

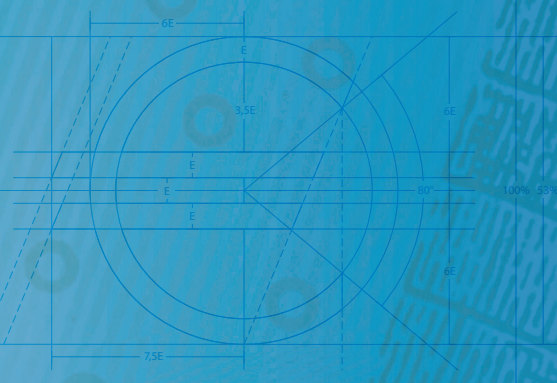


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

# Talouskatsaus

4/2022



# Sisällys

<b>Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys</b>	<b>2</b>
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	9
2 Talouskehitys euroalueella	15
3 Hinnat ja kustannukset	22
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	29
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	35
6 Julkisen talouden kehitys	43
<b>Kehikot</b>	<b>47</b>
1 Ukrainan sodan vaikutus euroalueen energiamarkkinoihin	47
2 Venäjän sotatoimien vaikutus euroalueen talouteen epävarmuuden lisääntymisen kautta	54
3 Ukrainan pakolaisten vaikutus euroalueen työvoimaan	59
4 Ilmastonmuutoksen vaikutukset talouteen ja hintoihin – keskeisten yritysten vastauksia kyselytutkimukseen	64
5 VOdottaako yksityinen sektori stagflaatiojaksoa?	71
6 Elintarvikkeiden inflaation kiihtyminen euroalueella ja Venäjän Ukrainassa käymän sodan vaikutukset	76
7 Uusi indikaattori euroalueen kotimaiselle inflaatiolle	83
8 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 9.2.–19.4.2022	89
<b>Tilastot (vain englanniksi)</b>	<b>S1</b>

# Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

## Yhteenveto

Nopean inflaation vuoksi tilanne on vaikea. EKP:n neuvosto huolehtii siitä, että inflaatio palaa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä.

Inflaatio kiihtyi toukokuussa taas huomattavasti lähinnä energian ja elintarvikkeiden nopean hinnannousun vuoksi. Taustalla oli pitkälti Ukrainassa käytävän sodan vaikutus. Inflaatiopaineet ovat kuitenkin laajentuneet ja voimistuneet, ja monien tavaroiden ja palvelujenkin hinnat nousevat voimakkaasti. Eurojärjestelmän tuoreiden asiantuntija-arvioiden perusskenaariossa inflaatio on arvioitu huomattavasti aiempaa nopeammaksi. Arvioiden mukaan inflaatio pysyy toivottua nopeampana vielä jonkin aikaa. Sen odotetaan kuitenkin hidastuvan, kun energiakustannusten nousu vaimenee, pandemian aiheuttamat toimitushäiriöt vähenevät ja rahapolitiikka normalisoituu. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arvioiden mukaan vuotuinen inflaatiovauhti on 6,8 % vuonna 2022 ja 3,5 % vuonna 2023 sekä 2,1 % vuonna 2024, eli inflaatio on nyt arvioitu nopeammaksi kuin maaliskuisissa arvioissa. Arviointijakson lopussa kokonaisinflaatio olisi siis hieman EKP:n tavoitetta nopeampaa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio on arvioiden mukaan keskimäärin 3,3 % vuonna 2022 ja 2,8 % vuonna 2023 sekä 2,3 % vuonna 2024 – eli sekin on arvioitu nopeammaksi kuin maaliskuisissa arvioissa.

Venäjänsäntien hyökkäyssota Ukrainassa heikentää edelleen Euroopan ja koko maailman talouskehitystä. Se häiritsee kaupankäyntiä, aiheuttaa materiaaliapulaa ja pitää energian ja raaka-aineiden hinnat korkeina, mikä heikentää luottamusta ja vaimentaa talouskasvua varsinkin lyhyellä aikavälillä. Talouskasvun jatkumiselle on kuitenkin hyvät edellytykset, sillä taloudellinen toiminta lisääntyy koko ajan, työmarkkinatilanne on vahva, taloutta tuetaan finanssipoliittisin toimin ja pandemian aikana on kertynyt säästöjä. Kasvun tämänhetkisten esteiden väistyessä taloudellisen toiminnan odotetaan taas piristyvän. Samankaltainen näkemys välittyy myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudellisista arvioista, joiden mukaan BKT kasvaa 2,8 % vuonna 2022 ja 2,1 % vuosina 2023 ja 2024. BKT:n kasvu vuosina 2022 ja 2023 on nyt arvioitu merkittävästi hitaammaksi mutta vuoden 2024 talouskasvu nopeammaksi kuin maaliskuisissa arvioissa.

EKP:n neuvosto päätti päivitetyn tilannearvion pohjalta, että paluu tavanomaiseen rahapolitiikkaan voi jatkua. Rahapolitiikkaa harjoitetaan koko ajan joustavasti. Muutoksia tehdään asteittain aina tuoreimpien tietojen pohjalta, ja kaikki vaihtoehdot otetaan huomioon.

EKP:n neuvosto päätti, että netto-ostot APP-ohjelmassa päättyvät 1.7.2022. Ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia aiotaan jatkaa täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen

jälkeen, kun ohjauskorkoja aletaan nostaa, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen, jotta likviditeettiä on tarjolla runsaasti ja rahapolitiikka pysyy oikein mitoitettuna.

EKP:n neuvoston ennakoivan viestinnän mukaan tiettyjen edellytysten tulee täytyä, ennen kuin ohjauskorkoja aletaan nostaa. Tilannearvionsa perusteella EKP:n neuvosto totesi, että edellytykset koronnostolle täyttyvät. EKP:n neuvosto suunnittelee niin ollen nostavansa EKP:n ohjauskorkoja 0,25 prosenttiyksikköä heinäkuun rahapolitiikkakokouksessa. Tarkoituksena on nostaa ohjauskorkoja uudelleen syyskuussa, ja tuolloin koronnoston suuruus riippuu keskipitkän aikavälin näkymien kehityksestä. Jos keskipitkän aikavälin hintavakausten näkymät pysyvät nykyisen kaltaisina tai heikkenevät, syyskuussa voidaan nostaa korkoja enemmänkin.

EKP:n neuvoston tämänhetkisen arvion mukaan tilanne edellyttää syyskuun jälkeenkin vielä vähittäisiä mutta jatkuvia koronnostoja. EKP:n tavoitteena on kahden prosentin inflaatiövauhti keskipitkällä aikavälillä. Rahapolitiikan muutostahti riippuu siis EKP:n neuvoston kulloinkin saamista tiedoista ja siitä, miten se arvioi inflaation kehittyvän keskipitkällä aikavälillä.

Rahapolitiikka tulee jatkossakin joustamaan kriisitilanteissa EKP:n mandaatin rajoissa, jos välittymismekanismeja uhkaavat häiriöt vaarantavat hintavakauden saavuttamisen.

## Taloudellinen toiminta

Taloudellista toimintaa maailmalla jarruttavat ennen kaikkea Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa ja uudet sulkutoimet Kiinassa. Kyselytutkimusten perusteella maailmantalouden kasvu heikkenee. Alkuvuodesta kansainvälisten toimitusketjujen häiriöt vähenivät, mutta nyt pandemia vaikeuttaa taas taloudellista toimintaa Aasiassa ja myös sota Ukrainassa vaikuttaa toimituksiin. Inflaatiopaineet ovat muutenkin lisääntyneet yhä useammilla aloilla, ja toimitusketjujen ja raaka-ainemarkkinoiden häiriöt kiihdyttävät inflaatiota vielä entisestään. Myös euroalueen kilpailijamaiden vientihinnat nousevat. Raaka-aineiden hinnat heilahtelevat, ja niiden tarjonta on muuttunut epävarmemmaksi. Lisäksi rahoitusolot ovat tiukentuneet eri puolilla maailmaa, sillä rahapolitiikka normalisoituu ja riskipitoisten omaisuuserien hinnat laskevat ja tuotot kasvavat. Eurojärjestelmän kesäkuisten asiantuntija-arvioiden mukaan maailmantalouden BKT:n kasvu euroalueen ulkopuolella on 3,0 % vuonna 2022 ja 3,4 % vuonna 2023 sekä 3,6 % vuonna 2024 – eli BKT on nyt arvioitu heikommaksi kuin maaliskuun 2022 asiantuntija-arvioissa. Sodasta ja pandemiasta johtuvien häiriöiden arvioidaan jarruttavan kaupankäyntiä merkittävästi lyhyellä aikavälillä, mutta niiden vaikutuksen odotetaan vähitellen väistyvän. Euroalueen viennin arvioidaan kasvavan muun maailman tuontia vaimeammin, ja sitä koskeva arvio on myös heikentynyt enemmän sitten maaliskuun, sillä useilla euroalueen kauppakumppaneilla Euroopassa on tiiviit taloudelliset suhteet Venäjään ja Ukrainaan ja sodan vaikutus tuntuu niiden taloudessa erityisen voimakkaana. Epävarmassa tilanteessa on todennäköisempää, että talous kehittyy arvioitua

heikommin ja hinnat nousevat arvioitua nopeammin, kuin että kehitys lähtisi päinvastaiseen suuntaan.

Venäjän ja Ukrainan sota vaikuttaa nyt kielteisesti euroalueen talouteen, ja kehitystä on vaikea ennakoita. Taloudella on kuitenkin hyvät edellytykset elpyä ja kasvaa keskipitkällä aikavälillä. Energian kalleus, ulkomaankaupan vaihtosuhteen heikkeneminen ja kasvanut epävarmuus vaimentavat odotettavasti taloudellista toimintaa vielä jonkin aikaa. Nopea inflaatio on lisäksi pienentänyt käytettävissä olevia tuloja. Sota Ukrainassa ja uudet pandemiaan liittyvät rajoitustoimet Kiinassa ovat jälleen lisänneet toimitushäiriöitä. Toimitusten viivästyminen tai peruuntuminen aiheuttaa yrityksille lisäkustannuksia ja heikentää tuotantomahdollisuuksia.

