoreita puolestaan ovat tiedotus ja viestintä, rahoitus- ja vakuutusala sekä asiantuntija- ja hallintopalvelut.

### Taludellisen toiminnan siirtyminen sektorilta toiselle ei ollut merkittävä tekijä viimeisimmässä euroalueella havaitussa kokonaistyötulo-osuuden laskusuuntauksessa.

Muutokset kokonaistyötulo-osuudessa voivat johtua sellaisista sektorikohtaisista muutoksista, joissa perinteisesti matalamman (tai korkeamman) työtulo-osuuden sektoreiden vaikutus yleiseen arvonlisäykseen kasvaa. Shift-share-analyysi kuitenkin osoittaa, että arvonlisäyksen painotusten siirtyminen pääsektoreilta pienemmän työtulo-osuuden sektoreille vaikutti työtulo-osuuden pienenemiseen vain hieman eli -0,1 prosenttiyksikköä. Suurin selittävä tekijä onkin alasektorien sisällä tapahtunut pieneneminen. Sen vaikutus oli -0,6 prosenttiyksikköä työtulo-osuuden yleiseen pienenemiseen vuoden 2019 viimeisen neljänneksen jälkeen.<sup>45</sup>

### Kuluttajien reaali-palkkojen lasku kuvastaa pienempää työtulo-osuutta ja heikompaa vaihtosuhdetta. Reaali-palkkojen laskun vaikutusta kotitalouksien tuloihin ovat kuitenkin osittain lievittäneet finanssipoliittiset tukitoimet.

Kuluttajien reaali-palkat ovat laskeneet Venäjän hyökkäyssodan alettua, mikä viittaa siihen, että osa viimeaikaisesta vaihtosuhtesokista ja sen vaikutuksesta kuluttajahintainflaatioon kohdistuu työntekijöille (kuvio C). Vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä reaali-palkkoissa oli nähtävissä hieman elpymistä. Vaikka reaali-palkkojen dekomponointi työtulo-osuuteen, vaihtosuhteeseen ja tuottavuuden kasvuun onkin mekaanista eikä huomioi näiden muutosten endogeenisyyttä (esimerkiksi työtulo-osuuden ja tuottavuuden kasvun välillä), se

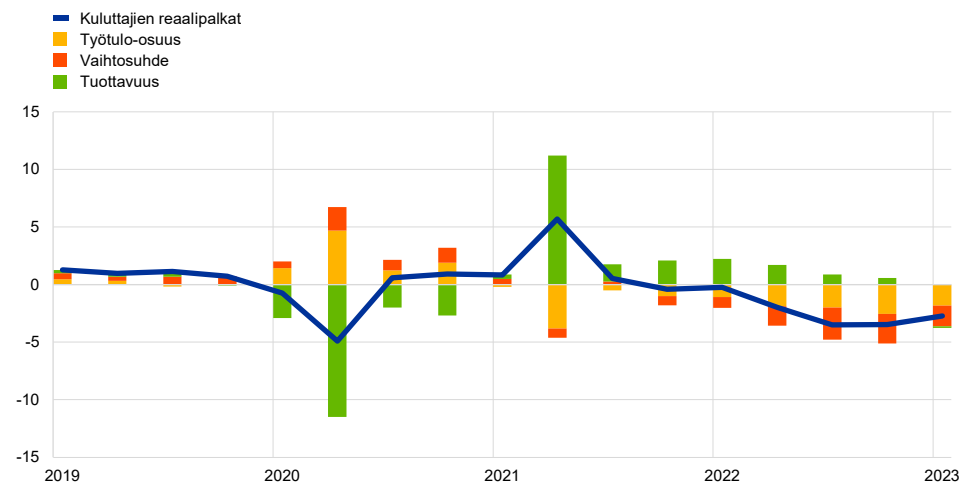
<sup>45</sup> Noin -0,2 prosenttiyksikön negatiivinen lisävaikutus aiheutui jäännöskomponentista, mikä merkitsee negatiivista korrelaatiota työtulo-osuuden sektorikohtaisten tasojen ja niiden muutosten välillä. Laskelma noudattaa tuottavuuden shift-share-analyysia, joka on esitetty C. Denisin, K. McMorrowin ja W. Rögerin artikkelissa "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy – Economic Papers*, nro 208, Euroopan komissio, heinäkuu 2004, s. 78.

kuitenkin havainnollistaa työtulo-osuuden ja reaali-palkkojen kasvun muutosten yhteisvaikutusta viime vuosineljänneksillä. Toisaalta asiaan vaikuttavat limittäiset palkkaneuvottelut, minkä vuoksi palkat sopeutuvat hitaammin kuin hinnat ja voitot. Toisaalta taas jotkin julkiset tukitoimet – joiden osuus oli 1,9 % euroalueen BKT:stä vuonna 2022 – rajoittivat nopean (pääasiassa energian hinnasta johtuvan) inflaation vaikutusta pienituloisiin kotitalouksiin ja lievensivät reaali-palkkojen menetyksen tulovaikutusta.<sup>46</sup> Tämä tuki on saattanut auttaa kompensoimaan sekä reaali-louden volatiliiteettia että nopean inflaation vaikutusta. Niinpä työtulo-osuuden pienentyessä tulo-jaon todellinen muutos todennäköisesti ylikorostuu. Kun kokonaisinflaatio hidastuu, nimellispalkkojen nousu vahvistuu ja siitä aiheutuva yksikkötyökustannusten kasvu syö voitot, voidaan odottaa, että työtulo-osuus palautuu lähemmäs pandemiaa edeltänyttä pitkän aikavälin keskiarvoaan.<sup>47</sup>

### Kuvio C

#### Työtulo-osuus ja kuluttajien reaali-palkat euroalueella

(vuotuinen kasvu prosentteina, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä. Vaihtosuhte on tässä määritelty arvonlisäyksen deflaattorin suhteeksi yksityisen kulutuksen deflaattoriin. Tuontitavaroiden hinnat sisältyvät yksityisen kulutuksen deflaattoriin, mutta eivät arvonlisäyksen deflaattoriin.

## 5 Myyntihintoja koskevat yritysten odotukset SAFE-kyselyn perusteella

Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund ja Erzsebet Judit Rariga

**Tässä kehikossa tarkastellaan yritysten omia myyntihintojaan koskevia odotuksia huhtikuun 2023 ja huhtikuun 2024 välisenä aikana erityisesti vähittäiskaupan ja tukkukaupan sektorien erojen kannalta.** Tuoreimmassa SAFE-kyselyssä ([Survey on the Access to Finance of Enterprises](#)), joka toteutettiin

<sup>46</sup> Ks. *Talouskatsauksen 2/2023* kehiköt ”Kuka maksaa laskun? Äskettäisen energian hintasokin epätasaiset vaikutukset” ja ”Euroalueen finanssipoliittiset toimet energiakriisin ja nopean inflaation kompensoimiseksi – päivitetty estimaatti”.

<sup>47</sup> Ks. tämän *Talouskatsauksen* kehikko ”Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet kotimaisten hintapaineiden viimeaikaiseen vahvistumiseen euroalueella?”.

6.3.–14.4.2023, yritysten subjektiivisia odotuksia kartoitettiin kahdella erilliskysymyksellä, jotka koskivat 1) niiden myyntihintoja ja 2) niiden nykyisten työntekijöiden palkkoja seuraavien 12 kuukauden aikana.<sup>48</sup> Tässä kehikossa keskitytään ainoastaan myyntihintoja koskeviin odotuksiin. Koska SAFE-kyselyyn vastanneiden yritysten myynti kohdistuu sekä muille yrityksille että kuluttajille, niiden keskimääräiset odotukset tulevista myyntihinnoista edustavat sekä tuottaja- että kuluttajahintoja. Niinpä yritykset on ryhmitelty väljästi kahteen sektoriin eli vähittäis- ja tukkukaupan sektoriin niiden NACE-luokituksen perusteella.<sup>49</sup> Näin voidaan erotella yritykset, jotka myyvät välituotteita, lopputuotteita ja palveluita muille yrityksille, ja yritykset, joiden myynti suuntautuu kuluttajille.<sup>50</sup>

**Keskimäärin euroalueen yritykset odottavat myyntihintojensa nousevan 6,1 % seuraavien 12 kuukauden aikana. Vähittäiskauppasektorilla nousun odotetaan olevan suurempi (kuvio A).**<sup>51</sup> NACE-luokittelun perusteella yritykset, jotka toimivat vähittäiskauppasektorilla ja muilla pääasiassa kuluttajamyyntiin suuntautuvilla sektoreilla, odottivat myyntihintojensa nousevan keskimäärin merkittävästi enemmän (6,8 %) seuraavien 12 kuukauden aikana kuin muilla sektoreilla toimivat yritykset (4,9 %). Lisäksi niiden vastauksissa oli vähemmän vaihtelua.

<sup>48</sup> Lisätietoja yritysten palkkoja koskevista odotuksista ks. "Ad hoc questions – Firms' expectations about selling prices and wages", kehikko 1, SAFE-kyselykierroksen 28 [raportti](#) (lokakuu 2022 – maaliskuu 2023).

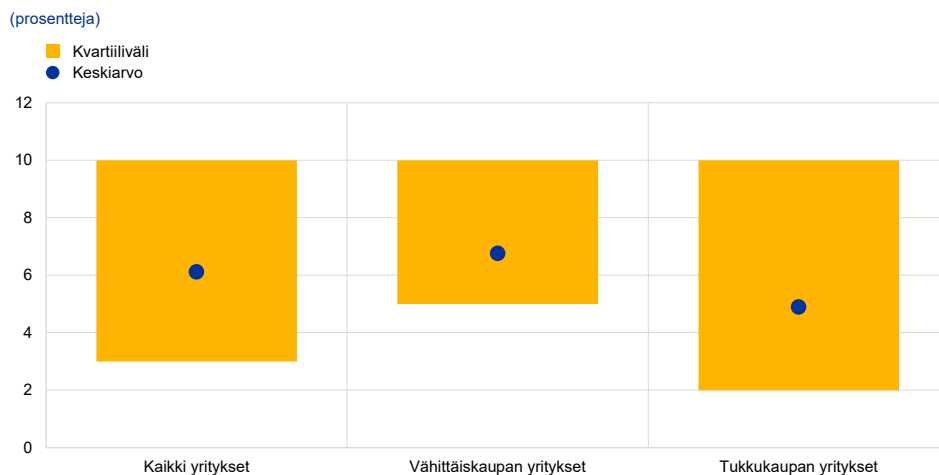
<sup>49</sup> NACE on Euroopan unionin tilastollinen toimialaluokitus.

<sup>50</sup> Vähittäiskauppayritysten ryhmään kuuluvat pääasiassa vähittäiskaupan, autokaupan, matkustajaliikenteen sekä majoitus- ja ravitsemuspalveluiden alalla toimivat yritykset. Näiden sektorien tiedot sisältyvät yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin (YKHI). Muut kuin vähittäiskauppayritykset toimivat pääasiassa valmistus- ja rakennussektoreilla. Tässä ryhmässä kysymys on enemmän välituotteista tai lopputuotteista, jotka eivät suoraan kytkeydy kuluttaja- tai vähittäismyyntiin. Vaikka tässä keskitytäänkin YKHI-indeksin kannalta olennaisilla sektoreilla toimiviin yrityksiin, otos ei välttämättä kuvasta YKHI-korin koostumusta. Niinpä tässä tarkasteltavat yritysten odotukset tulevista myyntihinnoistaan eivät ole suoraan verrattavissa yleisesti käytettyihin kuluttajahintojen inflaatio-odotuksia mittaaviin indikaattoreihin kolmesta syystä. Ensiksikin vaikka vähittäiskauppayritykset on määritelty tässä niiksi, jotka otetaan huomioon YKHI-indeksin laskennassa, nämä yritykset saattavat kuitenkin toimia myös tukkukaupan alalla, jolloin niiden hinnat kuvastavat pikemminkin tuottajahintoja. Toiseksi monet yritykset myyvät lopputuotteiden sijasta välituotteita, ja vain lopputuotteet vaikuttavat YKHI-indeksiin. Kolmanneksi vastaukset viittaavat yritysten omiin hintoihin eivätkä aggregoituun hintaindeksiin. Koska yksityiskohtaiset sektoritiedot on saatu yhdistämällä kyselyvastaukset yritysten tilinpäätöksiin, jotka on saatu Bureau Van Dijk -analytiikkayrityksen Orbis -tietokannasta, tutkimuksessa on käytetty 5 829:n yrityksen alaotosta kaikkiaan 10 983:stä kyselyyn vastanneesta yrityksestä.

<sup>51</sup> Ennen painotettujen keskiarvojen laskentaa maakohtaisista jakaumista poistettiin 1. persentiiliin alittavat ja 99. persentiiliin ylittävät havainnot. Hinta- ja palkkaodotusten mediaani on täsmälleen 5 % kaikissa kokoluokissa.

## Kuvio A

### Muutokset myyntihintaa koskevilla keskimääräisissä odotuksissa seuraavien 12 kuukauden aikana



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely.

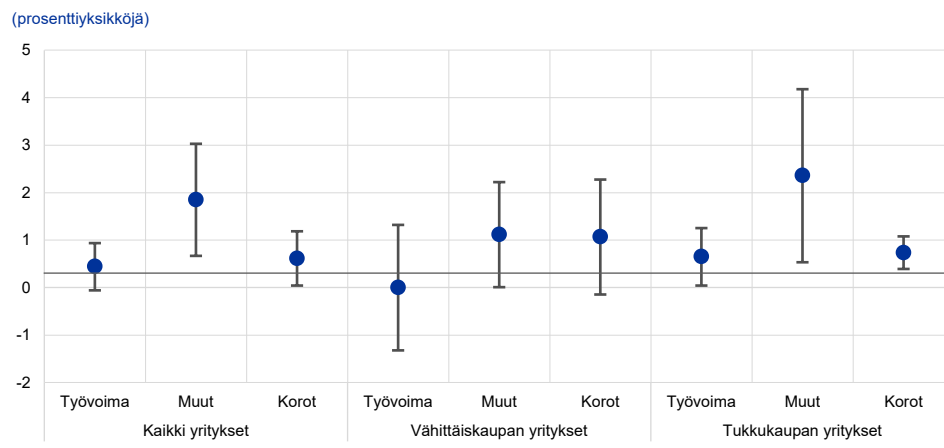
Huom. Euroalueen yritysten ilmoittamien myyntihintaa koskevien odotusten keskiarvo seuraavien 12 kuukauden aikana ja kvartiilivälit kyselyssä käytetyin painotuksin. Ennen tulosten laskentaa tiedoista poistettiin maakohtaisesti 1. persentiiliin alittavat ja 99. persentiiliin ylittävät havainnot. "Kaikki yritykset" -luokka sisältää kaikkien SAFE-kyselyyn vastanneiden yritysten vastaukset (10 983). Yksityiskohtaiset tiedot yritysten luokittelusta vähittäiskaupparektoriin ja muihin sektoreihin löytyvät toisaalta alaviitteistä. Muutos keskimääräisessä odotetussa myyntihinnassa vähittäiskaupparektoriin ja tukkukaupparektoriin yritysten alaotoksessa, joka on yhdistetty Bureau Van Dijk -analytiikkayrityksen Orbis-tietoaaineistoon, on 5,6 %. Luvut viittaavat SAFE-kyselyn kierrokseen 28 (lokakuu 2022 – maaliskuu 2023).

**Yritykset, jotka ilmoittivat tuotantopanoksen ja rahoituskustannusten nousseen viime aikoina, odottavat myyntihintojen nousevan enemmän (kuvio B).** SAFE-kyselyyn osallistuvat yritykset ilmoittavat, ovatko niiden työvoimakustannukset, muut tuotantopanosten kustannukset (pääasiassa raaka-aine- ja energiakustannukset) ja pankkilainojen kustannukset nousseet tai pysyneet samana/laskeneet viimeisten kuuden kuukauden aikana. Näiden tuotanto- ja rahoituskustannusten yhteisvaikutusta tarkastelevien redusoitujen regressioanalyysien perusteella ne yritykset, jotka ilmoittivat raaka-aineiden ja energian kustannusten kasvusta lokakuun 2022 ja maaliskuun 2023 välisellä jaksolla, odottavat myyntihintojensa nousevan seuraavien 12 kuukauden aikana noin 2 prosenttiyksikköä enemmän kuin ne yritykset, jotka ilmoittivat muiden kuin työvoimakustannusten pysyneen ennallaan tai laskeneen. Aiemmalla energian ja raaka-aineiden kustannusnousulla on merkitystä tulevien myyntihintojen odotuksiin sekä vähittäis- että tukkukaupparektoriin yrityksillä, mutta sen vaikutus on suurempi jälkimmäisessä ryhmässä. Eräs mahdollinen tulkinta tälle on, että tukkukaupparektoriin yritykset toimivat enimmäkseen tehdasteollisuudessa, missä energian ja muiden tuotantopanosten osuus kokonaiskustannuksista on suurempi kuin vähittäiskaupparektoriin. Lisäksi ne tukkukaupparektoriin yritykset, jotka ilmoittivat työvoima- ja korkokustannusten aiemmasta noususta, odottavat myyntihintojensa nousevan seuraavan vuoden aikana. Korkeiden vaikutusta tarkastelevien redusoitujen estimaattien perustella vaikuttaa siltä, että rahapolitiikan välittyminen hintakanavan kautta on alkanut. Hintakanavan välityksellä korkojen muutokset vaikuttavat hinnoittelukäyttäytymiseen ja inflaation kehitykseen nostamalla reaalisia

rajakustannuksia.<sup>52</sup> Tällä redusoidulla yritystason regressioanalyysillä ei kuitenkaan voida todeta korkojen nousun yleistä inflaatiota hidastavaa vaikutusta, joka perinteisesti välittyy aggregaattikysynnän kautta.

## Kuvio B

### Myyntihintoja koskevat odotukset ja aiemmat tuotanto- ja rahoituskustannukset



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään hintojen odotetun muutoksen sekä työvoimakustannusten, muiden kustannusten (raaka-aineet ja energia) ja korkojen muutosten väliset regressiokertoimet. Regressioyhtälön oikeanpuoleiset muuttujat saavat arvon 1, jos yritys ilmoitti työvoimakustannusten, muiden kustannusten tai korkojen nousseen lokakuun 2022 ja maaliskuun 2023 välisenä aikana. Regressioissa on huomioitu maan ja yrityksen koon kiinteät vaikutukset. Harmaat pystyviivat kuvaavat 90 prosentin luottamusvälejä, jotka perustuvat maakohtaisiin klusteroituihin keskivirheisiin. Yksityiskohtaiset tiedot yritysten luokittelusta (kaikki yritykset, vähittäiskaupan sektorin yritykset ja muiden sektorien yritykset) löytyvät toisaalta alaviitteistä. Luvut viittaavat SAFE-kyselyn kierrokseen 28 (lokakuu 2022 – maaliskuu 2023).

### Myyntihintojen odotetut muutokset ovat suuremmat niillä yrityksillä, jotka odottavat liikevaihtonsa kasvavan. Tämä pätee sekä vähittäiskauppa- että tukkukaupasektorilla (kuvio C).

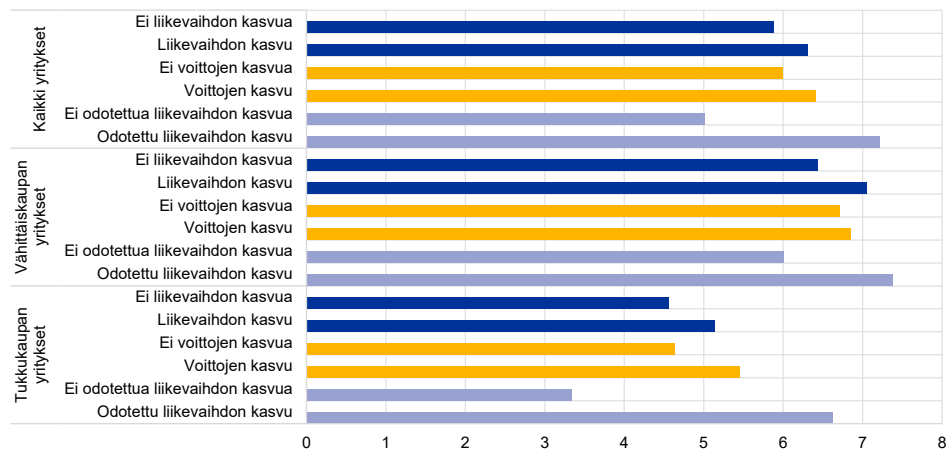
Yrityksiltä kysytään SAFE-kyselyssä myös sitä, ovatko niiden liikevaihto ja voitot viimeisten kuuden kuukauden aikana nousseet, pysyneet samana tai laskeneet. Samoin kysytään, odottavako ne liikevaihdon kasvavan, pysyvän samana tai vähenevän seuraavien kuuden kuukauden aikana. Otokseen kuuluvilla yrityksillä (sekä kokonaisuutena että sektorikohtaisesti tarkasteltuna) aiempi liikevaihdon ja voittojen kasvu ei ollut yhteydessä yritysten myyntihintaodotusten merkittävään muutokseen. Sekä vähittäiskaupan että tukkukaupan yrityksillä odotetut myyntihinnat olivat merkittävästi suuremmat, jos myös niiden liikevaihtoa koskevat odotukset seuraavien kuuden kuukauden aikana olivat suuremmat. Tämä voidaan tulkita niin, että yritykset, jotka odottavat tuotteidensa ja palvelujensa kysynnän kasvavan talouden avauduttua uudelleen, nostavat todennäköisemmin hintojaan jatkossa. Myyntihintoja ja liikevaihtoa koskeviin suurempiin odotuksiin voi vaikuttaa myös odotettu tuotantopanoskustannusten nousu.

<sup>52</sup> Ks. esim. F. Ravenna ja C. E. Walsch, "Optimal Monetary Policy with the Cost Channel", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, nro 2, maaliskuu 2006, s. 199–216.

## Kuvio C

### Myyntihintoja koskevat odotukset liikevaihdon ja voittojen mukaan

(prosentteja)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely.