Euroalueen julkisen talouden näkymät ovat heikentyneet merkittävästi sitten maaliskuun 2022 asiantuntija-arvioiden, vaikka vuonna 2021 rahoitusasema oli odotettua parempi. Suhdannekehitys on heikentynyt, korkomenojen odotetaan kasvavan ja myös valtioiden harkinnanvaraiset menot ovat lisääntyneet. Finanssipolitiikalla on pyritty ennen kaikkea hillitsemään inflaation vaikutusta elinkustannuksiin, mutta myös puolustusmenoja on lisätty ja varoja on lisäksi suunnattu ukrainalaispakolaisten tukemiseen. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhteen odotetaan silti pienenevän edelleen ja olevan 3,8 % vuonna 2022 (5,1 % vuonna 2021). Arviointijakson lopussa alijäämäsuhteen odotetaan olevan 2,4 %. Finanssipolitiikan mitoitusta kevennettiin tuntuvasti koronaviruskriisin vuoksi vuonna 2020, mutta viime vuonna linja taas kiristyi ja finanssipolitiikan odotetaan tiukentuvan vähitellen myös vuosina 2022 ja 2023. Vuonna 2022 suuri osa pandemiaan liittyvistä tukitoimista päättyy, joskin joitakin uusia tukitoimia myös otetaan käyttöön Venäjän ja Ukrainan sodan seurausten kuten energian kallistumisen vaikutuksen lieventämiseksi. Vuonna 2023 myös monien uusien energian kallistumiseen liittyvien toimien arvioidaan päättyvän, joten finanssipolitiikka tiukentuu yhä selvemmin. Vuonna 2024 finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan olevan neutraalimpi, joskin taloutta tuetaan edelleen merkittävästi enemmän kuin ennen pandemiaa.

Tilanteen epävarmuuden vuoksi Euroopan komissio suositti 23.5.2022 vakaus- ja kasvusopimuksen yleisen poikkeuslausekkeen pitämistä käytössä vuoden 2023 loppuun saakka, sillä sota Ukrainassa, energian kallistuminen ja jatkuvat toimitushäiriöt olivat heikentäneet kasvunäkymiä. Poikkeuslausekkeen myötä finanssipolitiikassa olisi enemmän liikkumavaraa tarpeen tullen. Julkisen talouden alijäämät ovat kuitenkin edelleen suurempia kuin ennen pandemiaa. Kun inflaatio on poikkeuksellisen nopeaa, tuet tulisi kohdentaa valikoiden, jotta ne eivät lisää keskipitkän aikavälin inflaatiopaineita. On tärkeää, että julkinen talous on kestävä keskipitkällä aikavälillä.

Sodan vaikutusta on pystytty lieventämään finanssipolitiikan avulla. Kun tukitoimet pidetään kohdennettuina ja väliaikaisina, kuluttajia voidaan suojata energian hinnannousulta aiheuttamatta uusia inflaatiopaineita. Jos Next Generation EU -ohjelmaan, 55-valmiuspakettiin ja REPowerEU-suunnitelmaan kuuluvat investointi- ja uudistussuunnitelmat toteutetaan ajoissa, niillä voidaan vahvistaa kestävä

talouskasvua euroalueella ja parantaa euroalueen kykyä selviytyä maailmantalouden häiriöistä.

Taloudellista toimintaa tukevien tekijöiden odotetaan vahvistuvan lähikuukausina. Toiminnan käynnistyminen uudelleen pandemiasta pahiten kärsineillä toimialoilla, vahvat työmarkkinat ja työllisyyden kasvu tukevat tulokehitystä ja kulutusta. Myös pandemian aikana kertyneet säästöt helpottavat tilannetta. Asiantuntija-arvioiden perusskenaariossa lähdetään oletuksesta, että tämänhetkiset Venäjään kohdistuvat pakotteet (ja EU:n määräämä öljysaarto) pysyvät voimassa koko arviointijakson ajan ja taistelut jatkuvat kiivaina tämän vuoden loppuun mutta tilanne ei enää pahene. Energiatoimitusten häiriöt eivät oletusten mukaan johda säännöstelyyn euroalueen maissa, ja toimitushäiriötkin päättyvät vähitellen vuoden 2023 loppuun mennessä. Lyhyen aikavälin kasvunäkymät ovat siis arvioissa huomattavasti aiempaa heikommalla (mutta yhä myönteisellä). Vuoden 2022 jälkeen, kun kasvun esteet väistyvät, kasvu on keskipitkällä aikavälillä jonkin verran pitkän aikavälin keskiarvoaan vahvempaa. Taustalla ovat talouden asteittainen elpyminen pandemian vaikutuksista, sodan kielteisten vaikutusten väistyminen ja vankka työmarkkinatilanne. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arvioissa euroalueen BKT:n odotetaan kasvavan keskimäärin 2,8 % vuonna 2022 (mistä 2,0 prosenttiyksikköä on kasvuperintöä vuodelta 2021) ja 2,1 % vuosina 2023 ja 2024. Vuoden 2022 talouskasvu on nyt arvioitu 0,9 prosenttiyksikköä heikommaksi ja vuoden 2023 kehitys 0,7 prosenttiyksikköä heikommaksi kuin EKP:n maaliskuun 2022 asiantuntija-arvioissa lähinnä Ukrainan sodan taloudellisten vaikutusten vuoksi. Vuoden 2024 talouskasvu on puolestaan arvioitu nyt 0,5 prosenttiyksikköä paremmaksi, sillä taloudellinen toiminta piristyy esteiden väistyessä.

## Inflaatio

Inflaatio nopeutui ja oli toukokuussa jo 8,1 %. Vaikka valtiot ovat pystyneet jarruttamaan energian kallistumista jonkin verran, energia on nyt 39,2 % kalliimpaa kuin vuosi sitten. Markkinaindikaattorien perusteella energian maailmanmarkkinahinta pysyy vielä jonkin aikaa korkeana mutta laskee sitten. Elintarvikkeiden hinnat nousivat toukokuussa 7,5 % osittain Ukrainan ja Venäjän sodan vuoksi, sillä maat ovat tärkeitä maataloustuottajia maailmanmarkkinoilla. Hintakehitystä nopeuttavat myös toimitushäiriöiden lisääntyminen sekä kotimaisen kysynnän vahvistuminen, kun taloudellinen toiminta piristyy taas etenkin palvelualoilla. Hinnat nousevat nyt yhä useammilla toimialoilla, eli indikaattorien mukaan pohjainflaatio nopeutuu. Työmarkkinatilanne paranee koko ajan. Työttömyysaste oli huhtikuussa edelleen 6,8 % eli ennätyksellisen alhainen. Monille toimialoille haetaan uusia työntekijöitä, mikä kertoo vankasta työvoiman kysynnästä. Palkkakehitys on alkanut piristyä ennakoivienkin indikaattorien mukaan. Vaimean kriisiajan jälkeen talouden vahvistuminen todennäköisesti nopeuttaa palkkakehitystä. Pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat useimpien rahoitusmarkkinaindikaattorien ja asiantuntijakyselyjen mukaan kahden prosentin tuntumassa. Osa indikaattoreista viittaa kuitenkin jo siihen, että inflaatio kiihtyy tavoitetta nopeammaksi, joten odotusten kehitystä on seurattava tarkasti.

Inflaatio kiihtyi alkuvuodesta 2022, ja se vaikuttaa pysyvän nopeana pitemmän aikaa. Kokonaisinflaation odotetaan pysyvän hyvin nopeana suurimman osan vuotta 2022. Se on keskimäärin 6,8 % vuonna 2022 ja vaimenee sitten vähitellen vuodesta 2023 alkaen. Vuoden 2024 jälkipuoliskolla inflaatiövauhti lähenee jo EKP:n tavoitetta. Hintapaineet pysyvät lähiaikoina poikkeuksellisen suurina, sillä öljy ja kaasu ovat kallistuneet ja elintarvikeraaka-aineiden hinnat ovat nousseet voimakkaasti Ukrainan sodan vuoksi. Myös taloudellisen toiminnan piristyminen ja kansainvälisten toimitusketjujen ongelmat lisäävät hintapaineita. Futuurihintojen perusteella inflaation odotetaan hidastuvan ja olevan 3,5 % vuonna 2023 ja 2,1 % vuonna 2024, jos energian ja elintarvikeraaka-aineiden hinnannousu vaimenee eikä uusia hintasokkeja ilmene. Paluu tavanomaiseen rahapolitiikkaan vaikuttaa markkinaodotuksiin, eli korkojen oletetaan nousevan. Se hidastaa inflaatiota välittymismekanismiin liittyvällä viiveellä. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio pysyy hyvin nopeana vuoden 2022, mutta sitten sen odotetaan hidastuvan, kun taloudellisen toiminnan uudelleen käynnistymisestä johtuvat inflaatiopaineet laantuvat ja tuotantohäiriöt ja energiakustannusten noususta johtuvat inflaatiopaineet vähenevät. Talouden elpyminen, työmarkkinatilanteen kiristyminen ja nopean inflaation kompensointi palkkakehityksessä – palkkojen odotetaan nousevan paljon pitkän aikavälin keskiarvoaan voimakkaammin – nopeuttanevat pohjainflaatiota arviointijakson lopulle saakka, mutta pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset pysyvät perusskenaariossa tavoitteen mukaisina. Inflaatio on nyt arvioitu huomattavasti nopeammaksi kuin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioissa. Inflaatio on tuoreimpien tietojen mukaan ollut odotettua nopeampaa. Lisäksi energian ja elintarvikeraaka-aineiden hinnat ovat tämänkertaisissa arvioissa korkeammat, toimitushäiriöistä johtuvat inflaatiopaineet jatkuvat pitempään, palkat nousevat voimakkaammin ja euron kurssi on heikompi. Nämä tekijät vaikuttavat inflaatioon enemmän kuin sitä vaimentavat korko-oletukset ja kasvunäkymien heikentyminen.

## Riskiarvio

EKP:n neuvoston tilannearvion mukaan pandemiaan liittyvät riskit ovat vähentyneet, mutta sota Ukrainassa voi edelleen jarruttaa talouskasvua. Etenkin energiansaannin heikkeneminen euroalueella vaikuttaisi tuntuvasti talouteen. Tällaista mahdollisuutta on tarkasteltu tuoreiden asiantuntija-arvioiden kielteisessä skenaariossa. Sodan laajeneminen voisi heikentää luottamusta taloudessa. Toimitushäiriöt saattaisivat lisääntyä, ja energian ja elintarvikkeiden hinnat pysyisivät mahdollisesti odotettua korkeampina pidemmän aikaa. Inflaatiokehitys voisi osoittautua ennakoitua nopeammaksi, jos euroalueen talouden tuotantokapasiteetti heikkenisi pitkäaikaisesti. Keskipitkän aikavälin inflaatio voisi nopeutua myös, jos energian ja elintarvikkeiden hinnat eivät laskisi, inflaation alettaisiin odottaa pysyvän EKP:n tavoitetta nopeampana tai palkat nousisivat ennakoitua enemmän. Kysynnän heikkeneminen keskipitkällä aikavälillä voisi taas vähentää hintapaineita.



## Rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden tilanne

Markkinakorot ovat nousseet inflaationäkymien muuttuessa, ja rahapolitiikankin odotetaan muuttuvan. Viitekorkojen noustessa pankkien varainhankintakustannukset ovat kasvaneet, ja monet pankit ovat nostaneet etenkin kotitalouksien lainakorkoja. Luotonanto yrityksille piristyi silti maaliskuussa, sillä yritykset tarvitsivat rahaa investointeihin ja käyttöpääoman tarve oli kasvanut, kun tuotantokustannukset nousivat, toimitushäiriöitä oli jatkuvasti ja markkinarahoituksen käyttö väheni. Myös luotonanto kotitalouksille lisääntyi, sillä asuntolainojen kysyntä oli edelleen vankkaa.

EKP:n neuvosto laatii rahapolitiikan strategiansa mukaisesti kaksi kertaa vuodessa yksityiskohtaisen arvion rahapolitiikan ja rahoitusvakauden keskinäisestä vuorovaikutuksesta. Etenkin lyhyen aikavälin rahoitusvakaustilanne on heikentynyt sitten joulukuisen arvion. Rahoituksen saanti voisi vaikeutua, jos talouskasvu hidastuisi ja kustannuspaineet, riskittömät korot ja valtioiden joukkolainakorot nousisivat. Rahoitusolojen tiukentuminen voisi kuitenkin vähentää joitakin aiempia rahoitusvakautta uhkaavia tekijöitä keskipitkällä aikavälillä. Vuoden alussa pankit olivat vakavaraisia ja niiden saamisten laatu koheni, mutta nyt luottoriskit ovat kasvaneet. EKP:n neuvosto seuraa näiden tekijöiden kehitystä tarkasti. Makrovakauseräily on yhä ensisijainen tapa säilyttää rahoitusvakaus ja vähentää keskipitkän aikavälin haavoittuvuustekijöitä.

## Rahapoliittiset päätökset

Päivitetyn tilannearvionsa pohjalta EKP:n neuvosto päätti, että netto-ostot APP-ohjelmassa päättyvät 1.7.2022. Ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia aiotaan jatkaa täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun ohjauskorkoja aletaan nostaa, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen, jotta likviditeettiä on tarjolla runsaasti ja rahapolitiikka pysyy oikein mitoitettuna.

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

Jos pandemia aiheuttaa vielä hajautumista markkinoilla, PEPP-ohjelman uudelleensijoituksia voidaan ohjata joustavasti eri aikoina eri arvopaperiluokkiin ja eri maihin tarpeen mukaan. Esimerkiksi Kreikan joukkolainoja voidaan hankkia uudelleensijoitusten yhteydessä enemmänkin, jotta ostot eivät keskeydy ja vaikeuta rahapolitiikan välittymistä Kreikan taloudessa tilanteessa, jossa se toipuu edelleen pandemian vaikutuksista. Netto-ostot PEPP-ohjelmassa voidaan lisäksi tarvittaessa aloittaa uudestaan pandemian aiheuttamien häiriöiden torjumiseksi.

EKP:n neuvoston ennakoivan viestinnän mukaan tiettyjen edellytysten tulee täyttyä, ennen kuin ohjauskorkoja aletaan nostaa. Tilannearvionsa perusteella EKP:n neuvosto totesi, että edellytykset koronnostolle täyttyvät.



EKP:n neuvosto suunnittelee näin ollen nostavansa EKP:n ohjauskorkoja 0,25 prosenttiyksikköä heinäkuun rahapolitiikkakokouksessa. Tällä kertaa EKP:n neuvosto päätti vielä, että perusrahoitusoperaatioiden korko on edelleen 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletuskorko -0,50 %.

Tarkoituksena on nostaa ohjauskorkoja uudelleen syyskuussa, ja tuolloin koronnoston suuruus riippuu keskipitkän aikavälin näkymien kehityksestä. Jos keskipitkän aikavälin hintavakausunäkymät pysyvät nykyisen kaltaisina tai heikkenevät, syyskuussa voidaan nostaa korkoja enemmänkin.

EKP:n neuvoston tämänhetkisen arvion mukaan tilanne edellyttää syyskuun jälkeenkin vielä vähittäisiä mutta jatkuvia koronnostoja. EKP:n neuvoston tavoitteena on kahden prosentin inflaatiovauhti keskipitkällä aikavälillä. Rahapolitiikan muutostahti riippuu siis EKP:n neuvoston kulloinkin saamista tiedoista ja siitä, miten se arvioi inflaation kehittyvän keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n neuvosto seuraa jatkossakin pankkien rahoitustilannetta varmistaakseen, ettei kolmannessa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjassa (TLTRO III) jaetun likviditeetin erääntyminen häiritse rahapolitiikan sujuvaa välittymistä. EKP:n neuvosto arvioi kohdennettujen rahoitusoperaatioiden vaikutusta rahapolitiikan mitoittamiseen säännöllisin väliajoin. TLTRO III -operaatioiden erityisehdot päättyvät suunnitellusti 23.6.2022.

EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia välineitään ja toimimaan tarpeen mukaan joustavasti sen varmistamiseksi, että inflaatio vakaantuu kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Pandemian aikana on opittu, että kriisitilanteissa omaisuuseräostojen joustava suunnittelu ja toteutus on tukenut rahapolitiikan välittymismekanismien toimintaa, ja EKP:n neuvosto on siten voinut pyrkiä tavoitteeseensa tehokkaasti. Rahapolitiikka tulee jatkossakin joustamaan kriisitilanteissa EKP:n mandaatin rajoissa, jos välittymismekanismia uhkaavat häiriöt vaarantavat hintavakauden saavuttamisen.

Ylimääräisen kokouksensa jälkeen EKP:n neuvosto ilmoitti 15.6.2022, että pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) ohjataan uudelleensijoituksia joustavasti niin, että se tukee rahapolitiikan välittymismekanismien toimintaa, sillä hintavakauden ylläpitäminen edellyttää, että välittymismekanismi toimii hyvin. EKP:n neuvosto päätti myös pyytää eurojärjestelmän komiteoita ja EKP:n asiantuntijoita nopeuttamaan uuden, markkinoiden hajautumisen vastaisen rahapolitiikan välineen luonnostelua.

## Ulkoinen ympäristö

*Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa ja uudet koronasulkutoimet Kiinassa hidastavat maailmantalouden kasvua lyhyellä aikavälillä. Näistä lähtökohdista eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 kokonaistaloudellisissa arvioissa globaalin BKT:n ilman euroaluetta odotetaan kasvavan 3,0 % vuonna 2022 ja 3,4 % vuonna 2023 sekä 3,6 % vuonna 2024 eli heikommin kuin maaliskuun arvioissa ennakoitiin. Venäjän hyökkäyssodan ja Kiinan pandemiatoimien odotetaan rasittavan merkittävästi ulkomaankauppaa lyhyellä aikavälillä, mutta sittemmin niiden vaikutuksen odotetaan hälvenevän. Euroalueen vientikysynnän kasvuennustetta on alennettu voimakkaammin kuin globaalin viennin ennustetta. Tämä johtuu Venäjän näkymien heikentymisestä, joka rasittaa myös euroalueen ulkopuolisia EU-maita, joilla on tiiviimmät taloudelliset yhteydet Venäjään ja Ukrainaan. Kohonneen epävarmuuden olosuhteissa kasvuennusteen riskit painottuvat odotettua hitaamman kasvun suuntaan ja inflaatioennusteen riskit odotettua nopeamman inflaation suuntaan.*

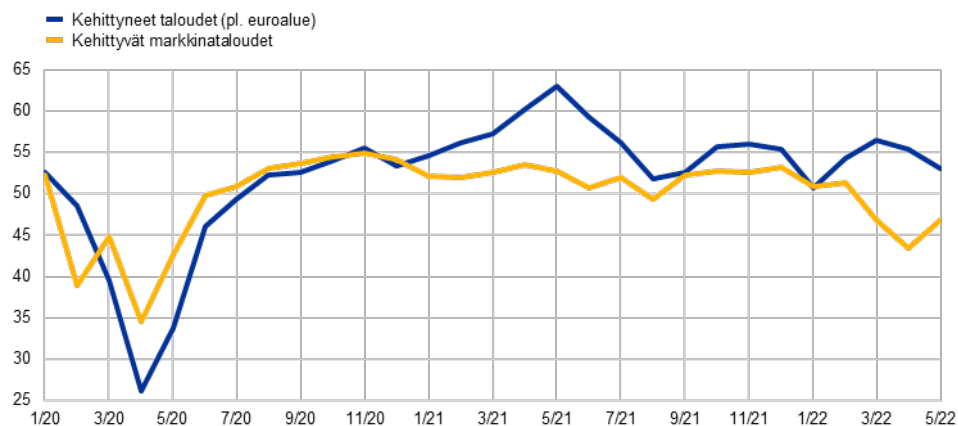
**Sodan taloudelliset vaikutukset ja uudet koronasulkutoimet Kiinassa ovat maailmantalouden kasvua hidastavat tekijät lyhyellä aikavälillä.** Hyödykkeiden hintojen, toimitusketjujen ja epävarmuuden välityksellä Ukrainan sodan seuraukset ulottuvat paljon kauemmaksi kuin Venäjään ja Ukrainaan kaupan ja talouden kautta tiiviisti kytkeytyviin maihin ja alueisiin. Sen lisäksi, että sota rasittaa kasvua, se myös voimistaa ennestään koholla olleita inflaatiopaineita. Tämä tuntuu erityisen voimakkaasti kehittyvissä markkinatalouksissa, joissa elintarvikkeiden ja energian kulutus muodostaa korostuneen suuren osan yksityisestä kulutuksesta. Lisäksi koronaviruspandemian kiihtyminen jälleen Aasiassa sekä siihen liittyvien rajoitustoimien kiristykset etenkin Kiinan taloudellisesti merkittävässä provinssissa voimistavat globaaleihin toimitusketjuihin kohdistuvia paineita, jotka ehtivät jo alkuvuonna hellittää lyhyeksi aikaa. Venäjän hyökkäyssodan ja Kiinan pandemiatoimien vaikutukset korostuvat nykyisessä ympäristössä, jossa inflaatiopaineet ovat koholla ja keskuspankit ympäri maailmaa ovat alkaneet sopeuttaa rahapolitiikkaansa ja kiristää rahoitusoloja.

**Kyselytutkimuksiin perustuvat indikaattorit viittaavat maailmantalouden kasvun hidastumiseen.** Toukokuun ostopääällikköindeksikyselyt (PMI) viittaavat siihen, että talouskasvu kehittyneissä talouksissa jatkui sitkeästi sodasta huolimatta ja että kasvu oli pirteämpää palvelusektorilla kuin tehdasteollisuudessa. Kehittyvien markkinatalouksien vaimeampi talouskasvu heijastaa Kiinan ja Venäjän kehitystä (kuvio 1). Globaali talouskasvumittari, joka perustuu laajempaan joukkoon indikaattoreita, vahvistaa kyselytutkimusten osoittaman trendin. Kaiken kaikkiaan arvioitu globaalin BKT:n kasvuvauhti ilman euroaluetta hidastui merkittävästi ja oli 0,5 % vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä, kuten EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 kokonaistaloudellisissa arvioissa ennakoitiin.

## Kuvio 1

### Kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi alueittain

(diffuusioindeksit)



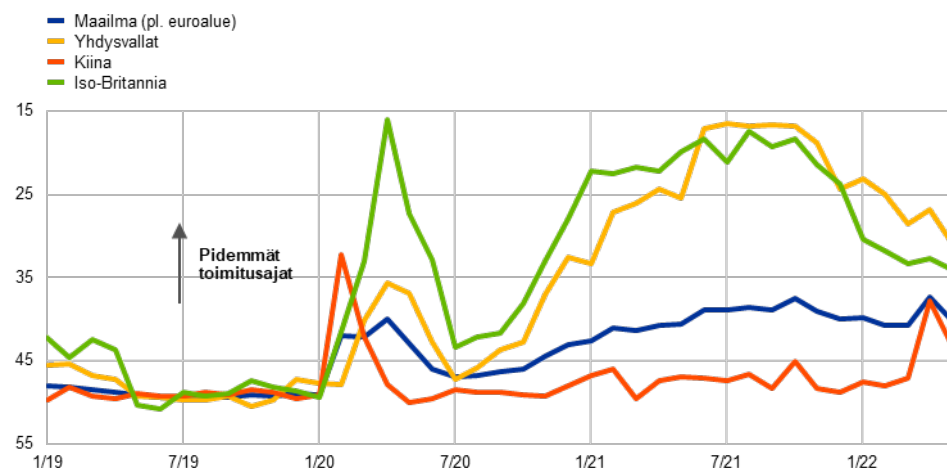
Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.  
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2022.

**Aasian talouden häiriintyminen ja sota Ukrainassa aiheuttavat jälleen globaaleihin toimitusketjuihin kohdistuvaa painetta, joka oli ehtinyt helpottua hetkeksi alkuvuonna.** Toimitusaikojen koskeva PMI-indeksi parani maaliskuussa erityisesti Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa (joskin se viittasi edelleen pitkittyneisiin toimitusaikoihin ja oli neutraalin 50 pisteen kynnyksen alapuolella). Positiivinen trendi keskeytyi huhtikuussa, jolloin toimittajat raportoivat toimitusaikojen venymisestä. Mallipohjainen analyysi tosin viittaa siihen, että Yhdysvalloissa kyseinen kehitys johtui pikemminkin voimakkaasta kysynnästä kuin tarjontatekijöistä. Samaan aikaan toimitusaikojen huomattava venyminen Kiinassa, joka johtui pitkälti sulkutoimiin liittyvistä tarjontatekijöistä, on nostanut globaalin mittarin lähelle loppuvuoden 2021 tasoa, jolloin tarjontakapeikat olivat kireimmillään. Aivan viime aikoina toimitusajat ovat jälleen lyhentyneet, kun Kiinan tartuntatilanteen kohenemisen myötä ankaria koronatoimia höllennettiin toukokuussa. Toimitusajat Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa ovat parantuneet mutta ovat edelleen kaukana normaalista (kuvio 2).

## Kuvio 2

### Ostopääällikkökyselyn arvio toimitusajoista

(diffuusioindeksit; käännteinen asteikko)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2022.

### Toimitusketjujen ja hyödykemarkkinoiden häiriöt ruokkivat inflaatiota samalla, kun hintapaineiden kiristymisestä ja leviämisestä on yhä selvempiä merkkejä.

OECD-maiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio ilman Turkia kiihtyi huhtikuussa 7,2 prosenttiin eli nopeimmilleen kolmeen vuosikymmeneen. Vuotuinen inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja kiihtyi 4,7 prosenttiin. Lisäksi sekä kokonaisinflaatio että pohjainflaatio OECD-maissa ovat kiihtyneet jälleen lähelle samaa tasoa kuin vuoden 2021 puolivälissä, jolloin kysyntä elpyi talouksien avautuessa jälleen (kuvio 3). Kyselytutkimuksiin perustuvat tiedot sekä panosten että tuotosten hinnoista tehdasteollisuudessa vahvistavat käsityksen kohollaan olevista tuottaja- ja kuluttajahintojen inflaatiopaineista, ja palvelusektorin hinnat ovat asteittaisessa nousussa. Hyödykkeiden maailmanmarkkinahintojen yleisen nousun tänä vuonna odotetaan voimistavan ennestään kohollaan olleita inflaatiopaineita lyhyellä aikavälillä. Vaikutus on erityisen voimakas kehittyvissä markkinatalouksissa, joissa energia ja elintarvikkeet muodostavat suuremman osuuden kulutusmenoista kuin kehittyneissä talouksissa. Tuoreimpien taustaoletusten mukaan globaali kuluttajahintainflaatio on nopeimmillaan tämän vuoden puolivälissä ja hidastuu sen jälkeen asteittain arviointijakson loppua kohti.

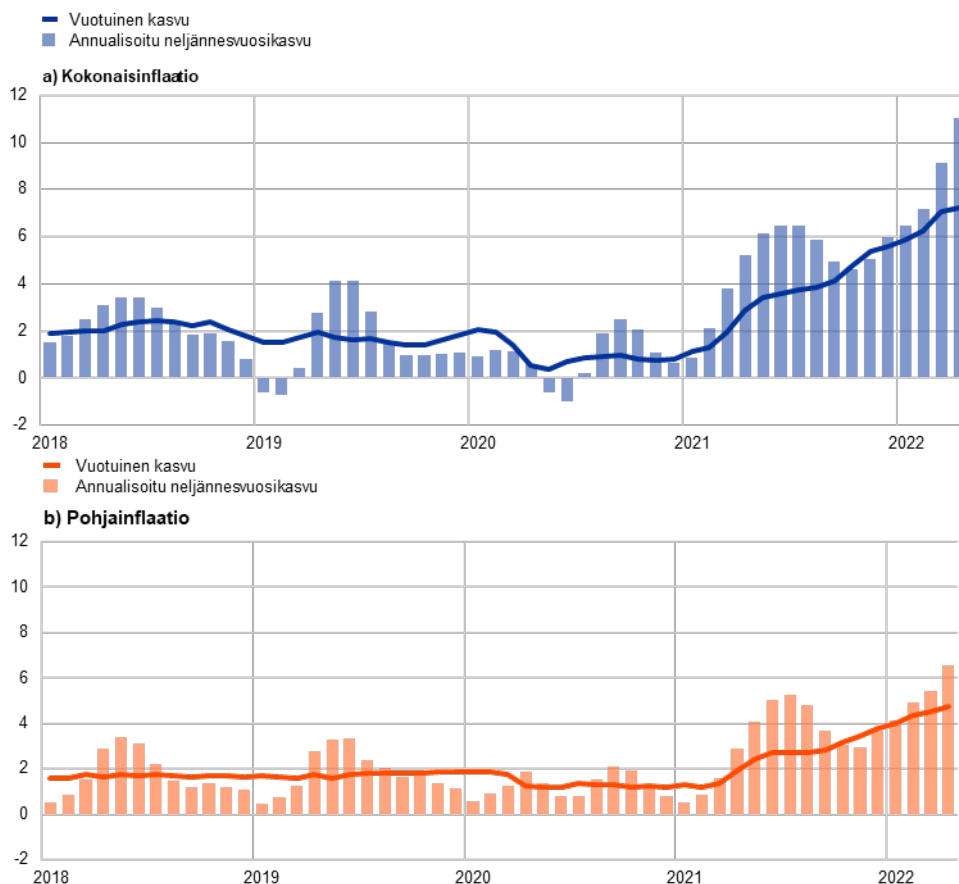
### Inflaatiopaineiden kiristyminen käy ilmi myös euroalueen kilpailijoiden vientihintojen nousussa. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022

kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna arviota euroalueen kilpailijoiden vientihintojen kehityksestä korotettiin selvästi kuluvalle ja seuraavalle vuodelle öljyn ja muiden hyödykkeiden hintojen nousun sekä kotimaisten ja globaalien tuotantoketjun hintapaineiden takia.

### Kuvio 3

#### OECD:n kuluttajahintainflaatio

(vuotuiset prosenttimuutokset ja vuositasolle lasketut neljännesvuotuiset muutokset)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. OECD:n luvut on laskettu ilman Turkia. Turkin vuotuinen kokonaisinflaatio oli 70 % ja pohjainflaatio 54,6 %. OECD-maiden vuotuinen kokonaisinflaatio Turkki mukaan lukien 9,2 % ja pohjainflaatio 6,3 % (ei raportoitu kuvioissa). Pohjainflaatio on laskettu ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2022.

#### Hyödykkeiden hintojen heilahtelu jatkuu ja pysyy alttiina tarjontariskeille.

Vaikka hyödykemarkkinoiden heilahtelu on vähentynyt hieman Venäjän hyökkäyksen alkuvaiheista, tarjonta on edelleen alttiina merkittäville riskeille, jotka vaikuttavat erityisesti energiahyödykkeisiin. Öljyn maailmanmarkkinahinta on noussut EKP:n neuvoston huhtikuun 2022 kokouksen jälkeen EU:n öljykauppasaarron ja tarjontariskien toteutumisen myötä. Sitä ennen hinnat olivat lyhyen aikaa laskussa, kun Yhdysvallat ja muut valtiot vapauttivat öljyä strategisista varmuusvarastoistaan ja kysyntä heikkeni Kiinan koronasulkujen takia helpottaen globaalien öljymarkkinoiden tilannetta jonkin verran. Kaasun hinta Euroopassa on kuitenkin edelleen laskenut, sillä Euroopan kesään liittyvä kausivaihtelu ja varastojen kasvun tuoma helpotus markkinoilla ylittivät tarjontaan liittyvien huoltien voimistumisen. Samaan aikaan Venäjä keskeytti kaasutoimitukset Bulgariaan, Suomeen ja Puolaan sekä eurojärjestelmän arvioiden viimeisen aineistopäivän jälkeen myös Tanskaan ja Alankomaihin, sillä ne kieltäytyivät Venäjän vaatimuksesta maksaa kaasusta ruplina. Kaiken kaikkiaan riski laajemmista kaasun toimitushäiriöistä Euroopassa on edelleen koholla. Elintarvikkeiden hinta kokonaisuutena pysyi verrattain vakaana korkealla

tasolla, kun taas metallien hinnat laskivat voimakkaasti Kiinan kysynnän heikentymisen myötä.