Huom. Kuviossa esitetään kyselyssä käytetyin painotuksin euroalueen yritysten keskimääräiset odotukset myyntihinoistaan seuraavien 12 kuukauden aikana. Tarkasteltavana ovat ne yritykset, jotka ilmoittivat liikevaihdon/voittojen nousseen tai laskeneen/pysyneen samana viimeisten kuuden kuukauden aikana sekä ne yritykset, jotka ilmoittivat odottavansa liikevaihdon kasvavan tai vähenevän/pysyvän samana seuraavien kuuden kuukauden aikana. Ennen keskimääräisten myyntihintaodotusten laskentaa tiedoista poistettiin maakohtaisesti 1. persenttiin alittavat ja 99. persenttiin ylittävät havainnot. "Kaikki yritykset" -luokka sisältää kaikkien kyselyyn vastanneiden yritysten vastaukset (10 983). Tarkemmat tiedot yritysten luokittelusta vähittäiskaupan sektoriin ja muihin sektoreihin löytyvät toisaalta alaviitteistä. Luvut viittaavat SAFE-kyselyn kierrokseen 28 (lokakuu 2022–maaliskuu 2023).

### Tehdasteollisuusyritykset niillä aloilla ja niissä maissa, joissa tuottajahintojen aiempi nousu oli ilmoitettu suuremmaksi, ilmoittivat odottavansa pienempää myyntihintojensa nousua seuraavien 12 kuukauden aikana (kuvio D).

Tehdasteollisuusyritysten ilmoittamissa myyntihintaodotuksissa on merkittäviä eroja. Tuottajahintatiedot tällä sektorilla ovat saatavina maan ja toimialan tasolla. Ne yritykset, joiden kohdalla tuottajahintojen kasvu oli mediaania suurempi vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, odottivat myyntihintojensa nousevan noin 3,4 % (tuottajahintainflaation jakauman kolmas kvartiili) ja 2 % (neljäs kvartiili), mikä on huomattavasti keskimääräistä myyntihintaodotusta vähemmän.<sup>53</sup> Sellaisten toimialojen yritykset, joiden kohdalla tuottajahintojen kasvu oli aiemmin ollut mediaania pienempi, odottivat seuraavan vuoden aikana suurempaa myyntihintojen nousua (noin 5,5 %). Koska tehdasteollisuuden toimialojen myynti koostuu pääasiassa välituotteiden myynnistä muille toimialoille, havaittu heterogeenisyys voi osaltaan tuoda selvyttä tuottajahintojen välittymisestä kuluttajahintoihin.<sup>54</sup> Havaittu hinnanmuodostuskäyttäytyminen saattaa vastata tilasidonnaisia hinnoittelumalleja, joissa hinnanmuutosten todennäköisyys kasvaa hinnoitteluvirheiden myötä.<sup>55</sup>

<sup>53</sup> Neljännesvuosittaisen kaksinumeroisen NACE Rev. 2 -luokituksen maakohtaisten tietojen perusteella tuottajahintaindeksin mediaani vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä on noin 13 %.

<sup>54</sup> Ks. myös tämän Talouskatsauksen kehikko "Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet euroalueen hintapaineiden viimeaikaiseen voimistumiseen?".

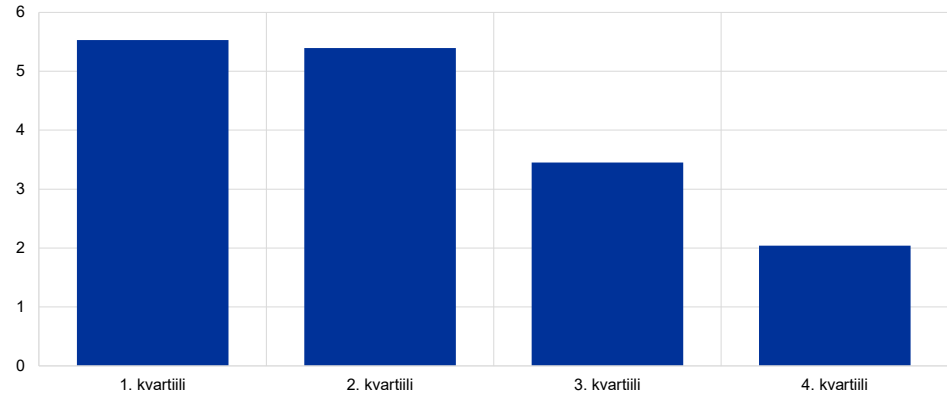
<sup>55</sup> P. Karadi, R. Schoenle ja J. Wursten, "Measuring price selection in microdata: it's not there", *Working Paper* -julkaisusarja, nro 2566, EKP, kesäkuu 2021.



## Kuvio D

### Myyntihintoja koskevat odotukset aiemman tuottajahintojen nousun kvartileittain

(prosentteja)



Lähteet: EKP:n ja Euroopan komission SAFE-kysely, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Odotetut myyntihintojen muutokset valmistusteollisuuden yrityksillä. Kuviossa esitetään keskimääräiset odotetut myyntihinnat seuraavien 12 kuukauden aikana tuottajahinnan nousun kvartileina vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä. Tuottajahintaindeksi on prosentuaalinen muutos edellisen vuoden vastaavaan jaksoon nähden. Yritysten maakohtaisen NACE Rev 2 -luokituksen tuottajahintaindeksi on ensimmäisessä kvartiilissa -4.4–8%, toisessa kvartiilissa 8–13 %, kolmannessa 13–18 % ja neljännessä 18–80 %. Luvut viittaavat SAFE-kyselyn kierrokseen 28 (lokakuu 2022 – maaliskuu 2023).

## Euroalueen ulkoisten rahoitusvirtojen jyrkkä supistuminen vuonna 2022 – huomioita eritellyistä maksutasetilastoista

Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone ja Martin Schmitz

Tässä kehikossa analysoidaan vuonna 2022 tapahtunutta euroalueen ulkoisten rahoitusvirtojen supistumista, joka oli suurin koko maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisenä aikana. Analyysissä hyödynnetään uusia, entistä eritellympiä tietoja euroalueen maksutasetilastoista ja ulkomaista varallisuutta koskevista tilastoista.<sup>56</sup> Vuonna 2022 euroalueen vaihtotase supistui jyrkästi ja jäi 137 miljardia euroa alijäämäiseksi (-1,0 % BKT:stä), kun se vuonna 2021 oli llut 285 miljardia euroa ylijäämäinen (2,3 % BKT:stä). Tämä oli suurin vaihtotaseen vuosimuutos euroalueen historiassa.<sup>57</sup> Samalla aikavälillä rahoitustaseen ylijäämä supistui 312 miljardista 14 miljardiin euroon, kun euroalueen rahoitusvirtojen suunta muuttui jyrkästi sekä saamis- että velkapuolella. Rahoitustaseen analyysi on viime vuosina monimutkaistunut tuntuvasti kansainvälisten rahoituskäytäntöjen laajentuessa. Näissä ketjuissa on usein mukana pankkisektorin ulkopuolisia välittäjiä, jotka sijaitsevat kansainvälisissä rahoitusalan keskuksissa.<sup>58</sup> EKP on kansainvälisten tilastollisten käsikirjojen suositusten mukaisesti laatinut euroalueen maksutasetilastoista ja ulkomaista varallisuutta koskevista tilastoista uusia eritellyjä, jotka tehostavat riskien ja keskinäisten kytkösten analysointia.<sup>59</sup>

**Euroalueen ulkoisten rahoitusvirtojen jyrkkä supistuminen vuonna 2022 johtui pääosin arvopaperisijoitusten ja suorien ulkomaisten sijoitusten kehityksestä (kuvio A).** Euroalueen sijoittajat purkivat euroalueen ulkopuolisiin omaisuuseriin tekemiään sijoituksia vuonna 2022 nettomääräisesti 300 biljoonan euron arvosta. Vuonna 2021 nämä sijoitukset olivat olleet korkeimmalla tasollaan vuosiin (1 400 biljoonan euron nettosijoitukset), joten käänne oli jyrkkä. Tämä euroalueen saamispuolen rahoitusvirtojen jyrkkä täyskäännös johtui pääosin osakkeiden ja sijoitusrahasto-osuuksien sekä velkapaperien kehityksestä. Lisäksi huomattava vaikutus supistumiseen oli suorien ulkomaisten sijoitusten virroilla, jotka ovat viime

<sup>56</sup> Uudet tiedot, jotka on raportoitu EKP:n muutettujen ulkoisia tilastoja koskevien [suuntaviivojen EKP/2018/19](#) mukaisesti, sisältävät uusia jaotteluja kotimaisen sektorin, vastapuolimaan ja suorien ulkomaisten sijoitusten velkainstrumenttien perusteella. Uusia sarjoja on tällä hetkellä saatavilla vuoden 2019 ensimmäisestä neljänneksestä alkaen, ja sitä aikaisemmat tiedot tulevat saataville vuoden 2024 aikana. Tarkempia tietoja euroalueen maksutasetilastoista ja ulkomaista varallisuutta koskevista tilastoista on [EKP:n verkkosivustolla](#).

<sup>57</sup> Ks. EKP:n tuorein neljännesvuosittainen tilastojulkaisu [euroalueen maksutaseesta ja ulkomaisesta varallisuudesta](#).

<sup>58</sup> P. R. Lane: "The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges", puhe Euroopan keskuspankin, Irving Fisher Committee on Central Banking Statistics -komitean ja Portugalin keskuspankin yhteisessä konferenssissa "Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?", 17.2.2020, ja A. Coppola, M. Maggiori, B. Neiman ja J. Schreger, "Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), 2021, s. 1499–1556.

<sup>59</sup> Kansainvälisen valuuttarahaston maksutasetta ja ulkomaista varallisuutta koskeva [käsikirja](#) (englanniksi), kuudes painos (BPM6). Viimeaikaisia tietoja euroalueen sektorien välisistä rahoitustoimista on EKP:n tuoreimmassa tilastotiedotteessa "[Euro area economic and financial developments by institutional sector](#)" (erityisesti taulukossa 1).

vuosina heilahdelleet epätavallisen voimakkaasti.<sup>60</sup> Velkapuolella vastaavasti euroalueen ulkopuoliset sijoittajat olivat vuonna 2021 euroalueen omaisuuserien netto-ostajia, mutta vuonna 2022 niistä tuli nettomyyjiä. Eniten purettiin suoria ulkomaisia sijoituksia. Euroalueen osakkeiden netto-ostot puolestaan tyrehtyivät lähes täydellisesti, kun ne vielä vuonna 2021 olivat ennätysmäisen suuret. Samaan aikaan ulkomaiset sijoittajat vähensivät euroalueen velkapaperien nettomyyntiään, joka oli jatkunut useita vuosia vahvana.<sup>61</sup> Kaiken kaikkiaan nettomyynnit niin saamis- kuin velkapuolellakin sekä rahoitustoimien suunnanmuutos vuonna 2022 olivat voimakkaimmat sitten vuoden 2009. Tämän kehikon loppuosassa keskitytään yksityiskohtaisemmin supistumisen tärkeimpiin osatekijöihin eli osakesijoituksiin ja suoriin ulkomaisiin sijoituksiin.

---

<sup>60</sup> Suoriin ulkomaisiin sijoituksiin liittyviä virtoja on perinteisesti pidetty vähiten heilahteluille alttiina kansainvälisten pääomavirtojen luokkana. Ks. Esim. B. Eichengreen, P. Gupta ja O. Masetti, "[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)", *Asian Economic Papers*, vol. 17(1), 2018, s. 22–41. Viime vuosina niille on kuitenkin ollut ominaista monikansallisten yritysten vahvan osuuden lisäksi kasvanut volatilitteetti erityisesti pienissä avoimissa talouksissa. Ks. esim. *Talouksatsauksen 2 /2020* artikkeli V. Di Nino, M. Habib ja M. Schmitz, "[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)".

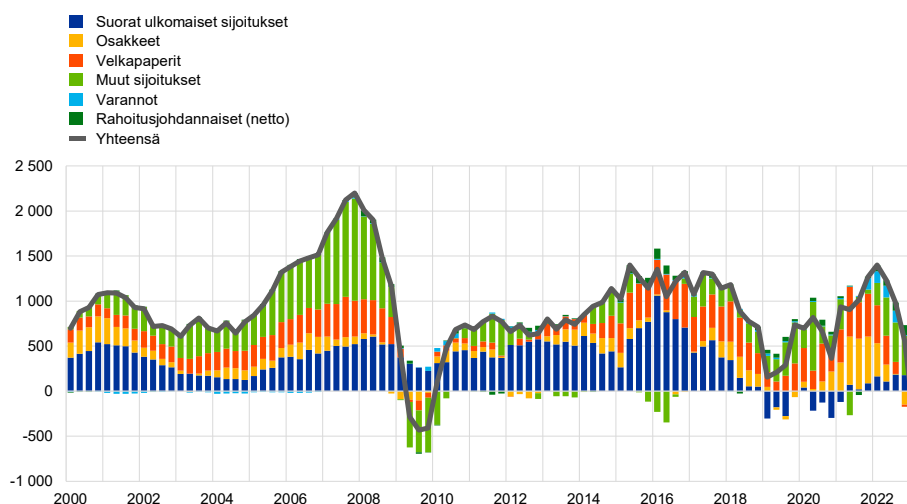
<sup>61</sup> "Muut sijoitukset" -luokan toimet vaihtuivat nekin vahvasti positiiviselta tasoltaan negatiivisiksi vuonna 2022 erityisesti velkapuolella, mikä johtui pääasiassa siitä, että euroalueen ulkopuoliset talletukset eurojärjestelmän kansallisiin keskuspankkeihin supistuivat.

## Kuvio A

### Euroalueen rahoitustase

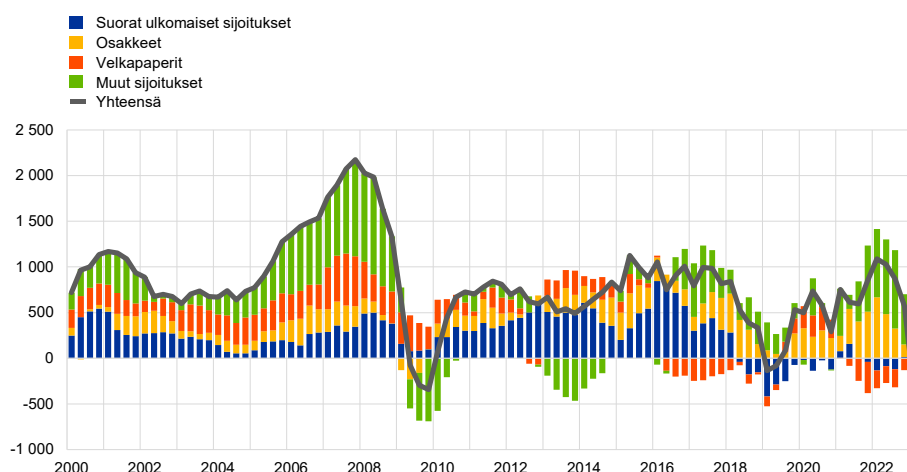
#### a) Saamiset

(neljän neljänneksen liukuvia summia, mrd. euroa)



#### b) Velat

(neljän neljänneksen liukuvia summia, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Saamispuolen osalta positiivinen luku kertoo euroalueen sijoittajien toteuttamista euroalueen ulkopuolisten instrumenttien netto-ostoista ja negatiivinen luku nettomyynneistä. Velkapuolella positiivinen luku kertoo euroalueen ulkopuolisten sijoittajien toteuttamista euroalueen instrumenttien netto-ostoista ja negatiivinen luku nettomyynneistä. Tuorein havainto on vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä.

**Euroalueen sijoittajien osakesijoitusten purkaminen vuonna 2022 painottui sijoitusrahastoihin, joiden sijoitustoiminta on yleensä myötäsyklistä, kun taas vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot kompensoivat jossakin määrin ulkoisten virtojen suunnanvaihdosta (kuvio B).** Euroalueen maksutasetilastojen ja ulkomaista varallisuutta koskevien tilastojen tuoreimmista sarjoista esitetään erittely pankkisektorin ulkopuolisten rahoituksenvälittäjien sektorista.<sup>62</sup> Erittelystä ilmenee erityisesti euroalueen sijoitusrahastojen merkitys euroalueen ulkopuolella liikkeeseen laskettujen arvopaperien hallussapitäjinä (59 % kaikista hallussa pidetyistä

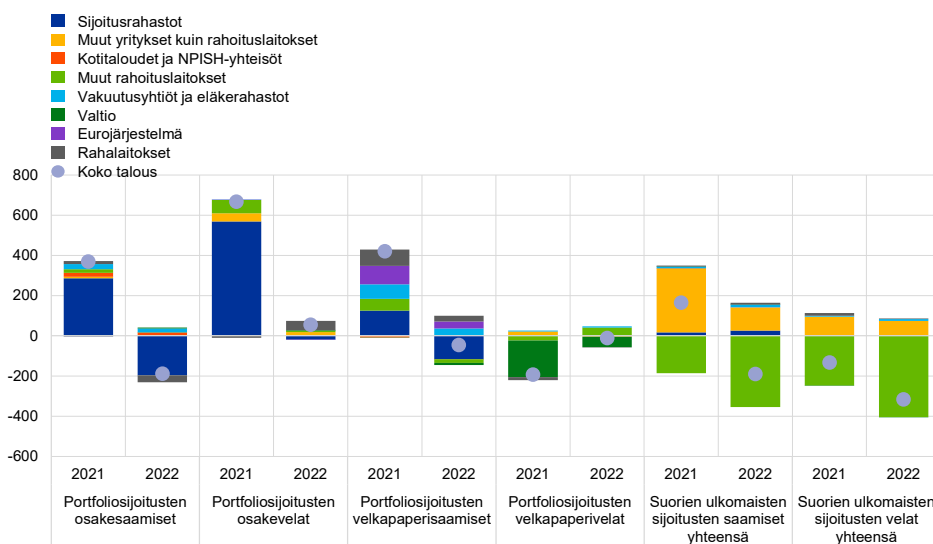
<sup>62</sup> Uusi pankkisektorin ulkopuolisten rahoituksenvälittäjien sektorin erittely sisältää erilliset tiedot sijoitusrahastoista, vakuutusyhtiöistä ja eläkerahastoista sekä muista rahoituslaitoksista.

osakkeista ja velkapapereista vuoden 2022 lopussa).<sup>63</sup> Sijoitusrahastosektori oli keskeinen vaikuttaja myös siinä, että euroalueen arvopaperisijoituksissa siirryttiin velkapaperien ja osakkeiden netto-ostoista (790 miljardia euroa vuonna 2021) nettomyynynteihin (235 miljardia euroa vuonna 2022). Sijoitusrahastot ovat yleensä myötäsyklisiä sijoittajia, eli ne myyvät arvopapereita tilanteessa, jossa riskinottohalu on vähäistä, ja saavat siten aikaan heilahtelua rahoitusvirroissa, kun taas vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot toimivat yleensä vastasyklisesti. Euroalueen sijoituskäyttäytyminen vuonna 2022 noudattaa tätä kuviota.<sup>64</sup> Lisäksi sijoituskäyttäytymisessä vuonna 2022 tapahtuneet muutokset merkitsivät sen pitkittyneen vaiheen loppua, jossa sijoituksia kohdennettiin laajamittaisesti euroalueen ulkopuolisiin arvopapereihin. Tämä vaihe alkoi vuonna 2014, kun EKP otti käyttöön negatiiviset korot ja käynnisti omaisuuserien osto-ohjelmansa.<sup>65</sup>

## Kuvio B

### Euroalueen rahoitustase: joitakin eriä kotimaisen sektorin mukaan jaoteltuina

(neljän neljänneksen summia, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Saamispuolella positiivinen luku kertoo euroalueen sijoittajien toteuttamista euroalueen ulkopuolisten instrumenttien netto-ostoista ja negatiivinen luku nettomyynneistä. Velkapuolella positiivinen luku kertoo euroalueen ulkopuolisten sijoittajien toteuttamista euroalueen instrumenttien netto-ostoista ja negatiivinen luku nettomyynneistä. Tuorein havainto on vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä. "NPISH-yhteisöt" tarkoittaa kotitalouksia palvelevia voittoja tavoittelemattomia yhteisöjä (non-profit institutions serving households).

## Maantieteellisesti arvopaperisijoitusten supistuminen vuonna 2022 keskittyi osakkeiden osalta pääasiassa kehittyneiden talouksien liikkeeseen laskemiin

<sup>63</sup> Euroalueen sijoitusrahastojen sijoituskäyttäytymisellä on merkitystä arvioitaessa näihin rahastoihin sijoittaneiden tahojen, erityisesti eläkerahastojen, vakuutusyhtiöiden ja kotitalouksien, riskejä. Ks. D. Carvalho ja M. Schmitz, "Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds", *Review of International Economics*.

<sup>64</sup> Ks. Y. Timmer, "Cyclical investment behavior across financial institutions", *Journal of Financial Economics*, vol. 129, nro 2, 2018, s. 268–286.

<sup>65</sup> EKP:n omaisuuserien osto-ohjelma aloitettiin vuoden 2014 puolessavälissä, ja pandemiaan liittyvä osto-ohjelma käynnistyi maaliskuussa 2020. Molempien ohjelmien omaisuuserien netto-ostot päättyivät vuonna 2022. Ks. B. Coeuré, "The international dimension of the ECB's asset purchase programme", puhe valuuttayhteistyöryhmän kokouksessa 11.7.2017; P. R. Lane, "The international transmission of monetary policy", puhe CEPR:n kansainvälisen makrotalous- ja rahoitusohjelman (International Macroeconomics and Finance Programme) kokouksessa 14.11.2019, sekä K. Bergant, M. Fidora ja M. Schmitz, "International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarja, nro 2388, huhtikuu 2020.

**arvopapereihin, kun taas velkapaperien osalta supistuminen oli suurinta kehittyvien markkinatalouksien liikkeeseen laskemissa velkapapereissa, mikä ilmentää globaalien sijoitusilmapiirin heikkenemistä (kuvio C).** Euroalueen vastapuolimaiden uusi erittely kattaa entistä laajemmin sekä kehittyneitä talouksia (joihin on lisätty Australia, Norja ja Etelä-Korea) että kehittyviä markkinatalouksia (joihin sisältyvät nyt myös Argentiina, Indonesia, Meksiko, Saudi-Arabia, Etelä-Afrikka ja Turkki). Näistä uusista tilastoista ilmenee, että euroalueen sijoittajat vähensivät Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja muissa kehittyneissä talouksissa liikkeeseen laskettuihin osakkeisiin liittyviä riskejään vuonna 2022. Velkapaperien osalta kuva on monitahoisempi, sillä euroalueen sijoittajat myivät keskimäärin suuria määriä kehittyvissä markkinatalouksissa, offshore-rahoituskeskuksissa ja Isossa-Britanniassa liikkeeseen laskettuja velkapapereita. Kehittyvissä markkinatalouksissa nettomyynnit painottuivat Kiinassa, Meksikossa ja Venäjällä liikkeeseen laskettuihin arvopapereihin.<sup>66</sup> Lisäksi pääosa offshore-rahoituskeskuksissa liikkeeseen laskettujen arvopaperien nettomyynnistä koostui todennäköisesti kehittyville markkinoille ja erityisesti Kiinaan sijoittautuneiden yritysten tytäryhtiöiden liikkeeseen laskemista arvopapereista.<sup>67</sup> Samaan aikaan euroalueen sijoittajat tekivät muissa kehittyneissä talouksissa, erityisesti Kanadassa ja Japanissa, liikkeeseen laskettujen arvopaperien mittavia netto-ostoja. Tämän taustalla saattoi olla turvallisten omaisuuserien kasvanut suosio.

---

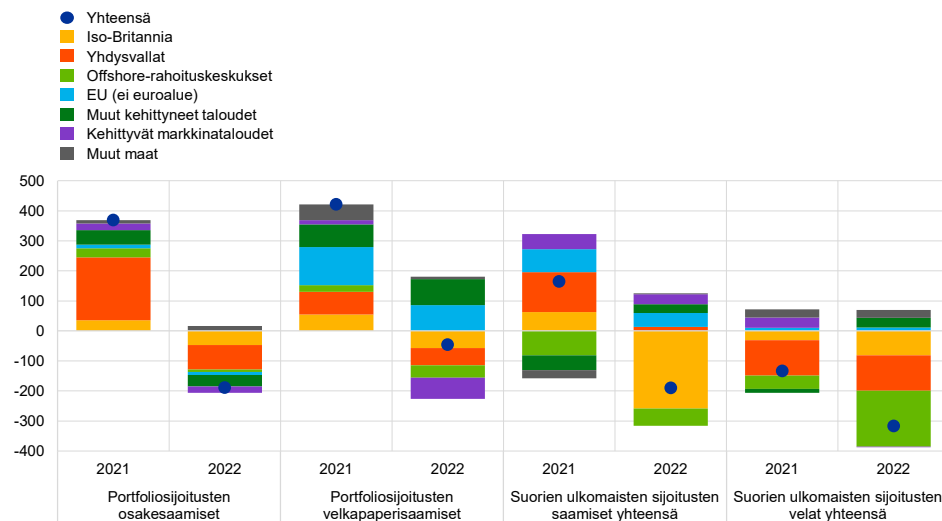
<sup>66</sup> Tarkempia tietoja euroalueen Venäjään kohdistuneiden sijoitusten kehityksestä on *Talouksatoksen* 7/2022 kehikossa L. Emter, M. Fidora, F. Pastoris ja M. Schmitz, "[Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments](#)".

<sup>67</sup> Tuoreiden tutkimusten mukaan euroalueen sijoitukset kehittyvien markkinoiden yritysten joukkolainoihin ovat huomattavasti suurempia, kun huomioon otetaan myös sijoitukset kehittyvien markkinoiden yritysten offshore-tytäryhtiöiden liikkeeseen laskemiin joukkolainoihin. Ks. R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz ja J. Schreger, "[The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#)", SSRN:n verkkosivustolla julkaistu tutkimus, ja K. Bergant, G. M. Milesi-Ferretti ja M. Schmitz, "[Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe](#)", *CEPR Discussion Paper* -julkaisusarja, nro 17946, 2023.

## Kuvio C

### Euroalueen rahoitustase: joitakin eriä vastapuolen sijainnin mukaan jaoteltuina

(neljän neljänneksen summia, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Saamispuolella positiivinen luku kertoo euroalueen sijoittajien toteuttamista euroalueen ulkopuolisten instrumenttien netto-ostoista ja negatiivinen luku nettomyynneistä. Velkapuolella positiivinen luku kertoo euroalueen ulkopuolisten sijoittajien toteuttamista euroalueen instrumenttien netto-ostoista ja negatiivinen luku nettomyynneistä. "EU (ei euroalue)" käsittää euroalueen ulkopuoliset EU:n jäsenvaltiot sekä EU:n toimielimet ja laitokset, joita pidetään tilastoinnissa euroalueen ulkopuolisina, kuten Euroopan komissio ja Euroopan investointipankki. "Muut kehittyneet taloudet" käsittää Australian, Kanadan, Japanin, Norjan, Etelä-Korean ja Sveitsin. "Kehittyvät markkinataloudet" ovat Argentiina, Brasilia, Kiina, Intia, Indonesia, Meksiko, Venäjä, Saudi-Arabia, Etelä-Afrikka ja Turkki. "Muut maat" tarkoittaa kaikkia muita kuin kuviossa esitetyjä maita ja maaryhmiä. Tuorein havainto on vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä.

### Ulkomaisissa arvopaperisijoituksissa euroalueelle vuonna 2022 euroalueen sijoitusrahasto-osuuksien netto-ostot tyrehtyivät, kun taas euroalueen velkapaperien suosio ulkomaisten sijoittajien keskuudessa kasvoi EKP:n rahapolitiikan kiristytessä (kuvio B).

Euroalueen sijoitusrahastojen saamispuolen suunnanmuutoksen myötä euroalueen ulkopuolisista sijoittajista tuli euroalueen sijoitusrahastojen osuuksien nettomyyjiä, kun riskinottohalukkuus väheni globaaleilla sijoitusmarkkinoilla Venäjän aloitettua sodan Ukrainassa. Euroalueen mittavalla sijoitusrahastosektorilla, johon yhdistyi vahva euroalueen ulkopuolinen sijoittajapohja, oli suuri vaikutus euroalueen rahoitusvirtoihin vuonna 2022 erityisesti Irlantiin ja Luxemburgiin sijoittautuneiden rahastojen osalta. Ulkomaisten sijoittajien luottamus euroalueen velkapapereihin puolestaan koheni vuonna 2022. Vuonna 2015 alkaneelle ajanjaksolle olivat olleet ominaisia euroalueen velkapaperien suuret nettomyynnit (erityisesti valtioiden joukkolainojen osalta, missä näkyi osittain euroalueen ulkopuolisten sijoittajien merkittävä rooli eurojärjestelmän omaisuuserien osto-ohjelmien vastapuolina), mutta vuonna 2022 nettomyynnit vähenivät, kun EKP:n ohjaukset alkoivat nousta ja eurojärjestelmä lopetti omaisuuserien netto-ostot. Korkojen noustessa euroalueen ulkopuolisista sijoittajista tuli euroalueen muiden rahoituslaitosten sektorin yhteisöjen – myös erityisyhteisöjen – liikkeeseen laskemien velkapaperien netto-ostajia, kun ne aiempina vuosina olivat nettomyyjiä.

### Suorien ulkomaisten sijoitusten supistumiseen vaikuttivat pääosin monikansallisten yritysten euroalueen rahoituskeskuksissa tekemät rahoitustoimet, jotka usein liittyivät erillisyyhtiöihin, kun taas muiden kuin

**rahoitusalan yritysten – jotka ovat läheisemmässä yhteydessä reaali-talouteen – suorat ulkomaiset sijoitukset pysyivät vakaampina (kuviot B).**<sup>68</sup> Euroalueen velkapuolella suorat ulkomaiset sijoittajat purkivat sijoituksiaan 317 miljardin euron arvosta vuonna 2022 (2,4 % euroalueen BKT:stä). Sijoituksia purkivat erityisesti yhdysvaltalaiset ja brittiläiset sijoittajat sekä offshore-rahoituskeskusten sijoittajat (kuviot C), ja kyseessä oli yksinomaan muiden rahoituslaitosten sektori (403 miljardia euroa), joka sisältää erityisyhteisöt, kuten holding-yhtiöt.<sup>69</sup> Näistä voimakkaammin vaihtelevista ”finansialisoitujen” suorien ulkomaisten sijoitusten virroista poiketen suorat ulkomaiset sijoitukset rahoitusalan ulkopuolisiin yrityksiin euroalueella jatkuivat tasaisella 74 miljardin euron nettosijoitustahdilla (kuviot B). Myös euroalueen sijoittajien tekemissä suorien ulkomaisten sijoitusten saamisten netto-ostoissa supistuminen oli suurinta muiden rahoituslaitosten sektorilla. Muihin rahoituslaitoksiin liittyvien suorien ulkomaisten sijoitusten bruttomääräisten saamis- ja velkarahoitustoimien välinen vahva positiivinen korrelaatio viittaa siihen, että nämä rahoitusvirrat ovat usein vain ”läpikulkumatkalla” eivätkä vaikuta kotimaiseen talouteen. Suorien ulkomaisten sijoitusten saamisten ostojen supistumiseen vaikuttivat eniten Ison-Britannian kanssa tehdyt rahoitustoimet, jotka liittyivät yksittäisen monikansallisen yrityksen yritysraakenteen uudelleenjärjestelyyn.<sup>70</sup> Euroalueen maksutasetilastoihin ja ulkomaista varallisuutta koskeviin tilastoihin sisältyvät lisäerittelyt tuovat selkeästi esiin, että suorien ulkomaisten sijoitusten taloudellista analyysiä voidaan tehostaa erottelemalla ”finansialisoidut” virrat entistä tarkemmin.<sup>71</sup>

<sup>68</sup> Suorien ulkomaisten sijoitusten osalta julkaistiin myös tämän keuhikon aihepiiriin ulkopuolelle jääviä yksityiskohtaisia tietoja velkainstrumenteista eriteltyinä velkapapereihin, lainoihin sekä kauppaluottoihin ja ennakkoihin.

<sup>69</sup> Maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisenä aikana (etupäässä yhdysvaltalaisen sijoittajien) sijoitukset euroalueen rahoituskeskuksiin sijoittautuneisiin holding-yhtiöihin (usein erityisyhteisöihin) nousivat yhä suuremmaksi osaksi euroalueen suorien ulkomaisten sijoitusten velkapuolen virtoja. Ks. P. R. Lane, ”The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges”, puhe Euroopan keskuspankin, Irving Fisher Committee on Central Banking Statistics -komitean ja Portugalin keskuspankin yhteisessä konferenssissa ”Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?”, 17.2.2020.

<sup>70</sup> Tällaiset suuret rahoitustoimet liittyvät usein pieneen joukkoon euroalueen rahoituskeskuksissa toimivia monikansallisia yrityksiä, jotka toteuttavat yritysraakenteensa uudelleenjärjestelyjä, mutta niillä voi olla huomattava vaikutus suorien ulkomaisten sijoitusten globaaleihin virtoihin. Esimerkiksi vuonna 2022 suorien ulkomaisten sijoitusten globaalit virrat supistuivat 24 % edellisvuodesta, mutta kun Luxemburgiin liittyvät rahoitustoimet jätetään pois laskusta, supistumista oli vain 5 %. OECD:n huhtikuussa 2023 julkaiseman ”FDI in Figures” -katsauksen mukaan Luxemburgissa tapahtunut mittava sijoitusten purkaminen johtui pääosin yksittäisen monikansallisen televiestintäyrityksen operaatiosta.

<sup>71</sup> Lisää hyötyä tämä analyysi saa euroalueen maksutasetilastojen ja ulkomaista varallisuutta koskevien tilastojen yhteydessä julkaistavasta erillisestä erityisyhteisöjä koskevasta erittelystä, joka on tällä hetkellä suunnitteilla vuoden 2024 alkupuolelle.



## 7 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 8.2.–19.5.2023

Jens Budde ja Vladimir Tsonchev

**Tässä kehikossa tarkastellaan likviditeettitilannetta ja eurojärjestelmän rahapoliittisia operaatioita vuoden 2023 ensimmäisellä ja toisella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla.** Tarkastelujakso alkoi 8.2.2023 ja päättyi 9.5.2023.

**Rahapolitiikan kiristyminen jatkui tarkastelujakson aikana.** EKP:n neuvosto nosti kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,50 prosenttiyksiköllä sekä 2.2.2023 että 16.3.2023 pidetyissä rahapolitiikkakokouksissa. Koronnostot tulivat voimaan vuoden 2023 ensimmäisellä ja toisella pitoajanjaksolla.

**Ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueen pankkijärjestelmässä väheni tarkastelujakson aikana.** Tämä johtui pääasiassa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) suoritetuista ennenaikaisista takaisinmaksuista ja eräntymisistä sekä omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistusten asteittaisesta vähenemisestä. Samalla likviditeettiä lisäsi riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen jatkuva väheneminen. Väheneminen on jatkunut negatiivisten korkojen jakson päättymisestä asti eli heinäkuusta 2022.

### 7.1 Likviditeettitarpeet

**Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni 220,4 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 2 026,6 miljardia euroa.** Likviditeettitarpeen väheneminen johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen supistumisesta 218,4 miljardilla eurolla 1 861,3 miljardiin euroon. Sen taustalla puolestaan oli likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen väheneminen (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”) ja likviditeettiä lisäävien tekijöiden vaikutuksen kasvaminen. Vähimmäisvarantovelvoitteet vähenivät hieman eli 2 miljardia euroa 165,3 miljardiin euroon.

**Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät vähenivät tarkastelujakson aikana 136,5 miljardilla eurolla 2 932 miljardiin euroon pääasiassa valtioiden talletusten vähenemisen ja muiden riippumattomien tekijöiden supistumisen vuoksi.** Valtioiden talletukset (taulukon A osa ”Velat”) vähenivät tarkastelujakson aikana keskimäärin 62,9 miljardia euroa 369,7 miljardiin euroon enimmäkseen toisella pitoajanjaksolla. Väheneminen kertoo siitä, että valtiokonttorit ovat normalisoineet pitämiään puskureita ja todennäköisesti mukauttaneet kassanhallintastrategioitaan varautuessaan julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron ylärajan laskuun, joka tuli voimaan 1.5.2023. Toukokuun alusta lähtien valtioiden talletukset vähenivät edelleen alle 300 miljardiin euroon ja lähestyivät ennen pandemian puhkeamista

alkuvuonna 2020 vallinnutta tasoa. Liikkeessä olevien setelien määrä väheni tarkastelujakson aikana 6,1 miljardia euroa 1 557,1 miljardiin euroon. Negatiivisten korkojen jakson päätyttyä setelien hallussapito ja kassavarojen määrä on vähentynyt, ja väheneminen jatkui edelleen, joskin huomattavasti aiempaa hitaampana.

### Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi

**81,8 miljardia euroa ja oli 1 071 miljardia euroa.** Valuuttamääräiset nettosaamiset vähenivät tarkastelujakson aikana 18,5 miljardilla eurolla, kun taas euromääräiset nettosaamiset kasvoivat 100,3 miljardilla eurolla. Kasvu johtui suurelta osin siitä, että euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle vähenivät. Tämä puolestaan kertoo eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden asiakkaiden kassanhallintastrategioiden muutoksesta. Julkisyhteisöjen talletuskoron muutos koski nimittäin myös eurojärjestelmän varannonhoitopalveluita.

Taulukossa A esitetään yhteenvedo edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä ja niiden muutoksista.<sup>72</sup>

## Taulukko A

### Eurojärjestelmän likviditeetti

#### Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023						Edellinen tarkastelujakso: 2.11.2022–7.2.2023	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso: 8.2.–21.3.		Toinen pitoajanjakso 22.3.–9.5.		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
<b>Riippumattomat tekijät</b>	2 932,0	(-136,5)	2 936,8	(-44,8)	2 927,8	(-8,9)	3 068,5	(-211,5)
Liikkeessä olevat setelit	1 557,1	(-6,1)	1 553,9	(-11,6)	1 559,8	(+5,9)	1 563,2	(-11,3)
Valtioiden talletukset	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) <sup>1)</sup>	1 005,2	(-67,5)	1 002,6	(-40,6)	1 007,4	(+4,7)	1 072,7	(-87,5)
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset</b>	<b>21,3</b>	<b>(-16,1)</b>	<b>26,4</b>	<b>(-1,2)</b>	<b>17,0</b>	<b>(-9,5)</b>	<b>37,4</b>	<b>(-1 933,8)</b>
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteet<sup>2)</sup></b>	<b>165,3</b>	<b>(-2,0)</b>	<b>164,6</b>	<b>(-3,3)</b>	<b>165,8</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>167,3</b>	<b>(+4,4)</b>
<b>Talletusmahdollisuus</b>	<b>4 045,4</b>	<b>(-241,1)</b>	<b>4 103,0</b>	<b>(+51,4)</b>	<b>3 996,0</b>	<b>(-107,0)</b>	<b>4 286,5</b>	<b>(+1 688,0)</b>
<b>Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Lähde: EKP.

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

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

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

<sup>72</sup> Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin artikkelissa "EKP:n likviditeetin hallinta", EKP:n kuukausikatsaus, toukokuu 2002.

## Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023						Edellinen tarkastelujakso: 2.11.2022–7.2.2023	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso: 8.2.–21.3.		Toinen pitoajanjakso 22.3.–9.5.		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
<b>Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät</b>	1 071,0	(+81,8)	1 057,8	(+75,4)	1 082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Euromääräiset nettosaamiset	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	<b>6 093,4</b>	<b>(-477,6)</b>	<b>6 173,2</b>	<b>(-73,4)</b>	<b>6 024,9</b>	<b>(-148,3)</b>	<b>6 570,9</b>	<b>(-505,4)</b>
Avomarkkinaoperaatiot	6 093,3	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,8	(-148,4)	6 570,9	(-505,4)
Huutokauppaoperaatiot	1 172,3	(-454,5)	1 234,2	(-70,3)	1 119,2	(-115,1)	1 626,8	(-497,9)
Perusrahoitusoperaatiot	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	1 168,6	(-453,3)	1 230,5	(-69,2)	1 115,5	(-115,0)	1 621,9	(-496,8)
Pandemiaan liittyvät kohdentamattomat pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Suorat arvopaperisijoitukset <sup>1)</sup>	4 921,0	(-23,1)	4 939,0	(-3,1)	4 905,6	(-33,4)	4 944,1	(-7,5)
Maksuvalmiusluotto	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

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

## Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023						Edellinen tarkastelujakso: 2.11.2022–7.2.2023	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso: 8.2.–21.3.		Toinen pitoajanjakso 22.3.–9.5.		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä <sup>1)</sup>	2 026,6	(-220,4)	2 043,8	(-123,7)	2 011,8	(-32,0)	2 247,0	(-259,6)
Riippumattomat tekijät <sup>2)</sup>	1 861,3	(-218,4)	1 879,2	(-120,4)	1 846,0	(-33,2)	2 079,7	(-264,0)
Ylimääräinen likviditeetti <sup>3)</sup>	4 066,7	(-257,2)	4 129,4	(+50,3)	4 012,9	(-116,5)	4 323,9	(-245,8)

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 sekkitilalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön summa miinus maksuvalmiusluoton käyttö.

## Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

	Nykyinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023						Edellinen tarkastelujakso: 2.11.2022–7.2.2023	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso: 8.2.– 21.3.		Toinen pitoajanjakso 22.3.–9.5.		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Maksuvalmiusluotto	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Talletusmahdollisuus	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR-korko	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
RepoFunds Rate Euro Index -korko	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Lähde: EKP.

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

## 7.2

### Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

**Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 477,6 miljardia euroa ja oli 6 093,4 miljardia euroa (kuvio A).**

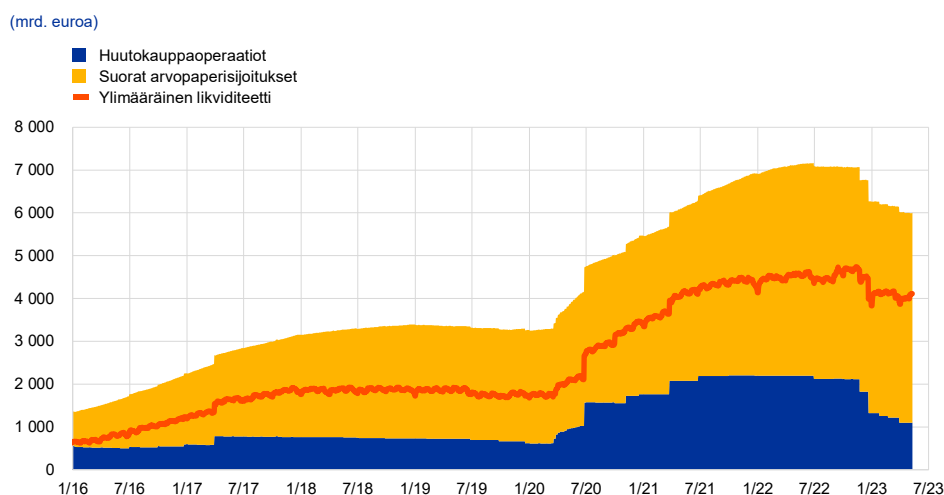
Tärkeimpänä taustatekijänä oli huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin määrän väheneminen. Netto-ostot pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) päättyivät maaliskuun 2022 lopussa. Siitä alkaen eurojärjestelmä sijoittaa erääntymisen yhteydessä takaisinmaksettavan pääoman täysimääräisesti uudelleen.

Omaisuserien osto-ohjelmassa (APP) hankittujen arvopaperien volyyymi on tasaisesti vähenemässä keskimäärin 15 miljardilla eurolla kuukaudessa EKP:n neuvoston päätettyä, että arvopaperien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta kokonaisuudessaan uudelleen 1.3.2023 alkaen.<sup>73</sup>

<sup>73</sup> Osto-ohjelmissa hankitut omaisuserät kirjataan jaksotetun hankintamenon perusteella ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

## Kuvio A

### Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys



Lähde: EKP.  
Huom. Tuoreimmat tiedot 09.05.2023.

### Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyymi väheni tarkastelujaksolla 454,5 miljardia euroa. Väheneminen johtui pääosin

TLTRO III -operaatioiden ennakaisista takaisinmaksuista ja erääntymisistä. Vapaaehtoisia ennakaisista takaisinmaksuja suoritettiin helmikuussa 2023 yhteensä 36,6 miljardia euroa ja maaliskuussa 87,7 miljardia euroa. Maaliskuussa erääntyvät TLTRO III -operaatiot vähensivät lisäksi avoinna olevaa volyymia 32,2 miljardilla eurolla. Tarkastelujakson aikaiseen vähenemiseen vaikuttivat myös TLTRO III -operaatioissa suoritettujen 499,4 miljardin euron takaisinmaksut joulukuussa 2022 ja 62,7 miljardin euron takaisinmaksut tammikuussa 2023, sillä niiden vaikutus tarkastelujakson keskiarvoihin ilmenee täysimääräisesti vasta nykyisellä tarkastelujaksolla. Muissa huutokauppaoperaatioissa muutokset olivat vähäisiä.

## 7.3 Ylimääräinen likviditeetti

### Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi väheni 257,2 miljardia euroa ja oli 4 066,7 miljardia euroa (kuvio A). Ylimääräinen likviditeetti on

vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien likviditeettitarpeen välistä eroa. Ylimääräinen likviditeetti oli suurimmillaan syyskuussa 2022 (4 800 miljardia euroa), minkä jälkeen se on vähentynyt asteittain pääasiassa edellä mainittujen TLTRO III -operaatioissa suoritettujen ennakaisista takaisinmaksujen ja erääntymisten vuoksi (riippumattomien tekijöiden vaikutus pois lukien).

## 7.4 Korkokehitys

**Euromääräisten markkinoiden lyhyt korko (€STR) nousi 0,99 prosenttiyksikköä. Edellisen tarkastelujakson viimeisenä päivänä 7.2.2023 se oli 1,90 %, ja tässä käsitellyn tarkastelujakson viimeisenä päivänä 9.5.2023 se oli 2,89 %. Korkokehitys kuvasti EKP:n rahapolitiikan kiristymistä.** EKP:n helmi- ja maaliskuussa 2023 toteuttamien ohjaukorkojen nostojen vaikutus välittyi vakuudettomille rahamarkkinoille täysimääräisesti ja välittömästi. €STR-korko oli tarkastelujakson aikana talletusmahdollisuuden korkoon nähden keskimäärin 0,10 prosenttiyksikköä alempi, kuten se oli myös vuoden 2022 seitsemännellä ja kahdeksannella pitoajanjaksolla.

**Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko (RepoFunds Rate Euro Index) nousi tarkastelujakson aikana 0,98 prosenttiyksikköä ja oli 1,90 prosenttia 7.2.2023 ja 2,88 prosenttia 16.3.2023.** EKP:n ohjaukorkojen noston vaikutus välittyi vakuudellisille rahamarkkinoille täysimääräisesti ja välittömästi. Repomarkkinat toimivat hyvin monista syistä, joita olivat esimerkiksi valtiokonttoreiden toimet joissakin maissa vuoden 2022 lopussa, käteisvakuudellisen arvopaperilainauksen ylärajan nostaminen, nettoliikkeeseenlaskujen kasvu alkuvuoden 2023 jälkeen, TLTRO-operaatioiden vakuudeksi toimitettujen omaisuuserien vapautuminen takaisinmaksujen yhteydessä ja omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien omistusten väheneminen. Lisäksi EKP ilmoitti 7.2.2023, että se muuttaa julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron ylärajaa ja että muutos koskee myös eurojärjestelmän varannonhoitopalveluja. Uusi yläraja tuli voimaan 1.5.2023, ja sen suuruus on €STR-korko miinus 0,20 prosenttiyksikköä. Tieto päätöksestä helpotti huolta koron ylärajan palaamisesta jälleen nolnaan 30.4.2023 päättyneen väliaikaisen ylärajan jälkeen. Tämä vähensi riskiä siitä, että valtiokonttoreiden ja euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien kassavarojen investointien jyrkät muutokset aiheuttaisivat markkinoiden toimintaa haittaavia vaikutuksia.

## Inflaation ja kilpailukyvyen eriytyminen euroalueen maiden välillä

Daniela Filip, Daphne Momferatou ja Ralph Setzer

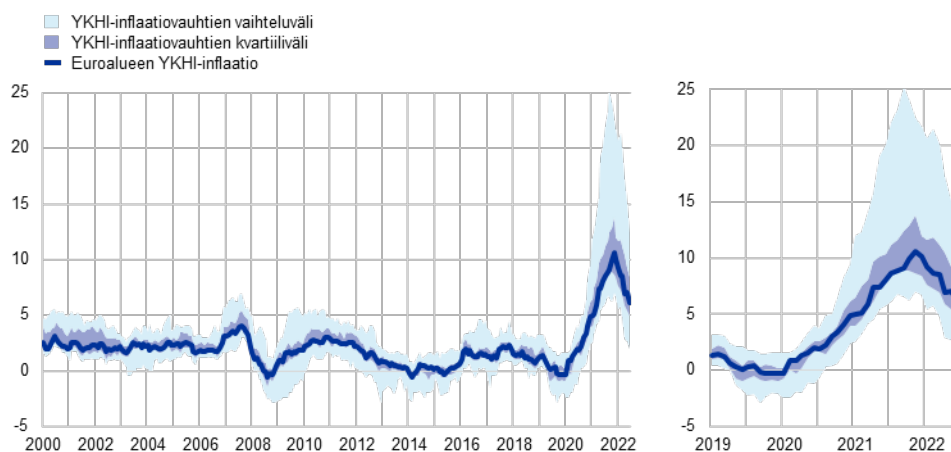
**Energian ja hyödykkeiden korkeat hinnat sekä tarjontakapeikat ovat voimistaneet inflaatiota euroalueella ja kärjistäneet euroalueen maiden inflaatiokehityksen eriytymistä.**<sup>74</sup> Maiden välisten inflaatiovauhtien erot

kvartiilivälillä mitattuna kasvoivat pandemiaa edeltäneiltä historiallisen alhaisilta tasoiltaan historiallisen suuriksi vuoden 2022 lopussa, ja vaikka ne ovat sittemmin tasaantuneet, ne ovat edelleen koholla. Toukokuussa 2023 euroalueen maiden inflaatiovauhdit vaihtelivat Luxemburgin 2,0 prosentista 12,3 prosenttiin Latviassa ja Slovakiassa (kuvio A). Nykyinen nopea inflaatio on aiheutunut pääasiassa negatiivisista tarjontasokeista, jotka liittyvät energian ja hyödykkeiden hintojen nousuun, tarjontakapeikkoihin sekä pandemian jälkeisiin talouden uudelleenavautumisen vaikutuksiin.

### Kuvio A

#### Euroalueen maiden YKHI-inflaatiovauhtien erot

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kvartiiliväli tarkoittaa euroalueen 75. ja 25. persenttiin erotusta (muuttuva euroalueen maajakauma). Vaihteluväli puolestaan viittaa euroalueen maiden pienimmän ja suurimman inflaatiovauhdin väliseen eroon kunakin kuukautena. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2023 (pika-arvio).

### Sitkeät inflaatiovauhtien erot saattavat johtaa ulkoihin epätasapainoihin.

Inflaatioerojen esiintyminen rahaliitossa on normaalia siltä osin kuin ne johtuvat tilapäisestä sopeutumisesta sokkeihin tai liittyvät lähentymisprosesseihin. Lisäksi finanssipolitiikka vaikuttaa inflaatioeroihin euroalueella muun muassa verojen ja julkisen sektorin palkkojen muutosten kautta.<sup>75</sup> Jos tällaiset erot eivät kuitenkaan jää lyhytkestoisiksi tai eivät johdu hintatason lähentymisestä, ne saattavat viestiä kustannuskehityksen eriytymisestä tai rakenteellisista tehottomuuksista, kuten nimellisistä ja reaalisista jäykkyyksistä tavara- ja työvoimamarkkinoilla. Sitkeät

<sup>74</sup> Ks. lisätietoja Talouskatsauksen 3/2023 kehikosta ”[The energy shock, price competitiveness and euro area export performance](#)”.

<sup>75</sup> Ks. C. Checherita-Westphal, N. Leiner-Killinger ja T. Schildmann, ”[Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited](#)”, *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2774, EKP, 2023.

inflaatioerot voivat aiheuttaa pidempiaikaista hintakilpailukyvyn ja vaihtotaseen heikkenemistä.<sup>76</sup> Tällaisella kilpailukyvyn heikkenemisellä voi olla hyvin ongelmallisia ulkoisvaikutuksia, ja niihin voi olla viime kädessä tarpeen puuttua rakennepolitiikan keinoin.

**Nopea inflaatio on välittynyt yksikkötyövoimakustannusten ja yksikkövoittojen kasvuun monissa euroalueen maissa.** Nimellisten yksikkötyövoimakustannusten – jotka on määritelty palkansaajakorvauksina reaalisen BKT:n yksikköä kohden – kasvua pidetään yleisesti kotimaisen pohjainflaation pitkäkestoisen kiihtymisen yhtenä päätekijänä. Vaikka yksikkötyövoimakustannusten viime vuosien kehitystä on ollut vaikea tulkita työpaikkojen säilyttämistä ja työvoiman toimialasiirtymien aiheuttamien tilastointihaasteiden takia, siitä on silti hyötyä edellä mainittujen hintakilpailukyvyn eriytymisriskien sekä työmarkkinoista johtuvien kustannuspaineiden arvioinnissa.<sup>77</sup> Energian tarjontasokin, joka on ollut inflaation keskeinen taustatekijä vuoden 2021 puolivälistä alkaen, yhteydessä yksikkötyövoimakustannukset ja yksikkövoitot ovat kasvaneet voimakkaasti. Yhtäältä yksikkötyövoimakustannukset kasvoivat euroalueella 8 % vuoden 2019 lopusta vuoden 2022 loppuun, kun palkansaajakorvaukset työntekijää kohden kasvoivat voimakkaasti ja tuottavuuden kasvu oli pysähdyksissä. Maakohtaisessa kehityksessä oli merkittäviä eroja. Yksikkötyövoimakustannukset kasvoivat eniten Baltian maissa (Liettussa peräti 28 %), Luxemburgissa ja Sveitsissä. Toisaalta yksikkövoitto – määriteltynä bruttotoimintaylijäämän ja reaalisen BKT:n suhteena – kasvoi yksikkötyövoimakustannuksia nopeammin. Näin ollen tilinpidon näkökulmasta ja BKT:n deflaattorin mukaan yksikkövoittojen kasvu myötävaikutti kotimaiseen inflaatioon yksikkötyövoimakustannusten kasvua enemmän.<sup>78</sup> Tämä ero oli erityisen suuri Kreikassa, Latviassa, Kyproksella, Sloveniassa, Maltalla, Saksassa ja Virossa (kuvio B). Tämä viittaa siihen, että panoskustannusten, kuten tuontien energian ja muiden väli tuotteiden, kasvua ei maksettu voitoista eikä niillä ollut negatiivista vaikutusta yksikkövoittoihin.<sup>79</sup>

<sup>76</sup> Ks. M. Obstfeld ja K. Rogoff, "The unsustainable US current account position revisited", *NBER Working Paper* -julkaisusarjan nro 10869, 2004, ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän ekonometrisen mallintamisen työryhmän artikkeli "Competitiveness and external imbalances within the euro area", *Occasional Paper* -julkaisusarjan nro 139, EKP, 2012.

<sup>77</sup> Ks. C. Giordano ja F. Zollino, "Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries", *Working Paper* -julkaisusarjan nro 1789, EKP, 2015.

<sup>78</sup> Ks. O. Arce, E. Hahn ja G. Koester, "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *EKP:n blogi*, 30.3.2023.

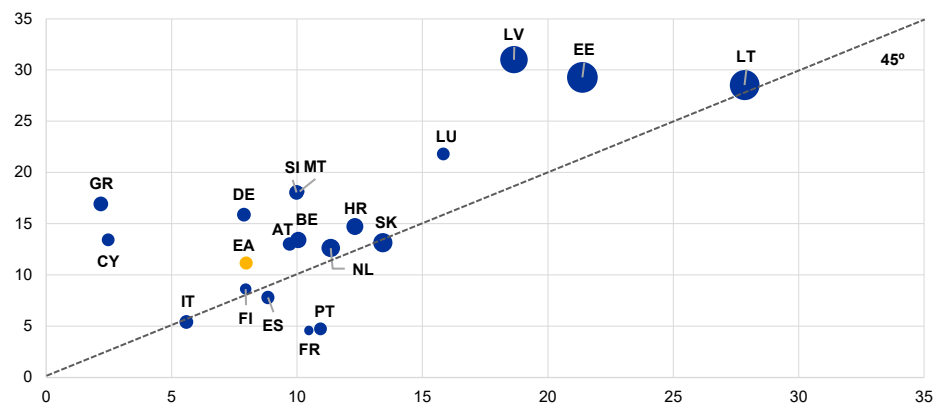
<sup>79</sup> Ks. analyysi voittojen vaikutuksesta euroalueen inflaatioon tämän Talouskatsauksen kehikosta 3 "Miten yksikkövoitot ovat vaikuttaneet kotimaisten hintapaineiden viimeaikaiseen vahvistumiseen euroalueella?".



## Kuvio B

### Yksikkövoiton ja työvoimakustannuksen kasvu

(x-akseli: Yksikkötyövoimakustannuksen prosenttimuutos vuosina 2019–2022; y-akseli: kumulatiivisen yksikkövoiton prosenttimuutos vuosina 2019–2022; kuplien koko: YKHI-inflaation keskimääräinen vuotuinen muutos vuonna 2022)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Yksikkötyövoimakustannus tarkoittaa määritelmän mukaan palkansaajakorvausta työntekijää kohden jaettuna työvoiman tuottavuudella. Yksikkövoitto tarkoittaa bruttotoimintaylijäämää ja sekalaisia tuloja jaettuna BKT:n määrällä. Irlantia koskevat tiedot eivät sisälly laskelmaan.

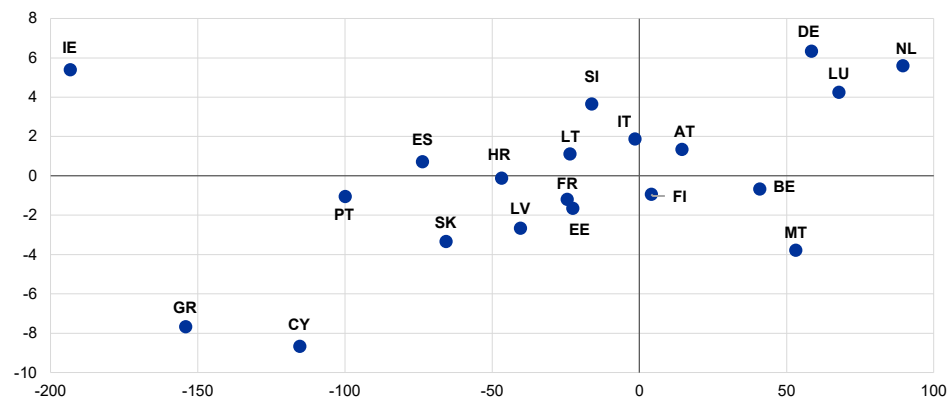
### Vaihtotaseen kehitys viittaa vaatimattomaan edistykseen epätasapainojen purkaantumisessa.

Pandemiaa edeltäneinä vuosina euroalueen sisäinen tasapainottuminen toteutui yksikkötyövoimakustannusten merkittävänä korjausliikkeenä sekä sellaisten maiden vaihtotaseen ylijäämän kasvuna, joilla oli alussa heikko kilpailukyky ja suuret ulkomaiset nettovelat. Työvoima- ja tavaramarkkinoiden voimakkaiden jäykkyyksien takia tasapainottuminen oli vain osittaista, ja vuosina 2020 ja 2021 se keskeytyi pandemian takia ja sittemmin globaalien energianhintapiikin vuoksi. Nämä tekijät ovat heikentäneet euroalueen vaihtotasetta vuonna 2019 olleesta 2,2 prosentin ylijäämästä 1,0 prosentin alijäämään vuonna 2022 suhteessa BKT:hen. Vaikutus koski sekä yli- että alijäämäisiä maita. Vuoden 2022 lopussa useiden maiden ulkoinen asema oli alittanut Euroopan komission liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn mukaiset MIP-tulostaulun indikaattorien kynnsarvot. Kypros ja Kreikka olivat alittaneet kynnsarvot sekä BKT:hen suhteutetun ulkomaisen nettorahoitusaseman (-35 % BKT:stä) että vaihtotaseen alijäämän (-4 % BKT:stä) osalta. Mitä tulee muihin voimakkaasti ulkomaille nettovelkaantuneisiin maihin, vaihtotase on merkittävästi alijäämäinen Slovakiassa, jonkin verran alijäämäinen Portugalissa ja hieman ylijäämäinen Espanjassa. Samaan aikaan suurimpien nettovelkojamaiden vaihtotase on pysynyt merkittävästi ylijäämäisenä, joskin Saksan ylijäämä on supistunut huomattavasti (kuvio C).

## Kuvio C

### Vaihtotaseen yli-/alijäämä ja ulkomainen nettorahoitusasema

(x-akseli: ulkomainen nettorahoitusasema prosentteina BKT:stä vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä; y-akseli: vaihtotaseen yli- tai alijäämä prosentteina BKT:stä, kolmen vuoden keskiarvo (2020–2022))



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

### BKT:n deflaattoreihin perustuvien yhdenmukaistettujen kilpailukykyindikaattorien perusteella on tunnistettavissa jokseenkin sama joukko maita, joiden kilpailukyky on heikentynyt eniten pandemian alusta lähtien.

Yhdenmukaistetut kilpailukykyindikaattorit ovat kattavampia hintakilpailukyvyn mittareita, koska niissä otetaan huomioon: (i) euron vaihtokurssin kehitys suhteessa euroalueen maiden tärkeimpiin kauppakumppaneihin, (ii) kustannusindikaattorien suhteellinen kehitys kauppakumppanien kesken sekä (iii) ulkomaankaupan maajakauman kehitys.<sup>80</sup> BKT:n deflaattoreihin perustuvien yhdenmukaistettujen kilpailukykyindikaattorien kehitys vuosina 2019–2022 viittaa siihen, että Baltian maiden ja Luxemburgin hintakilpailukyky on heikentynyt tuntuvasti niiden kilpailijoihin nähden. Baltiassa tulotason lähentyminen, joka tunnetaan yleisesti Balassa–Samuelson-vaikutuksena, ei kuitenkaan tarkoittaisi kilpailukyvyn heikkenemistä, ja se saattaakin selittää osan reaalisesta hintojen noususta.<sup>81</sup>

**Kaiken kaikkiaan pandemian jälkeen tapahtuneet hintakilpailukyvyn muutokset eivät näytä kärjistäneen tai helpottaneen ulkoisia epätasapainoja.** Tuoreimmat tiedot yhdenmukaistetuista kilpailukykyindikaattoreista (kuvio D) eivät anna selkeitä viitteitä siitä, tuleeko pandemiaa edeltänyt tasapainottumisprosessi vielä jatkumaan. Joidenkin euroalueen maiden suuri ulkomainen nettovelkaantuneisuus on vähentynyt vuodesta 2019 nimellisen BKT:n kasvun kiihtymisen ansiosta. Kuuden maan ulkomainen nettovelka kuitenkin ylitti vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn kynnsarvon, joka on 35 % BKT:stä.<sup>82</sup>

<sup>80</sup> Euroalueen jäsenvaltioiden yhdenmukaistetut kilpailukykyindikaattorit ovat käsitteellisesti vastaavia kuin reaalin efektiivinen valuuttakurssi. Ks. lisätietoja [EKP:n verkkosivulta](#). Tässä kehikossa sovelletaan BKT:n deflaattoreihin perustuvaa yhdenmukaistettua kilpailukykyindikaattoria, koska se ottaa huomioon kaikkien kotimaassa valmistettujen tavaroiden ja palvelujen hinnat, sisältäen työn lisäksi muiden tuotantopanosten kustannusten vaikutukset.

<sup>81</sup> Ks. lisätietoja Balassa–Samuelson-vaikutuksesta euroalueen talouksissa artikkelista J. L. Diaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. Ferdinand Heinz ja S. Muzikarova, "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", *Occasional Paper Series* -julkaisusarjan nro 203, EKP, 2017.

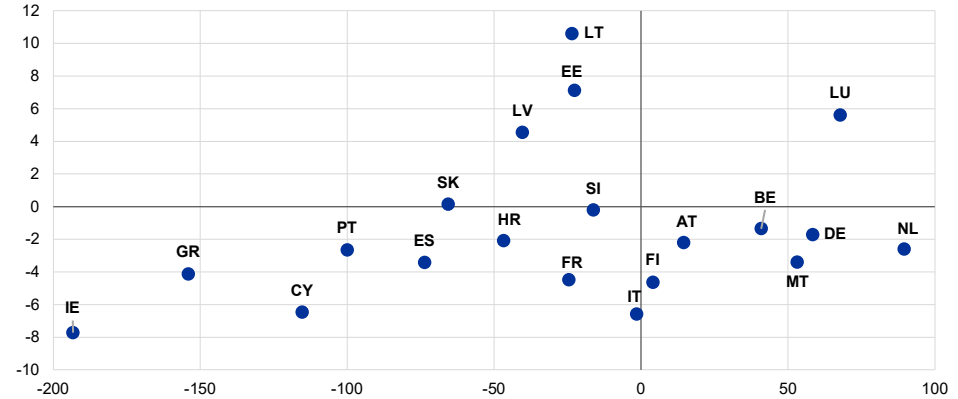
<sup>82</sup> Irlannin ja Kyproksen ulkomainen nettorahoitusasema heijastelee merkittävästi monikansallisten yritysten ja erillisyhtiöiden toimia, joilla ei ole välitöntä yhteyttä kotimaiseen talouteen. Näiden toimien sulkeminen tarkastelun ulkopuolelle pienentäisi kyseisten maiden ulkomaista nettovelkaantuneisuutta.

Kestävän tasapainottumisen varmistamiseksi suhteellisten hintojen sopeutuminen on jatkossakin tarpeen. Tämä edellyttää ulkomaille vahvasti velkaantuneiden maiden hintakilpailukyvyyn paranemista hitaamman yksikkötyövoimakustannusten ja/tai yksikkövoittojen kasvun kautta.