**Globaalit rahoitusolot kiristyivät sitä mukaa, kun rahapolitiikka alkoi normalisoitua, riskipitoisten omaisuserien hinnat laskivat ja korkotuotot nousivat.** Yhdysvalloissa rahoitusolot kiristyivät merkittävämmiin kuin muissa kehittyneissä talouksissa. Kehittyvien markkinatalouksien rahoitusolot kiristyivät huomattavasti Venäjän hyökättyä Ukrainaan, mikä voimisti aiemmin alkanutta kotimaisen rahapolitiikan kiristymistrendiä. Pääomien ulosvirtaus kehittyvistä markkinatalouksista on voimistunut hyökkäyssodan alettua, mikä kertoo edessäpäin hämmöttävistä riskeistä ja epävarmuustekijöistä.

**Yhdysvaltojen talouskasvu hidastui vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä.** BKT supistui 0,4 %, mutta vaikka toteuma oli yleisesti odotettua heikompi, se myös kertoi verrattain vahvasta kotimaisesta kysynnästä, kun taas nettoviennin ja varastojen muutoksen kasvuvaiikutukset olivat negatiiviset. Odotamme kasvun jatkuvan lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä positiivisena mutta maltillisena, kun inflaatio on voimakasta, rahapolitiikka kiristyy selvästi ja finanssipoliittinen tuki vähenee. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui huhtikuussa 8,3 prosenttiin energian hinnan maltillistumisen myötä ja pohjainflaatio hidastui 6,2 prosenttiin. Kuukausitason pohjainflaatio kuitenkin kiihtyi 0,6 prosenttiin, koska inflaatiopaineet pysyivät koholla. Erityisesti palvelujen hintojen nousu jatkui, kun vuokrat ja kuljetuskustannukset kasvoivat edelleen.

**Kiinan BKT:n kasvu piti pintansa vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä, vaikka koronaviruksen leviäminen oli voimakkainta sitten pandemian alun.** On kuitenkin odotettavissa, että nollakoronapolitiikan mukaisesti käyttöön otetut laajat liikkumisrajoitukset ja niistä johtuvat kuluttajien käyttäytymisen muutokset rasittavat talouskasvua vuoden 2022 toisella neljänneksellä. Sulkutoimien haitallisia vaikutuksia talouskasvuun pyritään kompensoimaan kasvua tukevan talouspolitiikan keinoin.

**Japanin talouden elpyminen keskeytyi vuoden 2022 alussa omikronmuunnoksen leviämisen ja sitkeiden tarjontarajoitteiden myötä.** Elpymisen odotetaan vahvistuvan tulevaisuudessa, kun se saa tukea patoutuneen kysynnän purkautumisesta ja talouspoliittisesta tuesta sekä globaalien kysynnän vahvistumisesta ja toimitusketjun paineiden asteittaisesta helpottumisesta. Pidemmällä aikavälillä talouskasvun odotetaan tasaantuvan ja palautuvan asteittain trendiuralle. Vuotuisen kuluttajahintainflaation arvioidaan kiihtyvän lyhyellä aikavälillä. Tämä johtuu energian ja elintarvikkeiden hintojen noususta sekä erityisistä tekijöistä, kuten matkapuheluhintojen alennuksista, joiden vaikutus on tosin jo hiipumassa.

**Ison-Britannian talouskasvu toipui omikronista ennakoitua nopeammin.** Näkymien kuitenkin odotetaan pysyvän verrattain vaisuina, koska Ukrainan sota pahentaa ennestään ankaria hintapaineita ja tarjontakapeikkoja. Kuluttajien luottamus on heikentynyt voimakkaasti, kun kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat olleet paineessa. Työmarkkinoiden kireys on jatkunut ja työttömyysaste laskee edelleen, vaikka lomautusjärjestely päättyi syyskuussa 2021. Tarjontakapeikkojen ja

hyödykkeiden hintojen nousun ennakoidaan kiihdyttävän kuluttajahintainflaatiota ainakin vuoden 2022 toisella neljänneksellä merkittävästi korkeammaksi kuin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun arvioissa ennakoitiin.

**Venäjän talouden odotetaan vaipuvan syvään taantumaan tänä vuonna.** Nämä näkymät heijastavat ankarampia taloudellisia pakotteita, joita on asetettu maaliskuun 2022 arvioiden jälkeen. Niihin lukeutuvat energiahyödykkeiden tuontikielto Venäjältä Isoon-Britanniaan ja Yhdysvaltoihin sekä kaikkien G7-maiden sitoumus venäläisen öljyn tuonnin lopettamiseen tai kieltämiseen niin pian kuin mahdollista. Hiilen tuontia koskevan kauppasaartonsa jälkeen EU päätti kieltää myös öljyn tuonnin Venäjältä. Vaikka tästä kauppasaarrosta ei ollut sovittu vielä eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arvioiden viimeiseen aineistopäivään mennessä, perusskenaariossa oletetaan, että joko alun perin esitetty kauppasaarto tai mukautettu tiettyjä maita sisältämätön versio otetaan asteittain käyttöön arviointijakson aikana. Pakotteiden vaikutusta Venäjän talouteen voimistaa lisäksi yksityisen sektorin laajempi boikotti, joka aiheuttaa häiriötä tuotantoon ja logistiikkaan samaan aikaan, kun kiihtyvä inflaatio ja kireät rahoitusolot rasittavat kotimaista kysyntää. Arvioiden mukainen syvä taantuma ja sen jälkeinen vaimea elpyminen heijastavat oletusta, että tähän mennessä ilmoitetut taloudelliset sanktiot pysyvät voimassa arviointijakson loppuun saakka.



## 2 Talouskehitys euroalueella

*Euroalueen talous kasvoi 0,6 % vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä, minkä myötä se oli 0,8 % suurempi kuin ennen pandemiaa. Vahva kasvu perustui etupäässä Irlannin BKT:n kaksinumeroiseen neljännesvuotuisen kasvuvauhtiin. Muun euroalueen talous kasvoi keskimäärin 0,3 %. Kasvun odotetaan olevan lievästi positiivista toisella neljänneksellä, jolloin se saa tukea euroalueen pandemiarajoitteiden poistumisesta, mutta samaan aikaan Ukrainan sota jarruttaa kasvua tai voimistaa sitä rasittavia tekijöitä. Vaikka henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen kulutus on elpynyt, energian ja elintarvikkeiden hintojen nousu on heikentänyt kuluttajien tunnelmia ja kotitalouksien kulutusta. Pitkäaikaiset ja jopa entisestään voimistuneet toimitusketjun häiriöt, joita aiheutuu muun muassa Kiinan koronasuluista ja Ukrainan sodasta, rajoittavat tällä hetkellä tehdateollisuutta ja ulkomaankauppaa. Kohonneen epävarmuuden, kustannusten kasvun ja rahoitusolojen kiristymisen odotetaan niin ikään rasittavan sekä yritysten investointeja että asuinrakentamista seuraavilla vuosineljänneksillä. Heikentyneistä lyhyen aikavälin kasvunäkymistä huolimatta olosuhteet mahdollistavat euroalueen talouskasvun kiihtymisen jälleen vuoden jälkipuoliskolla.*

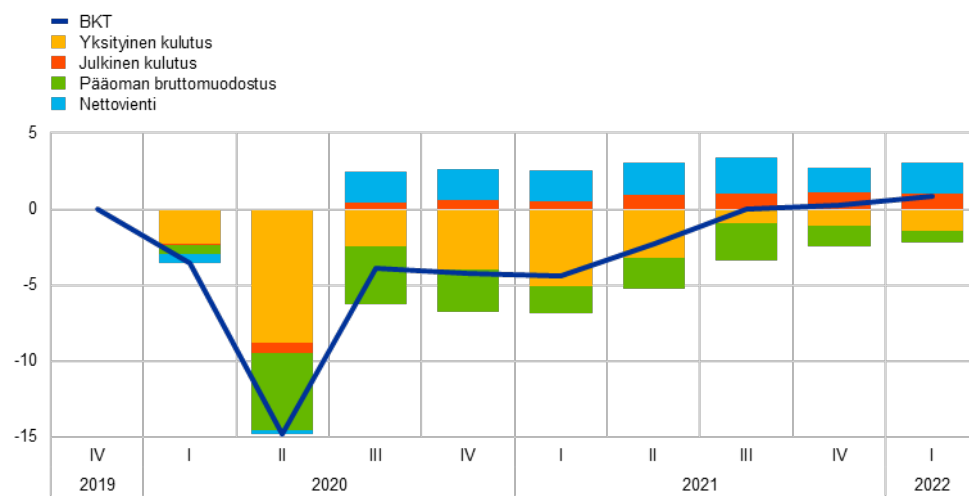
*Samankaltainen näkemys välittyy myös euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arvioista. Niissä euroalueen BKT:n ennakoidaan kasvavan 2,8 % vuonna 2022 sekä 2,1 % vuosina 2023 ja 2024. Maaliskuun 2022 EKP:n asiantuntijoiden arvioihin nähden talouskasvu on nyt arvioitu merkittävästi hitaammaksi vuosina 2022 ja 2023 mutta nopeammaksi vuonna 2024. Maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit painottuvat edelleen odotettua hitaamman kasvun suuntaan. Tämä liittyy erityisesti riskiin Venäjän energiatarjonnan vakavasta häiriöstä Euroopassa, mikä nostaisi energian hintaa entisestään ja johtaisi tuotannon vähennyksiin.*

**Euroalueen kotimainen kysyntä supistui vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä.** Vaikka BKT kasvoi vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä 0,6 % edellisestä neljänneksestä, kotimaisen kysynnän kasvuvaikutus oli -0,4 prosenttiyksikköä, mikä kertoo kotimaisten kasvulähteiden yleisestä heikkoudesta. Sitä vastoin nettoviennin ja varastojen muutoksen vaikutus oli positiivinen. BKT:n kasvu oli 0,3 prosenttiyksikköä Eurostatin pika-arviota suurempi. Tämä liittyi Irlannin voimakkaasti heilahteleviin kasvulukuihin, sillä maan kansainvälinen sektori kasvoi ensimmäisellä neljänneksellä toistakymmentä prosenttia, mikä vauhditti nettoviennin kasvuvaikutusta. Euroalueen BKT:n määrä on nyt 0,8 % suurempi kuin ennen pandemiaa vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä (kuvio 4). Kokonaisarvonlisäys kasvoi laaja-alaisesti talouden päätoimialoilla.

## Kuvio 4

### Euroalueen BKT:n määrä ja sen erät

(Prosenttimuutos vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä; kasvuvaihtelu prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2022 ensimmäiseltä neljännekseltä.