## Kuvio D

### Ulkomainen nettoraahoitusasema ja yhdenmukaistettu kilpailukykyindikaattori

(x-akseli: Ulkomainen nettoraahoitusasema prosentteina BKT:stä vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä; y-akseli: Yhdenmukaistettujen kilpailukykyindikaattorien (jotka perustuvat BKT:n deflaattoreihin) kumulatiivinen prosenttimuutos (2019–2022))



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. BKT:n deflaattoreihin perustuvat yhdenmukaistetut kilpailukykyindikaattorit tarjoavat yleiskuvan euroalueen maiden hintakilpailukyvyistä suhteessa niiden pääkilpailijoihin kansainvälisillä markkinoilla (euroalueen 20 jäsenvaltiota sekä efektiivinen valuuttakurssi suhteessa 41 kauppakumppaniin). Indikaattorit on laskettu painotetuista kahdenvälisten valuuttakurssien keskiarvoista suhteessa euroalueen kunkin jäsenvaltion kauppakumppanien valuuttoihin ja deflaatioitu BKT:n deflaattoreilla, jotka joissakin maissa kuvastavat korostuneesti monikansallisten yritysten (Irlanti) tai erillisyyhtiöiden (Kypros) toimia. Yhdenmukaistettujen kilpailukykyindikaattorien positiiviset arvot tarkoittavat hintakilpailukyvyyn heikkenemistä ja negatiiviset arvot sen paranemista. Lisätietoa yhdenmukaistetuista kilpailukykyindikaattoreista on esitetty [EKP:n verkkosivuilla](#).

# Statistics

## Contents

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

## Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/">https://data.ecb.europa.eu/</a>
Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/publications">https://data.ecb.europa.eu/publications</a>
Methodological definitions can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/methodology">https://data.ecb.europa.eu/methodology</a>
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Conventions used in the tables

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

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	-3.0	-2.8	-11.0	-4.3	2.2	-6.1	1.3	1.7	1.2	0.9	0.0	2.6	0.3	
2021	6.3	5.9	7.6	2.2	8.1	5.3	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6	
2022	3.2	2.1	4.1	1.0	3.0	3.5	9.6	6.8	8.0	9.1	2.5	1.9	8.4	
2022 Q2	-0.1	-0.1	0.1	1.4	-2.3	0.8	9.7	6.5	8.6	9.2	2.5	2.1	8.0	
Q3	1.4	0.8	-0.1	-0.4	3.9	0.4	10.4	7.3	8.3	10.0	2.9	2.6	9.3	
Q4	0.4	0.6	0.1	0.1	0.6	-0.1	10.1	7.6	7.1	10.8	3.8	1.8	10.0	
2023 Q1	0.9	0.3	0.1	0.7	2.2	-0.1	8.6	7.2	5.8	10.2	3.6	1.3	8.0	
2022 Dec.	-	-	-	-	-	-	9.4	7.2	6.5	10.5	4.0	1.8	9.2	
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	9.2	7.2	6.4	10.1	4.3	2.1	8.6	
Feb.	-	-	-	-	-	-	8.8	7.3	6.0	10.4	3.3	1.0	8.5	
Mar.	-	-	-	-	-	-	7.7	7.2	5.0	10.1	3.2	0.7	6.9	
Apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	4.9	8.7	3.5	0.1	7.0	
May <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	4.0	.	.	0.2	6.1	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports <sup>1)</sup>		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.0	-4.1	-4.0
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.3	9.9	12.8
2022	50.6	50.7	53.0	50.3	48.2	51.4	49.9	51.0	47.8	2.7	4.4	0.9
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.0	3.2	-1.3
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	-0.1	-0.2	0.1
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.5	0.3	-0.5	1.3
Q4	48.4	46.5	48.5	50.1	47.9	48.2	48.7	48.3	47.0	-1.9	-2.1	-1.7
2022 July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.2	0.5	2.0
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	0.8	-0.7	2.4
Sep.	49.9	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.1	46.5	0.3	-0.5	1.3
Oct.	49.3	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	-0.3	-0.9	0.4
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	-1.0	-1.4	-0.6
Dec.	47.9	45.0	49.0	49.7	48.3	49.3	48.6	47.7	46.7	-1.9	-2.1	-1.7

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

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

2) Excluding the euro area.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance <sup>1)</sup>			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2020	11,514.8	11,108.5	5,954.6	2,577.8	2,527.5	1,228.4	687.8	604.5	48.7	406.3	5,208.4	4,802.1
2021	12,379.2	11,902.1	6,317.7	2,730.9	2,723.3	1,383.3	766.0	566.8	130.2	477.1	6,102.7	5,625.6
2022	13,399.0	13,190.9	7,046.9	2,883.4	3,041.5	1,560.4	845.9	627.4	219.2	208.1	7,350.8	7,142.7
2022 Q2	3,323.4	3,257.2	1,740.3	713.6	747.9	389.3	207.4	149.2	55.4	66.2	1,844.8	1,778.6
Q3	3,370.0	3,366.8	1,795.7	722.5	788.1	393.7	217.4	175.0	60.5	3.2	1,899.2	1,896.0
Q4	3,438.3	3,368.1	1,819.0	741.1	772.0	396.5	217.5	156.1	35.9	70.2	1,889.5	1,819.3
2023 Q1	3,492.2	3,371.8	1,841.9	729.0	785.1	406.8	222.9	153.3	15.9	120.3	1,872.4	1,752.1
<i>as a percentage of GDP</i>												
2022	100.0	98.4	52.6	21.5	22.7	11.6	6.3	4.7	1.6	1.6	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0.8	0.8	0.9	-0.1	1.0	0.0	1.5	2.5	-	-	1.8	1.8
Q3	0.4	1.8	1.3	0.0	4.0	-0.9	3.2	17.1	-	-	1.2	4.1
Q4	-0.1	-1.2	-1.0	0.8	-3.5	-0.9	-1.4	-11.5	-	-	-0.2	-2.5
2023 Q1	-0.1	-0.8	-0.3	-1.6	0.6	1.3	1.8	-2.5	-	-	-0.1	-1.3
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-6.1	-5.7	-7.7	1.0	-6.2	-4.0	-11.8	-3.6	-	-	-9.0	-8.5
2021	5.3	4.1	3.7	4.3	3.9	6.4	9.2	-7.4	-	-	10.7	8.4
2022	3.5	3.8	4.5	1.4	3.7	2.0	4.2	7.2	-	-	7.2	8.3
2022 Q2	4.4	4.4	5.8	1.0	3.0	2.1	2.2	6.0	-	-	8.3	8.9
Q3	2.5	4.1	2.7	0.6	7.8	1.6	8.1	23.2	-	-	7.7	11.7
Q4	1.8	1.2	1.4	0.9	0.6	0.2	5.2	-3.8	-	-	4.6	3.4
2023 Q1	1.0	0.5	0.8	-0.9	1.9	-0.5	5.2	3.6	-	-	2.7	2.0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2022 Q2	0.8	0.7	0.4	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-	-
Q3	0.4	1.7	0.6	0.0	0.9	-0.1	0.2	0.8	0.2	-1.3	-	-
Q4	-0.1	-1.2	-0.5	0.2	-0.8	-0.1	-0.1	-0.6	0.0	1.1	-	-
2023 Q1	-0.1	-0.7	-0.1	-0.3	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.4	0.6	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2020	-6.1	-5.5	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.5	-	-
2021	5.3	4.2	2.0	1.0	0.9	0.7	0.6	-0.4	0.2	1.4	-	-
2022	3.5	3.7	2.3	0.3	0.8	0.2	0.3	0.3	0.3	-0.2	-	-
2022 Q2	4.4	4.3	3.0	0.2	0.7	0.2	0.1	0.3	0.5	0.1	-	-
Q3	2.5	4.0	1.4	0.1	1.7	0.2	0.5	1.0	0.8	-1.5	-	-
Q4	1.8	1.1	0.7	0.2	0.1	0.0	0.3	-0.2	0.1	0.7	-	-
2023 Q1	1.0	0.6	0.4	-0.2	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.1	0.4	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2020	10,376.4	177.2	2,007.3	549.6	1,802.1	547.1	485.5	1,214.7	1,201.3	2,067.8	324.0	1,138.4
2021	11,094.9	189.5	2,174.9	595.3	2,004.2	589.0	501.7	1,251.0	1,289.7	2,162.3	337.3	1,284.3
2022	12,059.0	222.9	2,407.5	659.1	2,315.1	622.5	515.7	1,302.5	1,390.5	2,251.0	372.2	1,340.0
2022 Q2	2,982.0	54.8	597.9	163.3	574.5	155.2	126.3	320.3	345.6	552.3	91.9	341.4
Q3	3,035.5	57.7	599.3	165.6	592.6	155.7	129.2	325.7	350.1	564.6	95.1	334.5
Q4	3,114.5	58.7	634.5	170.4	596.5	158.4	134.8	333.9	356.7	576.1	94.6	323.8
2023 Q1	3,170.8	59.7	654.4	179.6	602.1	161.0	137.5	342.0	361.3	577.4	95.8	321.3
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100.0	1.8	20.0	5.5	19.2	5.2	4.3	10.8	11.5	18.7	3.1	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q2	0.8	0.0	0.6	-0.2	1.9	1.9	0.1	0.3	1.1	-0.2	4.2	1.1
Q3	0.6	0.8	0.7	-0.9	1.0	0.1	-0.1	-0.1	0.4	1.1	3.2	-2.1
Q4	-0.2	-0.3	0.0	-0.5	-1.2	1.5	-0.3	0.2	0.1	0.3	-2.8	0.9
2023 Q1	0.2	0.9	-0.8	2.6	0.4	0.7	-1.3	0.7	0.5	0.1	1.7	-3.1
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5.9	0.1	-6.1	-5.1	-14.1	2.0	0.4	-0.7	-5.8	-2.8	-17.7	-7.2
2021	5.2	-0.6	7.2	3.6	7.7	7.1	3.6	1.7	6.1	3.5	3.8	6.6
2022	3.6	0.0	2.0	1.6	7.8	5.9	-0.5	1.8	4.8	1.6	12.2	2.0
2022 Q2	4.5	-0.3	2.3	2.0	11.1	7.0	-0.1	2.1	5.7	1.2	17.1	3.0
Q3	2.7	0.5	2.4	1.1	4.6	5.4	-0.8	1.3	3.9	1.3	7.6	0.3
Q4	2.2	-0.3	2.0	-0.1	2.6	4.6	-0.9	1.1	3.1	1.9	7.2	-1.1
2023 Q1	1.5	1.4	0.5	0.9	2.0	4.3	-1.6	1.0	2.1	1.3	6.2	-3.2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q2	0.8	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-
Q3	0.6	0.0	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	-
Q4	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	-
2023 Q1	0.2	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5.9	0.0	-1.2	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.2	0.0	1.5	0.2	1.4	0.4	0.2	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2022	3.6	0.0	0.4	0.1	1.4	0.3	0.0	0.2	0.6	0.3	0.4	-
2022 Q2	4.5	0.0	0.4	0.1	2.0	0.4	0.0	0.2	0.7	0.2	0.5	-
Q3	2.7	0.0	0.5	0.1	0.9	0.3	0.0	0.1	0.4	0.2	0.2	-
Q4	2.2	0.0	0.4	0.0	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.4	0.2	-
2023 Q1	1.5	0.0	0.1	0.1	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 2 Economic activity

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

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.8	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.0	6.6
2022	100.0	86.3	13.7	2.9	14.1	6.4	24.4	3.2	2.4	1.0	14.2	24.8	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1.4	-1.5	-1.1	-2.6	-1.9	0.7	-3.7	2.0	0.4	0.6	-2.1	1.0	-3.0
2021	1.5	1.6	0.4	0.0	-0.3	3.3	0.5	4.8	1.1	1.1	3.0	2.1	1.0
2022	2.3	2.5	1.1	-0.8	1.3	3.1	3.3	5.7	0.1	3.1	3.1	1.5	1.6
2022 Q2	2.8	3.0	1.1	-0.2	1.3	3.4	4.8	6.0	0.4	2.8	3.4	1.6	1.8
Q3	1.8	1.9	1.1	-1.1	1.4	3.1	1.9	6.2	-0.3	4.1	2.5	1.4	0.8
Q4	1.6	1.7	0.7	-1.1	1.1	2.0	1.7	4.6	0.4	3.4	2.2	1.3	1.0
2023 Q1	1.6	1.7	1.3	-1.2	1.2	1.4	2.2	4.5	1.2	2.5	2.1	1.2	0.8
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	15.0	7.0	24.1	3.3	2.6	1.1	13.8	23.0	5.8
2021	100.0	81.7	18.3	4.1	14.9	7.2	24.4	3.4	2.5	1.1	14.0	22.5	5.8
2022	100.0	81.8	18.2	3.9	14.6	7.2	25.3	3.5	2.5	1.1	14.1	21.9	6.0
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8.0	-7.3	-11.0	-3.4	-7.5	-6.3	-14.6	-1.6	-2.0	-5.1	-8.2	-2.2	-12.0
2021	5.5	5.3	6.5	-0.1	4.6	9.1	6.8	7.4	2.8	6.9	7.5	3.2	5.9
2022	3.5	3.6	3.0	-1.6	1.1	3.2	7.4	5.7	-0.1	4.9	4.1	0.7	6.0
2022 Q2	3.7	3.9	2.9	-1.9	0.3	2.7	9.9	5.4	-0.9	5.1	3.9	-0.2	6.8
Q3	2.5	2.8	1.3	-1.1	2.0	3.3	3.2	7.3	0.3	4.9	3.8	1.2	2.4
Q4	2.2	2.3	2.1	-1.1	1.4	3.1	3.0	4.9	1.2	3.7	3.2	1.1	2.8
2023 Q1	1.9	2.1	1.1	-0.4	1.7	1.5	2.6	4.0	1.4	1.5	2.4	1.2	1.7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6.7	-5.9	-10.0	-0.9	-5.7	-6.9	-11.4	-3.6	-2.4	-5.7	-6.3	-3.2	-9.3
2021	4.0	3.6	6.1	0.0	4.9	5.6	6.3	2.5	1.7	5.8	4.4	1.1	4.9
2022	1.1	1.1	1.9	-0.9	-0.2	0.1	4.0	0.0	-0.2	1.7	1.0	-0.8	4.3
2022 Q2	0.9	0.8	1.8	-1.8	-0.9	-0.7	4.9	-0.6	-1.3	2.2	0.5	-1.7	4.9
Q3	0.7	0.9	0.2	0.0	0.6	0.2	1.3	1.1	0.6	0.8	1.2	-0.2	1.6
Q4	0.7	0.6	1.4	0.0	0.4	1.0	1.3	0.3	0.8	0.3	1.0	-0.2	1.8
2023 Q1	0.3	0.4	-0.3	0.9	0.4	0.1	0.4	-0.4	0.2	-1.0	0.3	0.0	0.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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



## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1	19.9		51.3	48.7					
2020	162.755	3.5	12.964	8.0	3.0	10.380	7.0	2.584	18.2	6.644	7.6	6.320	8.3	1.8
2021	165.047	3.4	12.787	7.8	3.2	10.303	6.9	2.484	16.9	6.517	7.4	6.270	8.1	2.4
2022	167.811	3.1	11.340	6.8	2.7	9.082	6.0	2.258	14.6	5.687	6.4	5.653	7.2	3.1
2022 Q2	167.811	3.1	11.299	6.7	2.7	9.040	5.9	2.259	14.6	5.706	6.4	5.593	7.1	3.2
Q3	167.941	3.0	11.427	6.8	2.5	9.054	5.9	2.373	15.2	5.743	6.4	5.684	7.2	3.1
Q4	168.560	3.0	11.222	6.7	2.5	8.967	5.9	2.255	14.3	5.592	6.2	5.630	7.1	3.1
2023 Q1	.	.	11.106	6.6	.	8.833	5.8	2.273	14.1	5.522	6.3	5.584	7.0	3.1
2022 Nov.	-	-	11.282	6.7	-	9.002	5.9	2.280	14.5	5.656	6.3	5.627	7.1	-
Dec.	-	-	11.278	6.7	-	9.036	5.9	2.242	14.2	5.662	6.3	5.616	7.1	-
2023 Jan.	-	-	11.249	6.6	-	9.007	5.9	2.242	14.2	5.663	6.3	5.586	7.0	-
Feb.	-	-	11.189	6.6	-	8.961	5.8	2.228	14.1	5.630	6.3	5.559	7.0	-
Mar.	-	-	11.121	6.6	-	8.907	5.8	2.214	14.0	5.613	6.2	5.508	6.9	-
Apr.	-	-	11.088	6.5	-	8.882	5.8	2.206	13.9	5.605	6.2	5.483	6.9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

### 2.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	Retail sales				Services production <sup>1)</sup>	New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings				Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.2	-4.3	-4.4	-5.3	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-9.8	-24.3
2021	8.9	9.8	9.6	11.6	8.1	1.4	5.9	5.1	0.9	7.8	9.6	8.1	-2.9
2022	2.3	3.0	-1.3	5.5	5.3	-3.4	2.4	0.7	-2.8	2.5	6.3	10.0	-4.3
2022 Q1	1.6	2.1	1.1	0.3	6.3	-1.4	6.0	5.7	-1.7	11.1	12.5	12.4	-12.3
Q2	2.0	2.6	-0.3	4.6	3.2	-1.4	2.7	1.0	-2.8	2.9	7.7	13.3	-16.2
Q3	3.4	4.0	-1.7	9.9	3.0	-1.3	0.9	-0.5	-1.6	-0.6	3.3	9.1	1.5
Q4	2.2	3.5	-4.4	7.2	8.9	-9.0	0.4	-2.6	-5.0	-1.6	3.1	6.2	15.3
2022 Nov.	3.9	5.6	-3.4	11.1	9.9	-11.3	1.3	-2.4	-4.5	-1.9	3.6	6.1	18.2
Dec.	-2.0	-1.2	-7.0	-1.5	7.0	-7.3	-0.6	-2.8	-6.5	-0.8	3.8	5.3	14.4
2023 Jan.	1.0	2.3	-5.6	8.6	3.4	-7.7	0.7	-1.8	-4.7	0.0	4.9	6.8	12.1
Feb.	2.0	2.9	-5.0	9.9	3.6	-4.1	2.1	-2.4	-4.6	-0.8	0.4	4.8	11.6
Mar.	-1.4	-0.8	-4.5	-1.6	5.3	-6.7	-1.5	-3.3	-6.4	-1.7	2.6	5.6	30.8
Apr.	0.2	0.9	-6.2	8.3	0.0	-7.4	.	-2.6	-4.4	-1.1	-1.8	.	19.4
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2022 Nov.	1.3	1.7	0.4	0.9	1.3	-1.1	0.1	0.7	-0.6	1.1	0.8	-	3.6
Dec.	-1.3	-1.9	-2.9	-0.4	-1.4	3.4	-2.2	-1.6	-1.7	-1.6	0.8	-	3.6
2023 Jan.	0.6	0.0	1.2	0.3	-1.7	-1.1	3.7	0.9	1.8	1.0	-1.6	-	-8.6
Feb.	1.4	1.2	0.8	1.8	1.2	0.8	1.7	-0.2	-0.3	0.1	-1.3	-	3.3
Mar.	-3.8	-5.8	-1.0	-15.2	-0.7	-1.4	-2.4	-0.4	-0.8	-0.9	1.1	-	-1.6
Apr.	1.0	3.7	-1.0	14.7	-2.0	1.0	.	0.0	-0.5	0.5	-2.3	-	-1.1

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

1) Excluding trade and financial services.

## 2 Economic activity

### 2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98.7	-5.2	80.6	-11.7	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2020	88.0	-13.2	74.3	-14.2	-7.0	-12.6	-15.9	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.7	9.4	81.8	-7.5	4.2	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	101.8	4.8	82.0	-21.9	5.2	-3.8	9.3	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2022 Q2	103.9	6.7	82.4	-22.7	5.4	-5.0	12.6	90.3	54.1	50.4	55.6	54.2
Q3	97.1	1.8	81.9	-27.0	2.8	-6.8	7.4	90.8	49.3	46.3	49.9	49.0
Q4	95.3	-0.9	81.2	-24.4	3.1	-4.8	4.9	90.4	47.1	45.9	49.0	48.2
2023 Q1	99.3	0.1	81.1	-19.6	1.3	-1.0	9.5	90.1	48.2	49.8	52.8	52.0
2022 Dec.	96.9	-0.8	-	-22.0	3.6	-2.8	7.4	-	47.8	47.8	49.8	49.3
2023 Jan.	99.6	0.9	81.0	-20.6	1.3	-0.9	10.2	90.2	48.8	48.9	50.8	50.3
Feb.	99.4	0.1	-	-19.0	1.6	-0.4	9.2	-	48.5	50.1	52.7	52.0
Mar.	98.9	-0.7	-	-19.1	0.9	-1.8	9.0	-	47.3	50.4	55.0	53.7
Apr.	99.0	-2.8	81.2	-17.5	0.9	-0.9	9.9	90.0	45.8	48.5	56.2	54.1
May	96.5	-5.2	-	-17.4	0.2	-5.3	7.0	-	44.8	46.4	55.1	52.8

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit rate <sup>3)</sup>	Saving rate (gross)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) <sup>1)</sup>	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13.2	93.1	2.0	2.6	3.9	6.6	4.6	47.7	24.2	74.4	2.1	7.7	1.9
2020	19.7	95.5	-0.1	4.1	-2.6	5.5	4.8	46.2	24.7	81.3	3.5	-12.2	2.4
2021	17.7	95.8	1.5	3.7	18.2	8.0	8.4	49.1	26.3	79.0	4.9	8.0	3.1
2022 Q1	16.1	95.6	0.4	3.0	18.3	6.4	9.8	49.0	26.0	77.9	4.6	15.1	3.0
Q2	14.9	95.3	0.3	2.7	16.8	4.0	10.2	49.1	24.5	76.6	4.5	-5.5	3.1
Q3	14.4	94.6	-0.3	2.7	11.1	2.6	9.2	49.3	24.0	76.6	4.4	29.8	3.2
Q4	14.0	93.1	-0.6	2.5	5.9	1.2	6.8	49.1	23.8	74.7	3.1	5.5	2.1

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 2 Economic activity

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

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q2	1,276.5	1,317.5	-41.0	717.0	747.3	306.5	270.6	212.5	215.4	40.5	84.2	116.2	11.7
Q3	1,327.7	1,420.6	-92.9	752.5	804.2	312.0	310.4	223.4	220.8	39.8	85.1	20.2	16.6
Q4	1,354.1	1,370.0	-15.8	745.8	750.6	310.4	268.0	255.7	268.9	42.3	82.5	55.8	35.5
2023 Q1	1,371.5	1,297.7	73.8	772.9	690.5	325.3	293.9	234.1	239.2	39.1	74.0	31.6	30.3
2022 Oct.	454.1	468.3	-14.2	249.8	259.4	105.0	91.0	85.2	91.1	14.2	26.8	10.0	4.8
Nov.	456.7	459.3	-2.6	254.2	251.5	104.6	89.4	83.6	90.1	14.2	28.3	7.6	4.9
Dec.	443.3	442.4	0.9	241.8	239.7	100.8	87.6	86.9	87.7	13.9	27.4	38.2	25.8
2023 Jan.	459.9	441.7	18.2	256.5	243.1	108.6	95.2	80.5	80.0	14.2	23.5	11.8	13.3
Feb.	453.1	428.6	24.5	255.8	228.0	108.3	95.4	75.7	80.5	13.2	24.7	6.6	4.2
Mar.	458.5	427.3	31.2	260.6	219.5	108.3	103.3	77.9	78.8	11.7	25.8	13.3	12.7
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Mar.	5,329.7	5,405.7	-76.0	2,988.2	2,992.5	1,254.2	1,142.9	925.7	944.3	161.6	325.9	223.8	94.1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Mar.	39.1	39.7	-0.6	21.9	22.0	9.2	8.4	6.8	6.9	1.2	2.4	1.6	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q2	20.3	45.4	715.1	359.5	126.8	217.6	575.9	812.1	511.9	112.0	164.2	520.2	108.2
Q3	20.2	47.6	730.2	366.6	134.1	218.2	588.9	854.8	529.5	116.9	168.9	532.9	108.0
Q4	14.9	20.1	738.5	363.5	140.7	222.9	604.7	795.5	479.9	113.7	169.3	515.7	97.1
2023 Q1	8.5	0.0	728.9	.	.	.	595.9	722.3	.	.	.	495.4	.
2022 Oct.	18.2	31.5	247.8	123.0	45.5	73.2	204.2	275.0	165.8	39.6	57.6	177.0	34.2
Nov.	17.3	21.0	250.3	123.1	48.4	74.6	203.8	265.1	160.2	38.7	56.4	173.5	32.4
Dec.	9.2	8.6	240.5	117.4	46.8	75.1	196.7	255.5	153.8	35.4	55.3	165.2	30.5
2023 Jan.	11.0	10.2	242.2	115.6	45.1	75.1	196.8	252.4	148.7	39.0	53.5	168.4	29.9
Feb.	7.5	1.4	243.5	116.0	45.7	75.6	199.4	243.6	142.3	37.0	54.2	167.6	24.2
Mar.	7.5	-9.9	243.3	.	.	.	199.7	226.2	.	.	.	159.4	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q2	2.2	11.5	106.7	105.9	101.9	117.3	106.1	121.7	121.8	124.6	120.7	123.2	143.6
Q3	2.7	14.8	106.4	104.7	105.7	114.5	106.2	124.0	121.6	123.5	121.2	123.0	140.3
Q4	1.5	3.5	107.2	104.0	109.3	114.7	106.9	119.7	115.8	119.7	121.4	120.5	144.7
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Sep.	6.4	14.8	108.7	106.3	107.7	117.0	109.0	123.7	120.7	125.4	121.7	123.0	140.0
Oct.	2.9	9.9	107.7	106.1	107.8	114.1	107.2	122.3	118.0	124.8	123.1	123.5	147.4
Nov.	2.6	4.2	108.3	105.0	112.6	114.0	108.1	119.6	115.7	121.5	121.0	121.3	139.9
Dec.	-1.1	-3.4	105.7	100.9	107.6	115.9	105.3	117.1	113.8	112.8	119.9	116.7	146.9
2023 Jan.	2.8	4.1	106.1	101.8	103.4	117.1	104.9	117.7	114.5	121.6	116.7	118.3	150.4
Feb.	-0.6	-0.8	106.8	101.4	104.9	119.0	106.7	116.8	113.7	116.9	117.2	118.1	141.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2										
% of total in 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
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
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2022 Q2	116.1	8.0	3.7	11.4	3.4	2.4	3.5	4.5	1.4	7.1	0.9	8.2	7.1
Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.3	4.0	2.7	1.9	4.4	1.1	9.5	7.8
Q4	120.8	10.0	5.1	14.0	4.3	2.3	3.7	2.9	1.4	4.6	1.5	10.0	9.5
2023 Q1	121.3	8.0	5.5	10.3	4.7	0.9	3.4	2.7	1.8	-6.0	1.2	8.1	7.3
2022 Dec.	120.5	9.2	5.2	12.6	4.4	-0.4	1.2	-0.6	0.6	-6.6	0.3	9.3	8.4
2023 Jan.	120.3	8.6	5.3	11.7	4.4	0.6	1.1	0.3	0.7	0.6	0.3	8.7	8.2
Feb.	121.2	8.5	5.6	11.1	4.8	0.6	1.0	3.1	0.6	-1.1	0.6	8.6	7.8
Mar.	122.3	6.9	5.7	8.1	5.1	0.3	0.9	2.3	0.2	-2.2	0.4	7.0	5.9
Apr.	123.1	7.0	5.6	8.1	5.2	0.2	0.4	-1.6	0.2	-0.8	0.6	7.0	6.4
May <sup>3)</sup>	123.2	6.1	5.3	.	5.0	-0.1	0.4	-0.3	0.2	-2.2	0.1	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communi-cation	Recreation and personal care	Miscel-laneous		
	Total	Processed food	Unpro-cessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy						Rents	20
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	
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	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2022 Q2	7.6	6.9	9.8	13.7	4.1	39.6	2.2	1.4	4.5	0.1	5.9	1.7	
Q3	10.7	10.5	11.6	14.7	5.0	39.7	2.6	1.9	4.3	-0.2	7.2	2.1	
Q4	13.5	13.4	13.7	14.2	6.2	33.9	3.0	2.1	5.6	-0.7	7.1	2.8	
2023 Q1	14.9	15.4	13.3	7.8	6.7	10.0	3.6	2.5	5.8	0.2	7.2	3.8	
2022 Dec.	13.8	14.3	12.0	12.0	6.4	25.5	3.1	2.3	5.4	-0.6	7.2	3.0	
2023 Jan.	14.1	15.0	11.3	10.4	6.7	18.9	3.4	2.3	5.4	0.2	6.5	3.7	
Feb.	15.0	15.4	13.9	8.9	6.8	13.7	3.6	2.6	6.0	0.2	7.3	3.8	
Mar.	15.5	15.7	14.7	4.3	6.6	-0.9	3.7	2.7	5.9	0.3	7.8	3.9	
Apr.	13.5	14.6	10.0	5.2	6.2	2.4	3.6	2.6	6.1	0.4	7.7	4.0	
May <sup>3)</sup>	12.5	13.4	9.6	.	5.8	-1.7	.	.	.	.	.	.	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

## 3 Prices and costs

### 3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Con- struction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.6	5.9	27.9			
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	0.9	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	3.3	1.8	32.2	5.6	8.1	0.8
2022	153.8	34.3	16.9	14.1	20.3	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	11.5	7.0	-0.1
2022 Q2	149.2	36.5	20.0	15.8	24.8	7.4	11.6	16.3	7.5	95.4	12.5	9.2	0.6
Q3	163.1	41.1	17.7	14.7	20.2	7.7	14.0	19.0	8.6	107.8	11.9	6.6	-1.2
Q4	161.9	27.2	14.5	13.1	15.4	7.6	15.3	19.9	9.3	56.1	11.6	2.9	-2.9
2023 Q1	156.2	10.9	9.0	9.8	8.7	7.2	14.1	17.3	8.6	11.6	9.6	.	.
2022 Nov.	160.8	26.9	14.4	13.1	15.2	7.6	15.4	20.1	9.3	55.5	-	-	-
Dec.	162.6	24.5	13.0	12.3	13.6	7.5	15.0	19.3	9.4	48.6	-	-	-
2023 Jan.	157.7	14.8	11.7	11.1	11.2	7.3	14.8	18.8	8.8	20.1	-	-	-
Feb.	156.5	12.7	9.8	10.3	9.4	7.4	14.6	18.2	8.7	15.9	-	-	-
Mar.	154.4	5.5	5.7	8.0	5.8	6.7	12.9	15.1	8.2	0.0	-	-	-
Apr.	149.5	1.0	3.1	5.1	1.3	6.1	10.5	11.2	7.2	-8.9	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

### 3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators							Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports <sup>1)</sup>		Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total								100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6		
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.7	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.5	2.0	2.8	2.2	1.5	3.7	5.8	7.9	59.8	.	.	37.2	.	.	37.1
2022	114.5	4.6	6.8	6.8	4.2	7.7	12.4	17.4	95.0	.	.	9.0	.	.	9.9
2022 Q2	113.7	4.5	6.9	6.3	3.6	8.3	14.7	20.6	106.1	22.5	39.7	9.2	24.2	38.2	10.8
Q3	114.9	4.5	7.4	7.5	4.6	7.5	13.4	19.4	98.3	.	.	1.5	.	.	2.3
Q4	117.4	5.8	6.9	8.5	5.6	7.6	9.7	12.4	86.6	.	.	-2.3	.	.	-3.1
2023 Q1	119.3	6.2	5.4	8.1	4.1	6.4	5.4	3.7	75.8	-9.8	-3.8	-15.1	-10.2	-4.5	-16.4
2022 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.4	0.0	6.4	-5.6	-1.3	4.0	-7.0
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.1	-4.1	1.4	-8.9	-5.2	-0.2	-10.4
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77.3	-7.4	-0.5	-13.4	-7.8	-1.4	-14.7
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.3	-16.9	-11.1	-22.1	-16.8	-10.9	-23.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.7	-18.2	-12.8	-23.1	-17.8	-12.1	-24.2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69.7	-18.0	-15.3	-20.7	-17.6	-14.4	-21.7

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

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

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

## 3 Prices and costs

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

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					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	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.1	11.5	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.4	52.9	27.2	42.5	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2022 Q2	56.4	57.2	29.1	48.9	71.7	84.0	78.0	74.8	64.4
Q3	46.1	54.2	27.5	40.8	76.5	74.3	74.9	67.1	61.8
Q4	40.2	51.6	28.9	41.7	78.1	65.8	74.3	63.7	62.0
2023 Q1	23.8	43.8	26.2	27.2	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
2022 Dec.	36.8	48.5	27.8	37.3	78.6	61.0	71.8	61.2	61.0
2023 Jan.	30.6	46.0	28.6	34.2	78.0	56.3	70.1	61.6	62.0
Feb.	22.9	43.7	26.1	25.9	78.6	50.9	71.0	58.4	61.8
Mar.	17.8	41.8	23.8	21.6	78.6	46.8	68.5	53.4	59.8
Apr.	11.6	35.4	19.9	15.5	78.3	44.0	67.2	51.6	58.7
May	6.6	30.9	18.9	12.7	77.4	41.3	64.4	49.0	59.1

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2020	110.7	3.4	4.0	1.4	2.8	4.6	1.8
2021	112.1	1.2	1.4	0.9	1.1	1.5	1.3
2022	117.1	4.5	3.7	6.8	4.8	3.7	2.9
2022 Q2	120.2	4.7	4.1	6.4	5.3	3.2	2.6
Q3	113.4	3.8	3.0	5.9	3.8	3.4	3.0
Q4	126.3	5.7	5.1	7.6	5.7	5.6	3.1
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	4.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Unit labour costs</b>												
2020	110.2	4.5	-0.9	2.0	5.0	7.7	-0.1	-0.1	1.2	3.9	6.2	16.6
2021	110.4	0.1	3.1	-2.8	4.4	-1.6	2.9	0.6	4.2	1.0	0.7	0.2
2022	113.8	3.1	3.9	2.8	5.2	1.7	3.0	4.2	4.7	3.3	3.5	-3.8
2022 Q2	112.6	2.6	4.7	3.1	4.8	1.0	1.7	4.4	4.5	2.6	3.0	-6.7
Q3	114.0	3.1	3.2	1.4	5.3	2.0	3.8	3.9	6.3	3.4	3.7	-1.8
Q4	116.3	4.5	4.7	2.3	6.8	4.3	3.6	4.9	4.1	5.1	4.7	-1.5
2023 Q1	118.9	5.8	3.9	6.3	4.7	6.6	4.7	7.4	4.9	6.4	3.9	-0.1
<b>Compensation per employee</b>												
2020	107.0	-0.4	1.7	-2.4	-1.2	-3.9	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	-1.1
2021	111.2	3.9	2.4	4.5	4.7	5.5	5.3	3.1	4.9	4.2	2.1	3.1
2022	116.0	4.3	4.6	3.5	3.7	6.0	3.2	3.6	3.5	5.0	3.6	6.3
2022 Q2	115.0	4.3	4.6	4.1	3.4	7.1	2.7	3.9	3.8	4.8	2.7	7.3
Q3	116.4	3.8	4.8	2.6	3.3	4.5	3.0	3.3	3.5	4.8	3.6	4.8
Q4	118.3	4.8	5.5	3.4	4.6	5.2	3.6	3.5	1.8	6.0	5.4	4.5
2023 Q1	120.1	5.2	6.7	5.5	4.1	6.3	4.4	4.4	3.3	6.4	4.0	5.2
<b>Labour productivity per person employed</b>												
2020	97.1	-4.7	2.7	-4.3	-5.9	-10.8	0.1	0.0	-1.4	-3.8	-3.7	-15.2
2021	100.8	3.8	-0.7	7.4	0.3	7.2	2.3	2.4	0.7	3.1	1.4	2.8
2022	101.9	1.1	0.7	0.7	-1.5	4.2	0.2	-0.6	-1.2	1.7	0.1	10.5
2022 Q2	102.1	1.6	-0.2	0.9	-1.3	6.1	1.0	-0.5	-0.7	2.1	-0.3	15.0
Q3	102.1	0.6	1.5	1.1	-1.9	2.5	-0.8	-0.6	-2.7	1.3	-0.1	6.7
Q4	101.7	0.3	0.8	1.0	-2.1	0.9	0.0	-1.3	-2.2	0.8	0.6	6.2
2023 Q1	101.1	-0.6	2.6	-0.8	-0.5	-0.2	-0.2	-2.8	-1.5	0.0	0.1	5.3
<b>Compensation per hour worked</b>												
2020	113.8	5.8	4.3	2.9	5.0	7.0	3.1	1.8	4.4	5.9	5.3	6.8
2021	114.3	0.4	0.0	-0.1	-0.4	-0.2	2.8	1.6	0.5	0.4	1.3	-0.8
2022	118.0	3.2	5.4	3.8	3.9	1.7	3.4	3.7	2.7	3.9	4.5	2.9
2022 Q2	116.6	3.4	6.4	4.9	5.3	1.6	3.8	5.0	3.1	4.1	4.5	3.4
Q3	118.2	2.9	4.8	2.0	3.0	2.6	2.3	2.3	3.0	3.1	3.8	3.9
Q4	120.5	4.2	6.5	3.0	3.3	3.7	3.6	3.0	1.3	5.1	5.7	3.3
2023 Q1	122.1	4.8	5.3	5.2	4.0	5.4	4.7	4.3	4.0	5.8	4.0	4.5
<b>Hourly labour productivity</b>												
2020	104.6	2.0	3.5	1.3	1.1	0.4	3.9	2.5	4.6	2.6	-0.6	-6.6
2021	104.5	-0.1	-0.7	2.5	-5.1	0.9	-0.2	0.7	-4.8	-1.2	0.3	-1.9
2022	104.5	0.0	1.5	1.0	-1.6	0.3	0.2	-0.4	-2.9	0.7	0.9	5.9
2022 Q2	104.4	0.7	1.6	1.9	-0.7	1.2	1.7	0.8	-2.8	1.7	1.4	9.7
Q3	104.7	-0.1	1.6	0.5	-2.1	1.2	-1.8	-1.1	-3.4	0.0	0.1	5.0
Q4	104.3	-0.4	0.8	0.7	-3.0	-0.4	-0.3	-2.1	-2.5	-0.2	0.8	4.2
2023 Q1	103.6	-0.9	1.7	-1.2	-0.6	-0.7	0.2	-3.0	-0.5	-0.3	0.1	4.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 4 Financial market developments

### 4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.36	-0.04
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2022 Nov.	1.37	1.42	1.83	2.32	2.83	3.72	-0.07
Dec.	1.57	1.72	2.06	2.56	3.02	4.05	-0.07
2023 Jan.	1.90	1.98	2.34	2.86	3.34	4.30	-0.02
Feb.	2.27	2.37	2.64	3.14	3.53	4.54	-0.02
Mar.	2.57	2.71	2.91	3.27	3.65	4.64	-0.02
Apr.	2.90	2.95	3.17	3.50	3.74	4.81	-0.02
May	3.08	3.15	3.37	3.68	3.86	5.02	-0.05

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

### 4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2022 Nov.	1.46	2.02	2.04	1.96	1.99	-0.03	-1.13	-0.04	2.23	1.91	1.99	2.01
Dec.	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023 Jan.	2.22	2.67	2.51	2.29	2.32	-0.35	-1.18	-0.12	2.65	2.15	2.24	2.41
Feb.	2.66	3.16	3.08	2.80	2.76	-0.40	-1.10	-0.26	3.28	2.77	2.63	2.77
Mar.	2.75	2.80	2.62	2.35	2.41	-0.39	-1.16	-0.52	2.67	2.25	2.27	2.58
Apr.	2.88	2.94	2.68	2.37	2.44	-0.50	-1.36	-0.60	2.74	2.20	2.30	2.65
May	3.07	3.02	2.64	2.29	2.38	-0.63	-1.55	-0.53	2.65	2.02	2.23	2.65

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.

### 4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022 Nov.	414.2	3,840.0	958.6	253.4	165.1	119.8	165.4	733.5	745.1	346.5	274.1	781.3	3,917.5	27,903.3
Dec.	418.3	3,884.7	944.2	257.4	166.8	121.0	168.9	738.0	757.3	355.1	268.3	786.9	3,912.4	27,214.7
2023 Jan.	439.8	4,092.7	963.0	276.9	167.7	123.3	182.3	780.4	807.6	358.7	277.9	808.6	3,960.7	26,606.3
Feb.	455.8	4,238.1	983.5	291.6	170.5	122.4	192.5	814.0	849.1	357.3	288.7	817.0	4,079.7	27,509.1
Mar.	448.5	4,201.7	968.8	292.2	175.7	116.6	182.1	809.6	834.4	358.9	296.7	797.0	3,968.6	27,693.2
Apr.	460.9	4,358.3	990.6	305.7	184.2	120.7	183.3	817.9	843.4	383.5	305.9	843.0	4,121.5	28,275.8
May	456.4	4,319.3	975.3	301.8	180.5	116.0	178.9	824.6	858.8	379.9	296.5	835.4	4,146.2	30,147.5

Source: Refinitiv.



## 4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation					APRC <sup>3)</sup>
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2022 May	0.00	0.45	0.20	0.64	4.80	15.85	5.88	5.58	6.20	2.48	1.52	1.87	2.02	1.74	2.06	1.78
June	0.00	0.45	0.22	0.71	4.80	15.87	5.70	5.56	6.16	2.51	1.69	2.06	2.28	1.87	2.21	1.97
July	0.01	0.46	0.30	0.88	4.84	15.86	6.18	5.75	6.36	2.81	1.84	2.27	2.54	1.99	2.36	2.15
Aug.	0.01	0.70	0.40	1.02	4.97	15.89	6.68	5.92	6.51	2.96	2.07	2.44	2.63	2.08	2.49	2.26
Sep.	0.02	0.71	0.60	1.27	5.27	15.83	6.57	5.96	6.58	3.09	2.27	2.59	2.84	2.25	2.67	2.45
Oct.	0.03	0.73	0.90	1.60	5.58	15.97	6.83	6.21	6.87	3.55	2.66	2.82	3.05	2.41	2.90	2.67
Nov.	0.05	0.75	1.19	1.81	5.81	15.98	6.43	6.55	7.13	3.96	2.93	3.04	3.30	2.55	3.11	2.89
Dec.	0.07	0.80	1.40	1.91	5.95	15.90	6.66	6.42	7.00	3.99	3.07	3.16	3.29	2.61	3.18	2.94
2023 Jan.	0.10	0.86	1.58	2.08	6.34	15.98	7.44	6.97	7.60	4.27	3.46	3.32	3.39	2.77	3.39	3.10
Feb.	0.12	1.17	1.89	2.20	6.59	16.07	7.39	7.08	7.80	4.57	3.66	3.48	3.52	2.94	3.55	3.24
Mar.	0.15	1.21	2.09	2.26	6.76	16.06	7.84	7.23	7.92	4.69	3.88	3.78	3.56	3.14	3.72	3.37
Apr. <sup>(p)</sup>	0.18	1.24	2.26	2.41	7.02	16.25	8.29	7.43	8.13	4.89	4.03	3.81	3.51	3.13	3.76	3.44

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022 May	-0.06	-0.27	0.52	1.67	1.81	2.02	2.40	1.52	1.49	1.79	1.15	1.22	1.95	1.55
June	-0.05	-0.14	1.05	1.72	1.84	2.18	2.56	1.60	1.56	1.94	1.81	1.55	2.14	1.83
July	0.00	0.04	1.20	1.78	1.90	2.44	2.78	1.69	1.86	2.14	1.40	1.77	2.11	1.79
Aug.	0.01	0.15	1.61	1.86	2.08	2.49	2.94	1.86	2.13	2.30	1.55	1.88	2.22	1.87
Sep.	0.05	0.70	1.79	2.23	2.48	2.91	3.24	2.31	2.55	2.45	2.31	2.34	2.38	2.40
Oct.	0.08	0.92	1.83	2.54	2.96	3.52	3.62	2.74	3.02	2.75	2.45	2.76	2.82	2.72
Nov.	0.15	1.49	2.34	2.90	3.33	3.76	4.01	3.12	3.37	3.06	2.88	3.30	3.29	3.10
Dec.	0.19	1.80	2.61	3.21	3.73	3.99	4.19	3.46	3.55	3.27	3.29	3.59	3.29	3.41
2023 Jan.	0.23	1.99	2.71	3.58	4.13	4.20	4.39	3.77	3.92	3.45	3.41	3.75	3.39	3.63
Feb.	0.31	2.30	2.81	3.82	4.39	4.54	4.71	4.05	4.09	3.69	3.69	3.54	3.58	3.85
Mar.	0.41	2.57	2.95	4.12	4.70	4.83	4.88	4.33	4.48	3.84	4.07	4.31	3.88	4.22
Apr. <sup>(p)</sup>	0.44	2.79	3.06	4.39	4.86	4.73	4.89	4.60	4.58	3.93	4.32	4.37	3.67	4.38

Source: ECB.