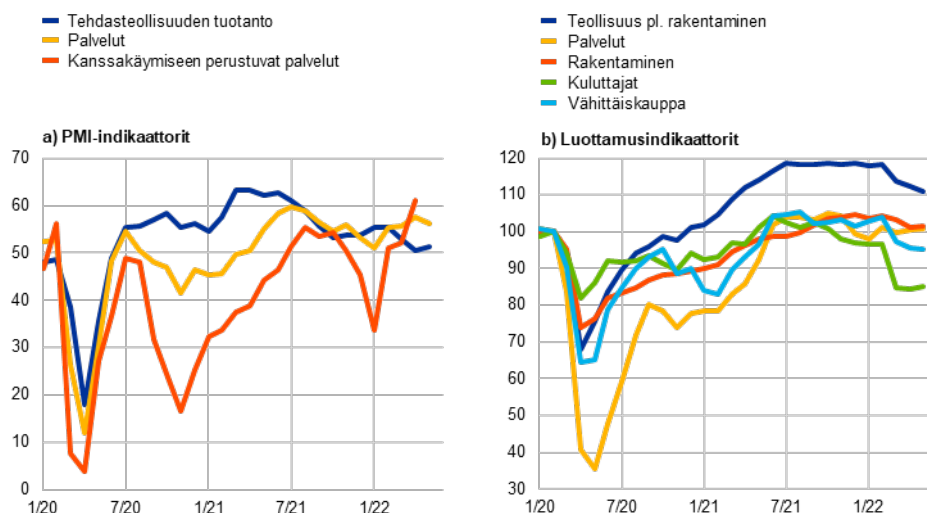
**Taloukasvun odotetaan heikentyneen vuoden 2022 toisella neljänneksellä jonkin verran, kun se on yhtäältä kärsinyt Ukrainan sodan seurauksista ja toisaalta saanut tukea henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen elpymisestä.** Tuoreimmat kyselytiedot viittaavat edelleen positiiviseen, joskin hitaaseen, kasvuun vuoden 2022 toisella neljänneksellä.

Ostopääällikkökyselyyn perustuva kokonaistuotannon PMI-indikaattori heikkeni toukokuussa mutta pysyi positiivista kasvua kuvaavalla alueella ja selvästi pitkän aikavälin keskiarvoaan korkeampana. Tehdasteollisuuden heikkenemisestä on kuitenkin merkkejä. Ne liittyvät erityisesti toimitusketjun häiriöiden voimistumiseen ja hyödykkeiden hintojen nousuun Venäjän Ukrainassa aloittaman hyökkäyssodan takia sekä yleisen epävarmuuden kasvuun (kehikko 2). Toukokuussa 2022 tehdasteollisuuden uudet tilaukset supistuivat ensimmäistä kertaa kesäkuun 2020 jälkeen ja liiketoimintaodotukset seuraaville 12 kuukaudelle olivat heikoimmat kahteen vuoteen. Sitä vastoin palvelualan kasvu jatkui reippaana, kun henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen kasvu vahvistui pandemiarajoitteiden poistumisen myötä (kuvio 5 a). Eri sektorien luottamusindikaattorien epäyhtenäinen kehitys vahvistaa käsitystä näkymien jakautumisesta (kuvio 5 b). Yritysten luottamus koheni toukokuussa pitkälti palvelujen vaikutuksesta, kun taas teollisuudessa ja vähittäiskaupassa tunnelmat heikkenivät. Kuluttajien luottamus parani toukokuussa mutta pysyi selvästi pitkän aikavälin keskiarvoaan heikompana, mikä kertoo tukevaan kysyntään liittyvistä riskeistä energian ja elintarvikkeiden kallistuessa (kehikko 1; kehikko 6). Vaikka edellä mainitut tekijät kokonaisuudessaan todennäköisesti vaimentavat kysyntää lyhyellä aikavälillä, elpymisen vahvistuminen on yleisesti ottaen edelleen mahdollista, kun taloudet avautuvat jälleen, työmarkkinatilanne on vahva, finanssipoliittinen tuki jatkuu ja kerrytetyt säästöt ovat yhä korkealla tasolla. Näin ollen näkymät eivät selvästikään viittaa stagflaatioon (kehikko 5).

## Kuvio 5

### Eri toimialoja koskevat kyselytutkimuksiin perustuvat indikaattorit

(Vasen puoli: prosenttiosuudet, oikea puoli: prosenttiosuudet, helmikuu 2020 = 100).



Lähteet: Standard & Poor's Global Ratings (vasen puoli), Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat (oikea puoli).  
Huom. "Henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvat palvelut" tarkoittaa majoituspalveluja sekä elintarvike- ja juomapalveluja.  
Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2022, paitsi henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvista palveluista huhtikuulta 2022.

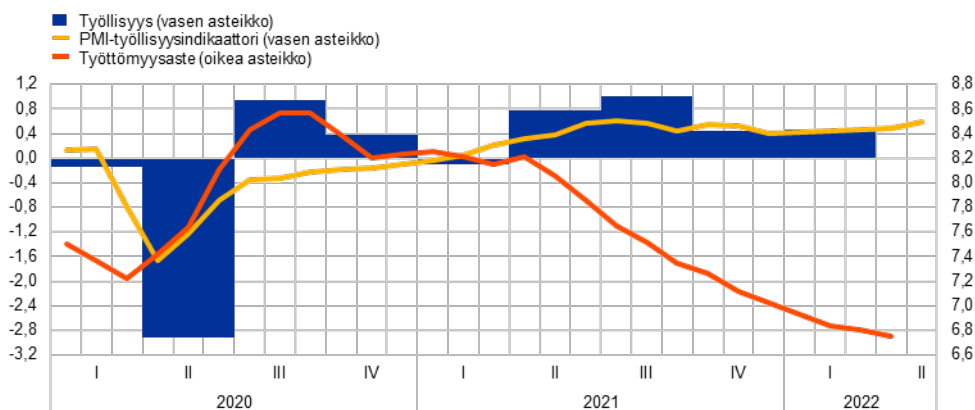
### Euroalueen työmarkkinatilanne paranee edelleen Ukrainan sodan haitallisista talousvaikutuksista huolimatta.

Huhtikuussa 2022 työttömyysaste oli 6,8 % eli jokseenkin sama kuin maaliskuussa ja 0,6 prosenttiyksikköä pienempi kuin ennen pandemiaa helmikuussa 2020 (kuviot 5 ja 6). Lukema oli alin koko euroalueen olemassaoloaikana. Kokonaistyöllisyys kasvoi 0,6 % vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä edellisestä neljänneksestä, jolloin se puolestaan oli kasvanut 0,4 %. Pandemiarajoitteiden höllentämisen ja talouden elpymisen myötä työpaikkojen säilyttämisjärjestelyjen piiriin kuuluneiden työntekijöiden määrä oli maaliskuussa 2022 enää 1,1 % työvoimasta, kun se oli vielä joulukuussa 2021 ollut 1,6 %. Käytettävissä olevat kansantalouden tilinpidon tiedot viittaavat siihen, että vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä tehtyjen työtuntien kokonaismäärä oli edelleen pienempi kuin ennen pandemiaa, erityisesti teollisuudessa ja markkinaehtoisissa palveluissa.

## Kuvio 6

### Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääällikkökyselyn työllisyyttä kuvaava indikaattori ja työttömyysaste

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



Lähteet: Eurostat, Standard & Poor's Global Ratings ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kaksi viivaa kuvaa kuukausittaista kehitystä; palkit kuvaavat neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2022 ensimmäiseltä neljännekseltä, PMI-indeksistä toukokuulta ja työttömyysasteesta huhtikuulta.

### Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit kehittyvät edelleen suotuisasti, mikä kertoo euroalueen työmarkkinoiden yleisestä häiriönsietokyvystä tähän saakka.

Ostopääällikkökyselyyn perustuva kuukausittainen PMI-kokonaistyöllisyysindikaattori nousi toukokuussa 1,2 pisteellä 55,9:ään edelliskuun 56,1:stä. Siten se myös pysyi 50 pisteen yläpuolella, joka on työllisyyden positiivista kasvua kuvaava raja-arvo. PMI-työllisyysindikaattori on elpynyt voimakkaasti huhtikuun 2020 kaikkien aikojen pohjanoteerauksesta ja on ollut helmikuusta 2021 lähtien positiivista kasvua kuvaavissa lukemissa. Sektoreittain tarkastellen PMI-työllisyysindikaattori viittaa vahvaan kehitykseen kaikilla kolmella pääsektorilla eli palveluissa, tehdasteollisuudessa ja rakentamisessa.

### Kahden vuosineljänneksen ajan supistunut yksityinen kulutus saanee vastedes pandemiarajoitusten poistumisen myötä tukea palvelujen kulutuksesta, vaikka siihen kohdistuukin merkittävää vastatuulta.

Pandemian takia heikosti vuoden aloittanut kotitalouksien kulutus heijastaa nyt puolestaan Ukrainan sodan sekä tavaratuotannon ja jakelun kapeikkojen vaikutuksia. Vähittäismyynnin kuukausikasvu oli huhtikuussa -1,3 % ja neljännesvuosikasvu vuoden ensimmäisellä neljänneksellä -0,5 %. Uusien henkilöautojen rekisteröinnit puolestaan jäivät huhtikuussa noin 7 % vähäisemmiksi kuin ensimmäisellä neljänneksellä keskimäärin, vaikka ne kasvoivatkin hieman maaliskuun 2022 aallonpohjastaan. Kuluttajien luottamus pysyi toukokuussa selvästi pitkän aikavälin keskiarvoaan heikompana, kun kotitaloudet olivat huolissaan Ukrainan sodan vaikutuksista. Kotitalouksien ja vähittäiskaupan yhtiöiden optimismi väheni myös suurten hankintojen suhteen Euroopan komission toukokuussa tekemän kuluttajien luottamuskyselyn mukaan. Kuluttajien odotukset niiden oman sekä yleistaloudellisen tilanteen kehityksestä pysyivät vaimeina, vaikka ne paranivatkin vähäisesti toukokuussa. Tämä kertoo siitä, että nopeutunut inflaatio ja lisääntynyt epävarmuus todennäköisesti rasittavat vastaisuudessa kulutuspäätöksiä (kehikko 2). Kuluttajien palvelujen kulutuksen odotetaan kuitenkin elpymään voimakkaasti pandemiarajoitusten

päättymisen myötä. Tätä arviota tukee Euroopan komission tuorein kuluttajakysely, jonka mukaan koronarajoituksetonta kesää silmällä pitäen majoituksen sekä ravitsemus- ja matkailupalvelujen odotettu kysyntä on vahvistunut sodasta ja käytettävissä olevien reaalityulojen supistumisesta huolimatta. Sulkutilojen aikana kerrytettyjen säästöjen pehmentävä vaikutus energian hintasokkiin saattaa jäädä rajalliseksi, koska säästöt keskittyvät korkeatuloisempiin kotitalouksiin, joihin energiakustannusten nousu vaikuttaa suhteellisesti vähemmän. Toisaalta pienituloisemmat kotitaloudet, joiden tuloista suurempi osuus kuluu energiaan, hyötynevät enemmän julkisrahoitteisista tulonsiirroista.

**Yritysten investoinnit supistuivat vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä Irlannin kehityksen myötä.** Muut kuin rakennusinvestoinnit supistuivat ensimmäisellä neljänneksellä 2,9 % edellisestä neljänneksestä, kun Irlannin investoinnit henkisiin omaisuustuotteisiin supistuivat voimakkaasti kumoten vuoden 2021 viimeiselle neljännekselle ajoittuneen voimakkaan kasvun vaikutukset. Investoinnit euroalueella ilman Irlantia kasvoivat 0,8 % edellisestä neljänneksestä, ja samaan aikaan Ecofin-neuvoston neljännesvuotuisen yrityskyselyn vastaajat raportoivat ennätyskellisen voimakkaasta laitepulasta. Muut kuin rakennusinvestoinnit kasvoivat edelleen kaikissa neljässä suurimmassa euroalueen maassa. Kasvu oli erityisen voimakasta Espanjassa ja toissijaisesti myös Italiassa, mikä heijasti mahdollisesti talouksien uudelleenavautumisen sekä Next Generation EU (NGEU) -ohjelman osana maksettujen ensimmäisten tukien vaikutusta. Jatkossa yritysten investointien odotetaan kärsivän Ukrainan sodan takia kohonneesta epävarmuudesta, korkeasta energian hinnasta, jatkuvista tarjontakapeikoista sekä rahoitusolojen kiristymisestä. Toisen vuosineljänneksen alussa tuoreet tiedot viittasivat yritysten luottamuksen heikkenemiseen pääomahyödykkeiden valmistajien tuotantoa ja tilauskertymää koskevien arvioiden huononemisen myötä, ja tehdasteollisuuden liikevaihdon odotettu supistuminen puolestaan kertoi yritysten investointien heikkenemisestä vuoden 2022 toisella neljänneksellä edelliseen neljännekseen verrattuna. Samaan aikaan palvelualan näkymät kohenivat, kun pandemiarajoitteita höllennettiin, ja tämän sekä NGEU-tukien odotetaan laajemmin edistävän positiivista kasvua loppuvuonna.<sup>1</sup>

**Asuinrakennusinvestoinnit kasvoivat merkittävästi vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä, mutta heikkenevät todennäköisesti lyhyellä aikavälillä.**

Asuinrakennusinvestoinnit kasvoivat vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä 4,5 % edellisestä neljänneksestä. Toisen neljänneksen osalta Euroopan komission rakentamisen trendejä kuvaava indikaattori heikkeni merkittävästi huhti- ja toukokuussa keskimäärin ensimmäisestä neljänneksestä. Myös asuinrakentamista kuvaava PMI-indeksi heikkeni merkittävästi ja painui negatiivisen kasvun alueelle toukokuussa. Mitä tulee kysyntään, Euroopan komission tuoreimpien kyselytietojen mukaan kotitalouksien remontointi- tai asunnonostoaiheet lyhyellä aikavälillä vähenivät merkittävästi toisella neljänneksellä. Tarjontapuolella puolestaan yritysten tilauskannat heikkenivät ja riittämätön kysyntä yleistyi tuotantoa rajoittavana tekijänä huhti- ja toukokuussa, vaikka se pysyikin edelleen selvästi pitkän aikavälin

<sup>1</sup> Ks. Euroopan komission puolivuositainen investointiaikakysely, joka toteutettiin maaliskuussa 2022. Sen mukaan investointisuunnitelmat vuodelle 2022 supistuivat viimevuotisista tehdasteollisuudessa mutta kasvoivat palvelualalla.

keskiarvonsa alapuolella. Lisäksi yritysten tuotantoa rajoittivat edelleen merkittävät työvoiman ja raaka-aineiden (kuten teräksen ja puutavaran) tarjontakapeikat, jotka pahenivat Ukrainan sodan alettua ja johtivat rakennuskustannusten voimakkaaseen nousuun. Rakennuskustannusten kasvu yhdistettynä vähemmän suotuisiin rahoitusoloihin todennäköisesti rasittaa asuntojen kysyntää ja yhdessä tarjontarajoitteiden kanssa hillitsee asuinrakennusinvestointien kasvua.

### **Euroalueen ulkomaankaupan kasvu menetti puhtinsa viennin heikentymisen myötä, ja odotettavissa on vaikeita kaupanäkymiä erityisesti tehdasteollisuudelle.**

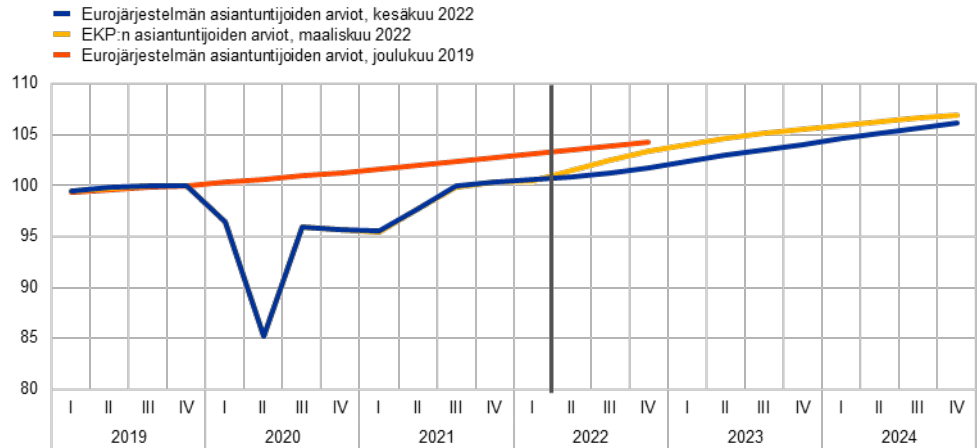
Helmi- ja maaliskuussa 2022 nimellinen tavaravienti euroalueen ulkopuolelle heikkeni, kun taas tavaroiden tuonti euroalueelle jatkoi kasvuaan. Kauppatase kallistui entistä syvempään alijäämään energian tuonnin kustannusten kasvun ja heikon viennin myötä. Vienti Kiinaan väheni pandemiarajoitteiden takia, ja vienti Venäjälle puolittui pakotteiden sekä markkinaosapuolten omaehtoisien käyttäytymisen seurauksena. Lyhyen aikavälin kuljetus- ja kyselyindikaattorit kertovat tarjontakapeikkojen mahdollisesti kiristyneen jälleen. Esimerkiksi keskeisiin satamiin pysähdyksiin jääneiden hyödykkeiden määrä kasvoi toukokuussa 2022 sekä Kiinan pandemiarajoitteiden että Ukrainan sodan takia. Näistä tekijöistä johtuva ulkomaisen kysynnän heikkeneminen näkyi myös tehdasteollisuuden vientitilausten ennakoivassa indikaattorissa, joka heikkeni toukokuussa hieman syvemmälle negatiivista kasvua osoittavalle alueelle. Sitä vastoin palvelualan vientitilausten PMI-indeksi on noussut positiivisen kasvun alueelle Euroopan pandemiarajoitteiden höllentämisen myötä. Erityisesti kyselytutkimuksiin perustuvat indikaattorit ja matkojen varaukset viittaavat turismin voimakkaaseen elpymiseen tänä kesänä.

### **Lyhyen aikavälin heikkoudesta huolimatta euroalueen talouden odotetaan jälleen vahvistuvan vuoden loppua kohti ja kasvavan verrattain hyvää vauhtia.**

Näihin näkymiin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Euroalueen talousnäkymiä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arvioiden mukaan BKT:n vuotuinen kasvuvauhti on 2,8 % vuonna 2022 ja 2,1 % vuonna 2023 sekä 2,1 % vuonna 2017 (kuvio 7). EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioihin verrattuna näkymiä on tarkistettu merkittävästi heikommiksi vuosille 2022 ja 2023 pitkälti Ukrainan sodan taloudellisten vaikutusten takia. Sitä vastoin vuoden 2024 näkymiä on tarkistettu vahvemmitse, koska talouden odotetaan elpyvän haitallisten tekijöiden päättymisen jälkeen.

## Kuvio 7 Euroalueen BKT

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



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 9.6.2022 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot, kesäkuu 2022](#)".

Huom. Pystyviiva merkitsee EKP:n asiantuntijoiden kesäkuun 2022 kokonaistaloudellisten arvioiden arviointijakson alkua euroalueen BKT:n tuoreimman havainnon jälkeen, joka on vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä.

**Maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit painottuvat edelleen odotettua hitaamman kasvun suuntaan.** Yksi keskeistä riskeistä on Venäjän energiatarjonnan vakava häiriö Euroopassa EU:n pakotteiden käyttöönoton seurauksena, mikä nostaisi energian hintaa entisestään ja johtaisi tuotannon vähennyksiin.



## Hinnat ja kustannukset

Eurostatin pika-arvion mukaan inflaatio kiihtyi toukokuussa edelleen 8,1 prosenttiin pääasiassa energian ja elintarvikkeiden hintojen noustessa voimakkaasti muun muassa sodan vaikutuksesta. Hintojen nousu on kiihtynyt myös tarjontakapeikkojen kiristyttyä uudelleen ja kotimaisen kysynnän elvyttyä erityisesti palvelualalla talouden uudelleenavautumisen myötä. Kaiken kaikkiaan inflaatiopaineet ovat laajentuneet ja voimistuneet, ja palkkojen kasvu on alkanut kiihtyä. Vaikka useimmat pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattoreista, jotka on johdettu rahoitusmarkkinoilta ja asiantuntijakyselyistä, viittaavat edelleen noin kahden prosentin inflaatiouauhtiin, ensimmäiset merkit näiden mittarien noususta tavoitevauhdin yläpuolelle antavat aihetta tiiviiseen tarkkailuun. Eurojärjestelmän asiantuntijat ovat tarkistaneet arviotaan inflaation perusskenaariosta kesäkuun 2022 arvioissa selvästi EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arviota korkeammaksi. Uusissa arvioissa vuotuisen inflaatiouauhdin ennakoidaan olevan 6,8 % tänä vuonna, 3,5 % vuonna 2023 ja 2,1 % vuonna 2024.