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

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

## 4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2
<b>Short-term</b>														
2020	1,489.2	429.7	127.0	52.6	96.4	836.1	722.5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,412.4	427.9	132.1	50.0	87.7	764.7	674.9	387.3	138.4	79.5	26.4	31.8	137.6	104.8
2022	1,361.7	463.0	143.5	49.9	88.3	667.0	621.7	481.7	182.3	117.8	48.0	47.8	133.9	97.2
2022 Dec.	1,361.7	463.0	143.5	49.9	88.3	667.0	621.7	428.3	162.7	137.8	61.3	43.5	84.2	71.1
2023 Jan.	1,378.9	513.0	135.2	48.5	89.5	641.2	594.2	512.1	221.6	108.2	40.3	50.2	132.1	112.5
Feb.	1,367.1	526.3	137.9	51.2	89.6	613.4	569.4	495.0	224.5	98.8	35.3	48.9	122.8	96.2
Mar.	1,414.4	533.6	135.9	50.6	90.2	654.6	603.5	583.3	239.6	122.3	38.7	53.1	168.3	131.1
Apr.	1,443.1	560.6	133.5	47.5	96.6	652.5	603.5	510.8	218.8	100.6	31.9	60.2	131.2	103.2
May	1,438.5	577.8	130.1	47.1	92.5	638.2	604.1	504.4	241.6	112.7	35.0	46.8	103.3	90.2
<b>Long-term</b>														
2020	19,289.9	4,075.4	3,104.9	1,261.8	1,549.3	10,560.4	9,773.2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19,927.5	4,182.7	3,388.2	1,343.2	1,599.1	10,757.4	9,936.5	316.6	67.6	84.3	34.2	22.9	141.8	128.3
2022	17,902.8	3,974.3	3,277.6	1,331.9	1,385.5	9,265.4	8,553.9	298.9	78.4	73.8	28.9	16.1	130.6	121.1
2022 Dec.	17,902.8	3,974.3	3,277.6	1,331.9	1,385.5	9,265.4	8,553.9	196.8	48.4	77.5	41.4	11.3	59.7	57.3
2023 Jan.	18,273.4	4,085.8	3,298.7	1,319.6	1,417.0	9,471.9	8,746.8	377.5	153.5	46.0	10.1	26.5	151.4	135.6
Feb.	18,188.3	4,082.2	3,300.9	1,323.6	1,407.0	9,398.2	8,675.3	354.3	99.1	54.0	12.8	18.2	182.9	165.8
Mar.	18,407.6	4,106.0	3,289.1	1,319.4	1,405.1	9,607.4	8,872.3	332.4	82.5	69.8	28.9	15.5	164.7	152.2
Apr.	18,405.2	4,116.8	3,287.6	1,315.8	1,408.6	9,592.2	8,872.3	311.4	73.9	74.9	22.1	16.5	146.0	140.1
May	18,571.5	4,187.1	3,345.9	1,350.4	1,418.0	9,620.5	8,903.5	363.1	98.8	95.1	52.2	27.7	141.5	133.2

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1				
<b>Outstanding amount</b>											
2020	20,779.1	4,505.1	3,231.9	1,314.3	1,645.6	11,396.5	10,495.7	8,518.5	473.6	1,318.5	6,725.5
2021	21,339.9	4,610.6	3,520.3	1,393.3	1,686.9	11,522.1	10,611.3	10,415.2	599.8	1,553.9	8,260.5
2022	19,264.5	4,437.3	3,421.1	1,381.8	1,473.8	9,932.3	9,175.6	8,780.1	524.7	1,353.6	6,901.2
2022 Dec.	19,264.5	4,437.3	3,421.1	1,381.8	1,473.8	9,932.3	9,175.6	8,780.1	524.7	1,353.6	6,901.2
2023 Jan.	19,652.4	4,598.8	3,434.0	1,368.1	1,506.4	10,113.1	9,341.0	9,528.6	595.9	1,460.2	7,471.9
Feb.	19,555.5	4,608.5	3,438.8	1,374.8	1,496.5	10,011.6	9,244.6	9,660.3	630.0	1,486.2	7,543.6
Mar.	19,822.0	4,639.6	3,425.0	1,370.1	1,495.4	10,262.0	9,475.8	9,681.3	558.5	1,439.5	7,682.8
Apr.	19,848.3	4,677.3	3,421.1	1,363.3	1,505.2	10,244.7	9,475.7	9,692.5	566.2	1,432.3	7,693.5
May	20,010.0	4,764.9	3,476.0	1,397.5	1,510.4	10,258.7	9,507.6	9,454.9	545.2	1,391.9	7,517.3
<b>Growth rate <sup>1)</sup></b>											
2022 Oct.	3.3	4.6	4.5	1.1	0.5	2.8	3.3	0.3	-1.4	2.3	0.1
Nov.	3.8	5.4	5.2	1.3	0.2	3.2	3.7	0.1	-1.5	1.8	-0.1
Dec.	3.6	4.8	4.5	-0.3	0.6	3.2	3.8	0.2	-1.8	1.6	0.0
2023 Jan.	3.9	7.1	3.7	-0.5	0.4	3.1	3.7	0.1	-2.2	1.0	0.1
Feb.	4.0	7.8	2.7	-1.1	1.1	3.3	3.9	0.2	-2.4	1.1	0.2
Mar.	3.6	7.0	2.0	-2.1	-0.4	3.4	4.0	0.1	-2.4	0.9	0.2
Apr.	4.2	8.0	1.2	-2.9	0.4	4.0	4.8	-0.1	-2.2	0.9	-0.1
May	4.3	9.1	2.1	0.0	0.2	3.6	4.5	0.0	-2.6	0.9	0.0

Source: ECB.

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

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99.7	93.6	93.4	89.5	75.9	87.7	119.5	93.9
2021	99.6	93.5	93.3	88.7	71.3	86.0	120.9	94.3
2022	95.5	90.7	93.1	83.7	66.3	81.4	116.8	90.8
2022 Q2	95.6	90.3	93.2	83.4	66.6	81.1	116.5	90.2
Q3	94.0	89.3	92.2	81.9	64.4	79.8	114.5	88.9
Q4	95.9	91.8	94.6	84.5	65.3	81.8	117.3	91.7
2023 Q1	97.4	92.6	96.4	.	.	.	120.2	93.1
2022 Dec.	97.0	92.3	95.4	-	-	-	119.2	92.6
2023 Jan.	97.3	92.5	96.3	-	-	-	119.9	92.9
Feb.	97.3	92.6	96.4	-	-	-	120.1	93.1
Mar.	97.5	92.8	96.7	-	-	-	120.5	93.3
Apr.	98.6	93.6	97.9	-	-	-	122.3	94.5
May	98.1	92.9	97.7	-	-	-	121.7	93.6
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2023 May	-0.4	-0.8	-0.2	-	-	-	-0.5	-0.9
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2023 May	2.7	2.8	4.7	-	-	-	4.6	3.9

Source: ECB.

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

### 4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	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
2020	7.875	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2022 Q2	7.043	24.644	7.440	385.826	138.212	4.648	0.848	4.9449	10.479	1.027	1.065
Q3	6.898	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007
Q4	7.258	24.389	7.438	410.825	144.238	4.727	0.870	4.9208	10.938	0.983	1.021
2023 Q1	7.342	23.785	7.443	388.712	141.981	4.708	0.883	4.9202	11.203	0.992	1.073
2022 Dec.	7.386	24.269	7.438	407.681	142.822	4.683	0.870	4.9224	10.986	0.986	1.059
2023 Jan.	7.317	23.958	7.438	396.032	140.544	4.697	0.882	4.9242	11.205	0.996	1.077
Feb.	7.324	23.712	7.445	384.914	142.377	4.742	0.886	4.9087	11.172	0.990	1.072
Mar.	7.381	23.683	7.446	385.013	143.010	4.689	0.882	4.9263	11.228	0.991	1.071
Apr.	7.556	23.437	7.452	375.336	146.511	4.632	0.881	4.9365	11.337	0.985	1.097
May	7.595	23.595	7.449	372.371	148.925	4.534	0.870	4.9477	11.370	0.975	1.087
	<i>Percentage change versus previous month</i>										
2023 May	0.5	0.7	0.0	-0.8	1.6	-2.1	-1.2	0.2	0.3	-1.0	-0.9
	<i>Percentage change versus previous year</i>										
2023 May	7.2	-4.7	0.1	-3.1	9.3	-2.5	2.4	0.0	8.3	-5.8	2.7

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q1	34,374.4	34,199.6	174.9	11,998.6	9,931.6	12,335.5	13,992.7	-56.4	6,850.8	8,131.4	1,102.0	16,351.9
Q2	34,621.2	34,203.6	417.6	12,364.3	10,175.0	11,510.6	13,097.5	-18.1	7,032.8	8,320.5	1,120.9	16,445.2
Q3	35,380.7	34,905.8	474.9	12,679.9	10,483.3	11,188.1	12,779.6	-6.0	7,144.4	8,402.9	1,134.3	16,561.5
Q4	33,589.3	33,324.0	265.3	12,067.9	9,891.1	11,100.5	12,722.1	20.6	6,580.7	8,003.8	1,112.6	15,755.2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2022 Q4	250.7	248.7	2.0	90.1	73.8	82.8	94.9	0.2	49.1	59.7	8.3	117.6
<i>Transactions</i>												
2022 Q2	-32.9	-62.0	29.0	64.0	-47.2	-126.8	-86.5	28.8	-1.2	71.7	2.3	-
Q3	2.4	55.2	-52.8	68.0	86.7	-184.0	-8.3	43.9	67.1	-23.3	7.4	-
Q4	-639.0	-686.4	47.3	-377.9	-398.7	93.6	108.4	-8.3	-355.4	-396.1	9.1	-
2023 Q1	436.4	350.6	85.8	66.8	31.1	36.5	148.0	26.8	324.8	171.6	-18.5	-
2022 Oct.	-30.2	-47.0	16.8	-122.5	-120.9	1.4	21.2	0.8	86.2	52.7	3.9	-
Nov.	-32.8	-3.0	-29.8	7.4	4.5	39.3	93.5	0.0	-80.0	-101.0	0.5	-
Dec.	-576.1	-636.4	60.3	-262.8	-282.3	52.9	-6.3	-9.1	-361.6	-347.8	4.6	-
2023 Jan.	231.5	218.6	12.9	-2.1	16.0	50.6	40.4	9.8	181.8	162.1	-8.6	-
Feb.	75.9	79.0	-3.2	43.5	6.8	7.7	48.0	11.0	25.0	24.3	-11.4	-
Mar.	129.1	53.0	76.1	25.4	8.3	-21.8	59.5	6.0	117.9	-14.8	1.6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Mar.	-233.1	-342.6	109.5	-179.1	-328.1	-180.7	161.7	91.2	35.2	-176.1	0.3	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Mar.	-1.7	-2.5	0.8	-1.3	-2.4	-1.3	1.2	0.7	0.3	-1.3	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	1,363.7	8,876.3	10,240.0	1,026.7	2,449.4	3,476.1	13,716.1	101.8	627.0	4.4	733.1	14,449.2
2021	1,469.7	9,784.0	11,253.8	916.1	2,506.4	3,422.5	14,676.2	118.0	647.2	21.5	786.7	15,462.9
2022	1,538.5	9,780.9	11,319.4	1,377.8	2,566.6	3,944.4	15,263.7	123.3	649.9	46.9	820.2	16,083.9
2022 Q2	1,528.0	10,051.8	11,579.7	972.9	2,530.6	3,503.5	15,083.2	115.9	609.1	64.6	789.7	15,872.9
Q3	1,538.2	10,177.5	11,715.7	1,175.8	2,552.7	3,728.4	15,444.1	120.4	598.0	48.8	767.3	16,211.4
Q4	1,538.5	9,780.9	11,319.4	1,377.8	2,566.6	3,944.4	15,263.7	123.3	649.9	46.9	820.2	16,083.9
2023 Q1	1,544.1	9,447.6	10,991.6	1,644.4	2,549.7	4,194.1	15,185.8	103.2	681.3	94.6	879.1	16,064.8
2022 Nov.	1,541.3	9,908.0	11,449.2	1,328.0	2,551.5	3,879.4	15,328.7	138.8	638.8	38.3	815.9	16,144.6
Dec.	1,538.5	9,780.9	11,319.4	1,377.8	2,566.6	3,944.4	15,263.7	123.3	649.9	46.9	820.2	16,083.9
2023 Jan.	1,540.7	9,729.3	11,270.0	1,458.2	2,560.6	4,018.8	15,288.8	133.8	634.5	49.8	818.2	16,107.0
Feb.	1,539.6	9,593.3	11,132.9	1,544.7	2,557.5	4,102.2	15,235.2	124.2	651.9	80.8	856.9	16,092.1
Mar.	1,544.1	9,447.6	10,991.6	1,644.4	2,549.7	4,194.1	15,185.8	103.2	681.3	94.6	879.1	16,064.8
Apr. <sup>(p)</sup>	1,536.8	9,375.5	10,912.3	1,704.6	2,537.5	4,242.0	15,154.3	105.8	687.4	84.9	878.2	16,032.4
Transactions												
2020	139.2	1,243.9	1,383.2	-33.8	86.3	52.5	1,435.7	19.6	111.0	1.2	131.7	1,567.4
2021	107.4	898.7	1,006.0	-121.6	66.7	-55.0	951.1	12.1	20.9	14.4	47.3	998.4
2022	68.8	-1.5	67.3	427.3	56.7	484.1	551.3	3.7	3.0	77.9	84.7	636.0
2022 Q2	7.6	111.4	118.9	30.6	10.5	41.1	160.0	-8.6	18.0	16.9	26.3	186.4
Q3	10.2	117.9	128.1	160.5	21.8	182.3	310.4	2.7	-11.0	38.7	30.3	340.7
Q4	0.3	-360.9	-360.6	212.5	13.9	226.4	-134.2	4.8	52.0	-0.8	55.9	-78.3
2023 Q1	4.3	-377.3	-373.1	261.1	-11.8	249.3	-123.8	-20.6	31.2	49.5	60.1	-63.7
2022 Nov.	-0.1	-99.5	-99.6	79.0	-4.6	74.4	-25.1	14.6	16.2	16.8	47.6	22.5
Dec.	-2.8	-110.7	-113.5	53.1	15.3	68.4	-45.1	-14.8	11.1	10.6	6.9	-38.2
2023 Jan.	0.9	-99.5	-98.6	74.9	-0.9	74.0	-24.6	9.9	-15.5	4.5	-1.1	-25.8
Feb.	-1.1	-138.6	-139.7	84.2	-3.2	81.0	-58.7	-10.1	17.4	28.7	36.1	-22.6
Mar.	4.4	-139.1	-134.7	102.0	-7.7	94.3	-40.4	-20.4	29.2	16.3	25.1	-15.3
Apr. <sup>(p)</sup>	-7.3	-67.5	-74.8	59.0	-12.2	46.8	-28.0	2.8	6.2	-8.1	0.9	-27.2
Growth rates												
2020	11.4	16.2	15.5	-3.2	3.7	1.5	11.6	24.4	21.3	-	21.8	12.1
2021	7.9	10.1	9.8	-11.8	2.7	-1.6	6.9	12.0	3.3	371.3	6.5	6.9
2022	4.7	0.0	0.6	45.7	2.3	14.0	3.8	3.0	0.5	526.6	11.4	4.1
2022 Q2	7.8	7.2	7.3	2.5	1.8	2.0	6.0	-2.6	-1.2	115.6	2.9	5.8
Q3	6.5	5.5	5.7	23.6	2.3	8.0	6.2	-4.5	-1.3	331.2	7.4	6.3
Q4	4.7	0.0	0.6	45.7	2.3	14.0	3.8	3.0	0.5	526.6	11.4	4.1
2023 Q1	1.5	-5.1	-4.2	68.8	1.4	20.0	1.4	-17.5	15.3	527.9	23.9	2.5
2022 Nov.	5.4	2.0	2.4	38.6	1.9	12.0	4.7	8.2	-1.0	239.8	8.3	4.8
Dec.	4.7	0.0	0.6	45.7	2.3	14.0	3.8	3.0	0.5	526.6	11.4	4.1
2023 Jan.	3.8	-1.5	-0.8	49.6	2.1	15.2	2.9	2.6	5.7	245.3	13.4	3.4
Feb.	2.9	-3.5	-2.7	59.1	1.7	17.5	2.0	-6.1	11.6	459.9	21.0	2.9
Mar.	1.5	-5.1	-4.2	68.8	1.4	20.0	1.4	-17.5	15.3	527.9	23.9	2.5
Apr. <sup>(p)</sup>	1.0	-6.1	-5.2	73.5	0.8	21.1	0.9	-10.0	14.9	344.6	21.9	1.9

Source: ECB.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

### 5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
2020	2,966.0	2,514.2	308.2	140.2	3.3	7,665.2	4,967.3	437.0	2,260.1	0.9	1,090.4	235.3	497.3
2021	3,231.5	2,807.0	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,228.4	227.8	546.3
2022	3,362.6	2,725.6	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.2	442.8	2,393.3	0.9	1,298.7	235.0	560.0
2022 Q2	3,312.2	2,866.1	304.4	131.0	10.8	8,255.4	5,540.2	354.0	2,360.5	0.7	1,301.9	231.3	570.3
Q3	3,368.1	2,837.4	388.3	133.7	8.8	8,372.0	5,620.1	370.0	2,380.9	1.0	1,490.5	243.9	551.9
Q4	3,362.6	2,725.6	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.2	442.8	2,393.3	0.9	1,298.7	235.0	560.0
2023 Q1	3,342.8	2,600.9	600.8	132.6	8.4	8,391.0	5,443.3	568.3	2,378.6	0.9	1,202.8	231.7	576.6
2022 Nov.	3,393.4	2,764.9	488.3	132.1	8.1	8,379.1	5,582.2	413.4	2,382.5	1.0	1,345.6	250.5	557.7
Dec.	3,362.6	2,725.6	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.2	442.8	2,393.3	0.9	1,298.7	235.0	560.0
2023 Jan.	3,375.9	2,697.2	536.6	134.6	7.4	8,439.1	5,563.9	485.3	2,389.1	0.8	1,271.1	237.0	558.9
Feb.	3,380.1	2,663.2	573.2	134.5	9.2	8,419.4	5,511.0	521.9	2,385.8	0.7	1,223.4	225.0	571.9
Mar.	3,342.8	2,600.9	600.8	132.6	8.4	8,391.0	5,443.3	568.3	2,378.6	0.9	1,202.8	231.7	576.6
Apr. (p)	3,337.1	2,572.1	623.2	131.6	10.1	8,376.6	5,398.8	608.0	2,368.9	0.9	1,222.2	227.0	560.5
<b>Transactions</b>													
2020	510.9	465.4	55.3	-6.8	-3.0	612.8	561.7	-53.8	105.0	0.0	138.6	20.6	33.1
2021	251.7	276.8	-21.4	-6.9	3.3	424.5	412.7	-65.1	77.0	-0.2	142.4	-9.5	46.6
2022	120.2	-90.0	205.6	5.9	-1.4	298.3	169.2	74.1	54.9	0.1	45.5	7.6	14.7
2022 Q2	15.3	1.8	12.5	0.8	0.2	62.8	57.8	-4.8	10.1	-0.3	49.8	-0.6	16.5
Q3	46.4	-34.3	80.4	2.7	-2.3	113.2	77.4	15.2	20.3	0.3	150.3	11.4	-18.5
Q4	11.6	-100.4	113.0	1.6	-2.6	24.9	-61.4	74.3	12.1	-0.1	-167.3	-7.4	8.4
2023 Q1	-29.1	-135.3	104.6	-1.0	2.6	-34.7	-145.2	120.0	-9.7	0.1	-95.5	-2.1	12.7
2022 Nov.	8.3	-35.1	44.4	0.1	-1.1	-4.0	-30.2	29.2	-3.0	0.0	-11.7	-3.9	0.7
Dec.	-24.8	-35.2	9.4	3.1	-2.1	14.5	-26.0	29.9	10.8	-0.2	-34.3	-14.9	2.4
2023 Jan.	0.6	-40.9	40.5	-0.6	1.6	13.1	-25.0	37.3	0.9	-0.1	-28.0	1.0	-2.4
Feb.	1.4	-35.6	35.4	-0.1	1.7	-20.5	-53.2	36.2	-3.3	-0.1	-51.1	-10.2	12.6
Mar.	-31.0	-58.8	28.7	-0.2	-0.7	-27.4	-66.9	46.6	-7.2	0.2	-16.4	7.1	2.5
Apr. (p)	-3.8	-27.7	23.0	-0.9	1.8	-13.9	-44.1	40.0	-9.7	-0.1	22.8	-4.4	-18.6
<b>Growth rates</b>													
2020	20.6	22.5	21.5	-4.5	-46.6	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	13.9	9.5	7.1
2021	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	13.0	-4.0	9.4
2022	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	3.9	3.4	2.7
2022 Q2	6.1	6.8	2.5	-1.2	22.5	4.1	6.2	-12.5	2.3	-15.0	12.0	2.7	16.0
Q3	5.9	3.2	34.0	1.8	-15.2	4.3	5.6	-4.2	2.6	55.7	18.1	7.2	6.5
Q4	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	3.9	3.4	2.7
2023 Q1	1.3	-9.4	106.0	3.1	-19.3	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.7	-4.7	0.6	3.5
2022 Nov.	5.4	-0.8	66.9	1.7	-2.8	3.8	4.0	10.4	2.2	7.9	6.4	8.7	6.9
Dec.	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	3.9	3.4	2.7
2023 Jan.	3.2	-4.9	82.0	3.9	-28.1	3.3	1.9	31.7	2.2	-3.1	-0.5	-0.1	3.4
Feb.	2.6	-7.0	98.1	4.1	-20.6	2.6	0.4	42.9	1.8	-25.6	-5.1	-2.9	4.7
Mar.	1.3	-9.4	106.0	3.1	-19.3	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.7	-4.7	0.6	3.5
Apr. (p)	1.2	-10.1	108.2	2.6	7.8	1.6	-2.4	68.6	0.9	-7.0	-4.1	1.0	-1.4

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
												Adjusted loans <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	5,906.9	998.1	4,896.9	14,323.0	11,911.0	12,289.7	4,706.6	6,132.9	904.7	166.8	1,547.5	864.5
2021	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.7	12,332.1	12,716.3	4,861.3	6,373.6	937.6	159.7	1,582.4	888.1
2022	6,374.0	1,007.3	5,341.6	15,387.9	12,981.7	13,155.0	5,127.0	6,633.3	1,074.9	146.5	1,569.9	836.3
2022 Q2	6,503.0	1,000.6	5,478.2	15,182.4	12,790.2	12,928.3	5,020.2	6,553.3	1,053.1	163.6	1,561.3	830.9
Q3	6,359.6	1,002.3	5,333.0	15,421.7	13,051.1	13,186.1	5,165.6	6,613.7	1,110.6	161.2	1,546.0	824.6
Q4	6,374.0	1,007.3	5,341.6	15,387.9	12,981.7	13,155.0	5,127.0	6,633.3	1,074.9	146.5	1,569.9	836.3
2023 Q1	6,358.3	995.7	5,337.6	15,415.4	13,014.0	13,180.2	5,131.2	6,665.9	1,078.3	138.5	1,552.0	849.5
2022 Nov.	6,423.3	994.6	5,403.7	15,441.4	13,043.0	13,193.2	5,162.9	6,632.2	1,098.1	149.7	1,561.1	837.4
Dec.	6,374.0	1,007.3	5,341.6	15,387.9	12,981.7	13,155.0	5,127.0	6,633.3	1,074.9	146.5	1,569.9	836.3
2023 Jan.	6,379.3	996.3	5,358.1	15,422.7	13,028.2	13,200.3	5,141.3	6,655.4	1,084.4	147.0	1,557.9	836.6
Feb.	6,347.5	997.3	5,325.3	15,417.3	13,023.1	13,190.5	5,140.1	6,660.0	1,074.4	148.6	1,548.5	845.7
Mar.	6,358.3	995.7	5,337.6	15,415.4	13,014.0	13,180.2	5,131.2	6,665.9	1,078.3	138.5	1,552.0	849.5
Apr. <sup>(p)</sup>	6,316.0	981.7	5,309.2	15,433.0	13,007.6	13,182.1	5,124.2	6,666.7	1,072.1	144.6	1,565.0	860.4
Transactions												
2020	1,040.0	13.5	1,026.4	733.6	534.7	555.5	287.6	209.3	20.7	17.1	170.7	28.2
2021	665.6	-0.4	675.6	561.9	473.9	507.3	175.9	261.8	46.4	-10.2	78.9	9.2
2022	177.1	9.9	166.4	634.5	623.2	678.1	268.5	242.3	125.4	-13.0	17.8	-6.5
2022 Q2	68.6	-0.9	69.5	211.5	230.2	238.7	100.7	84.5	34.8	10.3	-13.9	-4.8
Q3	-36.6	2.1	-38.9	222.7	232.6	236.8	139.1	58.7	38.0	-3.2	-9.4	-0.5
Q4	44.4	4.1	39.7	3.4	-31.7	10.0	-17.4	27.4	-27.5	-14.2	22.6	12.5
2023 Q1	-80.3	-19.8	-60.3	-5.8	7.0	3.7	-2.6	14.1	3.4	-7.8	-20.8	7.9
2022 Nov.	7.7	-2.0	9.0	38.4	17.0	32.8	-18.0	13.0	31.5	-9.5	19.5	1.9
Dec.	25.3	12.1	13.3	-30.1	-45.4	-20.9	-25.1	4.2	-21.4	-3.1	12.8	2.5
2023 Jan.	-57.5	-17.7	-39.7	-3.5	12.9	7.8	1.6	1.5	9.3	0.6	-15.2	-1.2
Feb.	2.2	1.1	1.1	-9.0	-7.8	-8.1	-2.3	4.4	-11.6	1.6	-8.3	7.1
Mar.	-24.9	-3.2	-21.7	6.7	2.0	4.1	-1.9	8.2	5.7	-10.0	2.7	2.0
Apr. <sup>(p)</sup>	-37.6	-13.9	-23.8	19.7	-3.0	6.9	-4.6	2.0	-6.5	6.2	12.7	10.0
Growth rates												
2020	22.1	1.4	27.8	5.3	4.7	4.7	6.4	3.5	2.3	10.2	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.7	4.3	5.1	-4.6	5.2	1.1
2022	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2022 Q2	8.4	-0.2	10.1	5.2	5.9	6.3	5.9	4.6	13.8	7.8	5.0	-2.7
Q3	5.0	0.5	5.8	5.8	6.7	7.1	8.0	4.4	14.9	10.0	3.4	-3.0
Q4	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2023 Q1	-0.1	-1.4	0.2	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	4.8	-9.8	-1.4	1.9
2022 Nov.	3.7	0.4	4.3	5.1	5.8	6.3	7.2	4.0	12.4	-6.4	2.8	-0.9
Dec.	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6
2023 Jan.	1.4	-0.6	1.8	3.8	4.4	4.9	5.3	3.4	9.7	-12.6	1.0	-0.7
Feb.	0.7	-0.8	1.0	3.3	3.9	4.3	5.0	3.2	6.2	-11.0	0.3	0.6
Mar.	-0.1	-1.4	0.2	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	4.8	-9.8	-1.4	1.9
Apr. <sup>(p)</sup>	-0.9	-2.9	-0.5	2.5	3.0	3.3	3.8	2.6	3.5	-9.5	-1.2	3.6

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 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2				
<b>Outstanding amounts</b>										
2020	4,706.6	4,828.7	893.8	1,009.1	2,803.6	6,132.9	6,402.6	700.7	4,725.1	707.1
2021	4,861.3	4,993.1	885.3	1,005.5	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	703.9
2022	5,127.0	5,119.1	963.3	1,079.4	3,084.3	6,633.3	6,828.5	717.6	5,214.9	700.7
2022 Q2	5,020.2	4,995.6	949.8	1,028.1	3,042.2	6,553.3	6,742.9	709.0	5,139.2	705.1
Q3	5,165.6	5,136.5	1,008.0	1,068.1	3,089.5	6,613.7	6,802.4	714.0	5,195.4	704.2
Q4	5,127.0	5,119.1	963.3	1,079.4	3,084.3	6,633.3	6,828.5	717.6	5,214.9	700.7
2023 Q1	5,131.2	5,127.3	940.2	1,093.0	3,098.1	6,665.9	6,867.2	723.6	5,236.0	706.3
2022 Nov.	5,162.9	5,142.9	993.0	1,071.2	3,098.7	6,632.2	6,826.4	716.9	5,211.3	704.0
Dec.	5,127.0	5,119.1	963.3	1,079.4	3,084.3	6,633.3	6,828.5	717.6	5,214.9	700.7
2023 Jan.	5,141.3	5,135.0	955.0	1,086.3	3,100.0	6,655.4	6,860.0	720.1	5,223.1	712.3
Feb.	5,140.1	5,132.1	945.3	1,092.0	3,102.9	6,660.0	6,864.1	721.7	5,228.3	710.0
Mar.	5,131.2	5,127.3	940.2	1,093.0	3,098.1	6,665.9	6,867.2	723.6	5,236.0	706.3
Apr. <sup>(p)</sup>	5,124.2	5,122.5	929.9	1,094.2	3,100.1	6,666.7	6,866.6	725.2	5,237.4	704.2
<b>Transactions</b>										
2020	287.6	324.9	-53.5	138.5	202.6	209.3	193.7	-11.6	210.8	10.2
2021	175.9	208.0	-1.4	2.4	174.9	261.8	267.2	10.7	255.0	-3.9
2022	268.5	306.7	78.5	77.6	112.5	242.3	249.4	22.7	218.5	1.1
2022 Q2	100.7	106.5	40.5	22.4	37.7	84.5	74.0	7.4	75.9	1.2
Q3	139.1	139.4	55.4	39.9	43.8	58.7	59.4	4.9	55.6	-1.8
Q4	-17.4	6.2	-38.2	18.2	2.6	27.4	36.0	5.2	22.0	0.2
2023 Q1	-2.6	3.5	-20.8	10.8	7.3	14.1	22.0	4.2	14.7	-4.9
2022 Nov.	-18.0	-5.8	-12.8	-2.6	-2.6	13.0	18.0	2.2	9.0	1.8
Dec.	-25.1	-12.3	-24.9	10.2	-10.3	4.2	6.2	1.5	4.7	-1.9
2023 Jan.	1.6	-0.5	-7.9	3.0	6.4	1.5	10.3	0.0	2.1	-0.7
Feb.	-2.3	-1.8	-10.4	5.6	2.5	4.4	6.3	1.6	5.1	-2.2
Mar.	-1.9	5.8	-2.5	2.2	-1.6	8.2	5.3	2.6	7.5	-2.0
Apr. <sup>(p)</sup>	-4.6	-1.8	-9.2	2.1	2.5	2.0	1.8	2.1	1.7	-1.9
<b>Growth rates</b>										
2020	6.4	7.1	-5.6	15.9	7.7	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.7	4.3	-0.1	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2022 Q2	5.9	6.9	14.1	5.9	3.6	4.6	4.6	3.4	5.4	0.0
Q3	8.0	8.9	19.7	9.8	4.0	4.4	4.4	3.5	5.1	-0.1
Q4	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2023 Q1	4.5	5.2	4.1	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
2022 Nov.	7.2	8.3	14.1	9.8	4.4	4.0	4.1	3.0	4.6	0.3
Dec.	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2023 Jan.	5.3	6.1	7.5	8.6	3.6	3.4	3.6	3.1	3.9	0.1
Feb.	5.0	5.7	5.1	9.2	3.5	3.2	3.2	2.8	3.7	-0.3
Mar.	4.5	5.2	4.1	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
Apr. <sup>(p)</sup>	3.8	4.6	1.6	8.5	2.8	2.6	2.5	3.1	3.0	-1.0

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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



## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2020	723.2	6,955.9	1,913.6	42.2	1,990.8	3,009.2	1,441.4	457.1	136.7	141.1
2021	762.6	6,886.1	1,837.3	37.1	1,997.2	3,014.4	1,372.0	394.3	128.5	136.8
2022	683.4	6,737.0	1,780.8	31.0	2,119.3	2,805.9	1,334.1	408.3	137.8	147.6
2022 Q2	757.5	6,789.1	1,843.9	30.6	2,008.5	2,906.0	1,313.6	420.6	166.5	157.3
Q3	642.5	6,764.5	1,801.9	30.6	2,096.5	2,835.6	1,318.8	518.2	148.0	146.7
Q4	683.4	6,737.0	1,780.8	31.0	2,119.3	2,805.9	1,334.1	408.3	137.8	147.6
2023 Q1	580.0	6,895.2	1,792.7	35.0	2,171.1	2,896.5	1,436.0	330.4	152.1	165.8
2022 Nov.	692.2	6,777.9	1,788.3	30.9	2,109.6	2,849.2	1,316.0	434.1	161.2	170.6
Dec.	683.4	6,737.0	1,780.8	31.0	2,119.3	2,805.9	1,334.1	408.3	137.8	147.6
2023 Jan.	564.5	6,842.3	1,784.4	32.5	2,158.3	2,867.1	1,350.7	361.0	155.5	157.0
Feb.	553.6	6,818.9	1,785.7	33.8	2,177.0	2,822.3	1,336.3	363.4	154.6	159.6
Mar.	580.0	6,895.2	1,792.7	35.0	2,171.1	2,896.5	1,436.0	330.4	152.1	165.8
Apr. <sup>(p)</sup>	586.5	6,902.4	1,807.4	35.9	2,163.7	2,895.5	1,436.0	336.3	153.3	161.9
<b>Transactions</b>										
2020	299.6	-35.8	-15.1	-8.0	-101.1	88.3	-59.7	117.3	-43.6	-47.5
2021	40.0	-37.2	-75.1	-5.0	-39.7	82.5	-116.4	-110.0	-8.3	-4.3
2022	-76.0	31.9	-89.8	-5.2	14.7	112.2	-65.9	-153.8	10.5	17.9
2022 Q2	17.2	12.5	-8.0	-4.2	-16.0	40.7	-61.1	-3.0	7.2	-7.1
Q3	-115.0	-10.0	-47.1	0.0	-2.2	39.4	-26.3	55.9	-18.6	-10.6
Q4	40.8	64.5	-15.2	0.3	57.9	21.5	52.2	-72.9	-10.2	1.0
2023 Q1	-110.1	85.1	8.3	4.0	63.8	8.9	72.7	-75.3	15.0	18.9
2022 Nov.	15.4	39.0	2.0	0.1	33.2	3.7	18.9	11.9	16.9	14.5
Dec.	-8.5	35.4	-5.4	0.1	12.1	28.6	24.7	-31.1	-23.4	-22.9
2023 Jan.	-125.1	45.6	0.2	1.6	48.4	-4.5	1.8	-46.0	17.7	9.4
Feb.	-11.2	16.8	0.2	1.3	6.2	9.1	8.3	-18.5	-0.2	3.0
Mar.	26.2	22.7	8.0	1.1	9.2	4.3	62.6	-10.8	-2.5	6.5
Apr. <sup>(p)</sup>	6.4	18.4	15.4	0.9	-0.9	3.1	16.1	-0.6	1.2	-4.0
<b>Growth rates</b>										
2020	84.6	-0.5	-0.8	-15.8	-4.7	3.0	-	-	-24.2	-25.2
2021	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-6.0	-3.0
2022	-10.0	0.5	-4.8	-14.3	0.6	3.9	-	-	7.9	12.7
2022 Q2	12.2	-0.3	-3.0	-21.5	-1.5	2.7	-	-	26.0	21.7
Q3	-7.4	-0.4	-4.8	-18.6	-2.0	3.7	-	-	4.4	4.2
Q4	-10.0	0.5	-4.8	-14.3	0.6	3.9	-	-	7.9	12.7
2023 Q1	-22.6	2.3	-3.3	0.6	4.9	3.8	-	-	-4.2	1.3
2022 Nov.	-2.8	-0.1	-4.4	-15.8	-0.7	3.2	-	-	11.3	18.5
Dec.	-10.0	0.5	-4.8	-14.3	0.6	3.9	-	-	7.9	12.7
2023 Jan.	-23.0	1.2	-4.4	-9.0	2.9	3.6	-	-	-7.2	-1.8
Feb.	-25.2	1.8	-3.8	-4.4	3.5	4.0	-	-	-7.6	0.2
Mar.	-22.6	2.3	-3.3	0.6	4.9	3.8	-	-	-4.2	1.3
Apr. <sup>(p)</sup>	-23.9	2.3	-2.3	4.0	4.8	3.2	-	-	-16.0	-5.3

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.6
2021	-5.3	-5.3	-0.1	0.0	0.0	-3.9
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2022 Q1	-4.2	.	.	.	.	-2.8
Q2	-3.2	.	.	.	.	-1.6
Q3	-3.2	.	.	.	.	-1.7
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9

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

Note: Euro area data include Croatia.

### 6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure		
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	46.3	45.8	12.9	13.1	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.6
2021	47.3	46.5	13.2	13.2	15.2	0.8	52.6	47.5	10.3	6.0	1.5	24.1	5.1
2022	47.1	46.4	13.6	13.0	14.9	0.8	50.8	45.7	9.9	5.9	1.7	22.9	5.1
2022 Q1	47.2	46.5	13.3	13.2	15.1	0.8	51.5	46.5	10.1	5.9	1.5	23.7	5.0
Q2	47.4	46.6	13.5	13.2	15.0	0.8	50.6	45.7	10.0	5.9	1.5	23.3	4.9
Q3	47.4	46.7	13.7	13.2	15.0	0.7	50.6	45.6	9.9	5.9	1.6	23.1	5.0
Q4	47.1	46.4	13.6	13.0	14.9	0.8	50.8	45.7	9.9	5.9	1.7	23.0	5.1

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

Note: Euro area data include Croatia.

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84.0	3.0	13.2	67.8	45.7	30.9	38.3	7.8	76.3	15.6	27.8	40.7	82.7	1.3
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.6	39.2	42.5	11.1	86.0	18.9	30.9	47.4	95.5	1.7
2021	95.4	3.0	13.9	78.5	55.6	41.7	39.8	9.9	85.5	17.6	30.3	47.5	94.0	1.4
2022	91.5	2.7	13.3	75.5	53.8	40.8	37.7	8.7	82.8	16.4	29.0	46.0	90.5	0.9
2022 Q1	95.2	2.9	13.6	78.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94.2	2.9	13.6	77.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92.9	2.9	13.6	76.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91.5	2.7	13.3	75.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

Note: Euro area data include Croatia.

## 6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	-1.2	0.9
2020	13.1	5.6	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.3	9.5
2021	-1.7	3.9	-0.3	0.7	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.8	-5.3	5.1
2022	-4.0	2.0	-0.3	-0.3	-0.6	0.1	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.6	2.8
2022 Q1	-4.5	2.8	0.1	0.8	0.5	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.6	-7.4	4.4
Q2	-3.8	1.6	0.5	1.0	0.8	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.6	-6.0	3.6
Q3	-4.5	1.7	-0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	-0.5	-5.9	2.8
Q4	-4.0	1.9	-0.3	-0.3	-0.6	0.1	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.6	2.8

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

Note: Euro area data include Croatia.

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

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

### 6.5 Government debt securities <sup>1)</sup>

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
												1	2
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	2.0	1.2	-0.1	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.2	12.0	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2022 Q1	13.5	12.4	4.6	1.2	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.8	-0.1	0.4
Q2	13.6	12.3	4.4	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4
Q3	13.0	11.8	3.7	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
Q4	13.2	12.0	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2022 Nov.	13.4	12.1	3.6	1.3	0.3	8.1	1.6	1.2	0.3	1.9	1.9	1.0	0.5
Dec.	13.2	12.0	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2023 Jan.	13.2	11.9	4.3	1.3	0.3	8.0	1.7	1.2	0.6	1.9	1.9	1.4	0.6
Feb.	13.3	12.0	4.6	1.2	0.3	8.1	1.7	1.2	0.8	1.9	2.1	1.7	0.7
Mar.	13.6	12.4	4.3	1.2	0.3	8.1	1.8	1.3	1.0	1.9	2.0	2.1	0.7
Apr.	13.4	12.1	3.9	1.3	0.3	8.1	1.8	1.3	1.1	1.9	2.0	2.3	0.9

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	1.3
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.7	-10.1	-9.0	-7.3	-9.7	-5.8
2021	-5.5	-3.7	-2.4	-1.6	-7.1	-6.9	-6.5	-2.5	-9.0	-2.0
2022	-3.9	-2.6	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
2022 Q1	-4.7	-2.8	-1.8	-0.2	-5.1	-5.5	-5.2	-1.7	-8.3	-0.3
Q2	-4.0	-1.7	-0.5	0.6	-2.8	-4.9	-4.1	-0.3	-7.4	0.9
Q3	-3.7	-2.2	-0.3	1.6	-3.1	-4.1	-4.2	0.5	-7.8	2.6
Q4	-3.9	-2.6	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
Government debt										
2019	97.6	59.6	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	71.0	134.1	90.8
2020	112.0	68.7	18.5	58.4	206.3	120.4	114.6	87.0	154.9	113.8
2021	109.1	69.3	17.6	55.4	194.6	118.3	112.9	78.4	149.9	101.2
2022	105.1	66.3	18.4	44.7	171.3	113.2	111.6	68.4	144.4	86.5
2022 Q1	109.0	67.9	17.2	53.1	189.4	117.4	114.6	76.0	151.4	102.0
Q2	108.5	67.7	16.8	51.2	183.0	116.1	113.1	73.2	149.3	95.4
Q3	106.5	67.0	15.9	49.1	175.8	115.6	113.4	70.4	145.9	91.4
Q4	105.1	66.3	18.4	44.7	171.3	113.2	111.6	68.4	144.4	86.5
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0.6	0.5	2.2	0.5	1.8	0.6	0.1	0.7	-1.2	-0.9
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.7	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.6
2021	-7.1	-1.2	0.7	-7.8	-2.4	-5.8	-2.9	-4.6	-5.4	-2.8
2022	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	0.0	-3.2	-0.4	-3.0	-2.0	-0.9
2022 Q1	-5.3	-0.1	0.8	-7.7	-1.4	-3.8	-1.7	-3.7	-4.6	-1.9
Q2	-4.4	0.8	1.0	-6.5	0.1	-1.9	0.1	-3.2	-3.3	-1.2
Q3	-4.1	0.8	0.8	-5.7	0.3	-2.5	1.0	-3.0	-2.8	-0.9
Q4	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	0.0	-3.2	-0.4	-3.0	-2.1	-0.9
Government debt										
2019	36.5	35.8	22.4	40.3	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	52.9	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.7
2021	43.7	43.7	24.5	55.1	52.5	82.3	125.4	74.5	61.0	72.6
2022	40.8	38.4	24.6	53.4	51.0	78.4	113.9	69.9	57.8	73.0
2022 Q1	41.8	39.8	22.6	56.1	50.9	83.4	124.6	74.6	61.6	72.5
Q2	41.7	39.6	25.3	53.8	51.0	82.6	123.1	73.5	60.3	72.8
Q3	40.0	37.3	24.6	52.9	49.1	81.3	119.9	72.4	58.6	72.0
Q4	40.8	38.4	24.6	53.4	51.0	78.4	113.9	69.9	58.8	73.0

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2023

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 14.6.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565  
Luettelonumero QB-BP-23-010-FI-N