### Eurostatin toukokuun pika-arvion mukaan YKHI-inflaatio kiihtyi

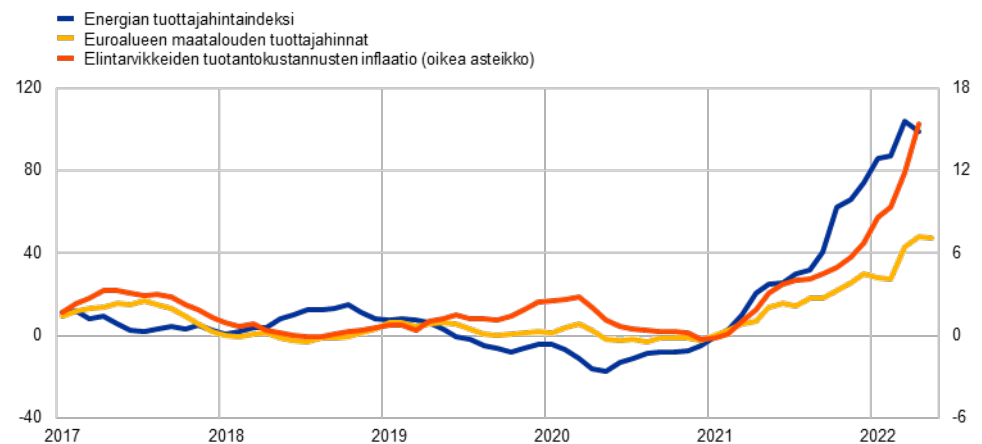
**voimakkaimmilleen euron historian aikana.** Kiihtyminen 7,4 prosentista

huhtikuussa 8,1 prosenttiin toukokuussa johtui kaikkien pääerien, mutta erityisesti energian ja elintarvikkeiden, aiempaa nopeammasta kallistumisesta. Energian kuluttajahinnat, jotka ovat edelleen kokonaisinflaation tärkein taustatekijä, nousivat taas maltillistuttuaan hieman huhtikuussa. Kaasun, öljyn ja sähkön korkeat tukkuhinnat sekä kohonneet liikennepolttoaineiden (erityisesti dieselin) jalostus- ja jakelumarginaalit kumoavat euroalueen maissa käynnistettyjen tukitoimien inflaatiota hillitsevän vaikutuksen. Myös elintarvikkeiden hintojen nousu kiihtyi tuntuvasti, kun globaalit elintarvikehyödykkeiden hinnat ja kotimaiset tuottajahinnat nousivat muun muassa energian ja lannoitteiden hintoihin liittyvien kustannustekijöiden vaikutuksesta (kuvio 8).

### Kuvio 8

#### Energian ja elintarvikkeiden tuotantopanosten kustannuspaine

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: Eurostat.

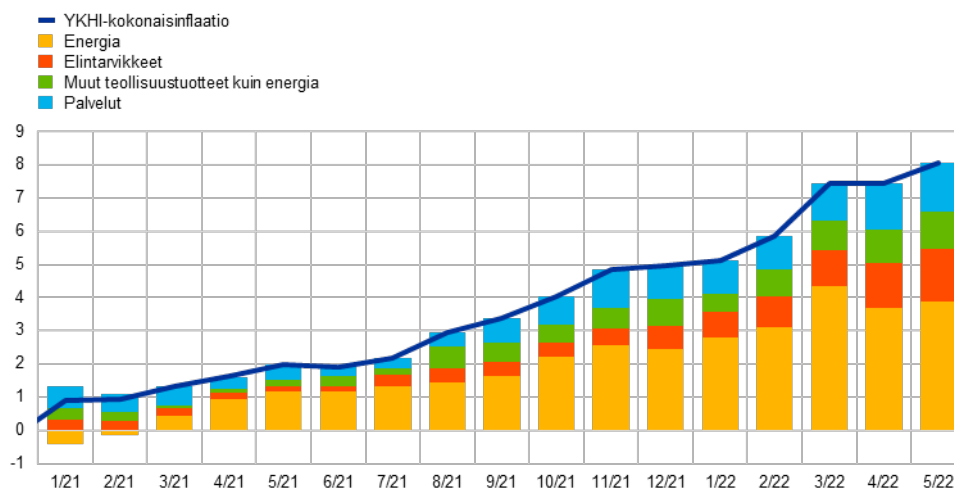
Huom. Tuoreimmat havainnot euroalueen maatalouden tuottajahinnoista ovat toukokuulta ja muista tekijöistä huhtikuulta.

**YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) kiihtyi 3,8 prosenttiin, kun sekä muiden teollisuustuotteiden kuin energian että palvelujen hintojen nousu kiihtyi (kuvio 9).** Myös tämä johtui pääasiassa tuotantopanosten eli energian hinnan voimakkaasta kallistumisesta. Muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaatio heijastelee edelleen globaaleja tarjontahäiriöitä, jotka ovat kiristyneet Ukrainan sodan sekä Kiinan pandemiakehityksen seurauksena. Palvelujen hintojen inflaatio liittyy talouksien uudelleenavautumiseen pandemiarajoitusten päätyttyä, mistä kertoo majoitus- ja vapaa-ajan palvelujen verrattain suuri vaikutus inflaatioon huhtikuussa 2022.

### Kuvio 9

#### Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat toukokuulta 2022 (pika-arvio).

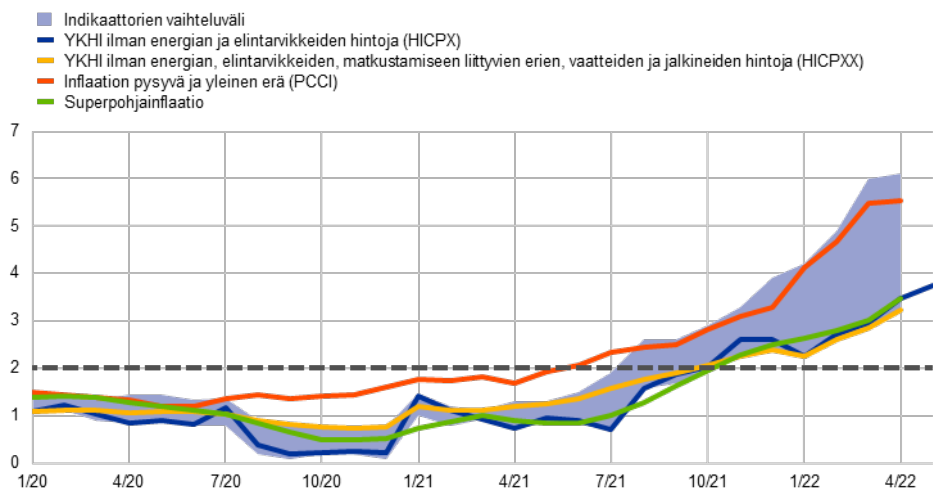
#### Monet pohjainflaatioindikaattorit nousivat yli 3 prosenttiin (kuvio 10).

Inflaatioerien poissulkemisiin perustuvat pohjainflaatioindikaattorit ovat viime kuukausina nousseet edelleen, kun nopea inflaatio on tavoittanut yhä useampia YKHI-eriä. Toukokuussa 2022 HICPX-inflaatio kiihtyi 3,8 prosenttiin huhtikuun 3,5 prosentista. Muut pohjainflaatioindikaattorit eivät vielä ole saatavilla huhtikuuta tuoreemmilla tiedoilla. Tuolloin HICPXX-inflaatio (josta on suljettu pois energian ja elintarvikkeiden lisäksi matkustamiseen liittyvät erät, vaatteet ja jalkineet) kiihtyi 3,2 prosenttiin. Inflaatioerien poissulkemisiin perustuvien indikaattorien nousua voidaan havainnollistaa YKHI-koriin kuuluvien alaerien jakauman avulla. Huhtikuussa lähes 80 % alaristä kallistui yli 2 prosentin vuotuista vauhtia. Samaan aikaan malliin perustuva inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) oli huhtikuussa 5,5 %, ja suhdanneherkistä YKHI-eristä koostuva superpohjainflaatio kiihtyi 3,5 prosenttiin maaliskuun 3,0 prosentista. On kuitenkin edelleen epävarmaa, miten sitkeäksi nousu jää. Pohjainflaation kiihtymisen voidaan suurelta osin katsoa johtuvan energian ja elintarvikkeiden voimakkaan kallistumisen epäsuorista vaikutuksista sekä kysynnän ja tarjonnan suhteen poikkeuksellisesta kehityksestä, joka liittyy pandemiaan ja Venäjän hyökkäyssotaan Ukrainassa. Vastaisuudessa palkkojen kehitys on yksi keskeinen tulevan inflaatiokehityksen taustatekijä.

## Kuvio 10

### Pohjaininflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjaininflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX); YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja (HICPXX); YKHIn keskitetty keskiarvo (10 %); YKHIn keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHIn painotettu mediaani. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2022 lukuun ottamatta HICPX:ää (joka on toukokuun 2022 pika-arvio).

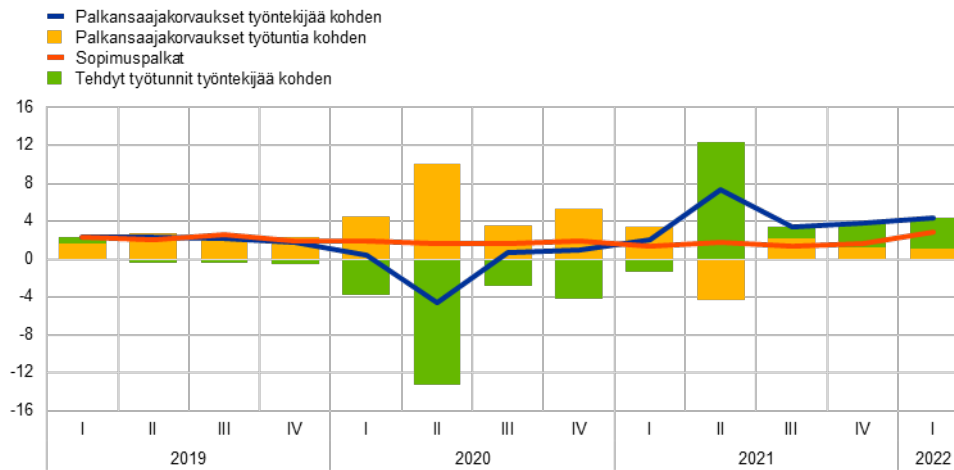
### Tuoreimmat tiedot sopimuspalkoista kertovat nousun voimistumisesta, joskin kertaluonteiset maksut huomioon ottaen se on pysynyt maltillisena (kuvio 11).

Sopimuspalkkojen nousuvauhti kiihtyi vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä 2,8 prosenttiin edellisen neljänneksen 1,6 prosentista. Havaittu nousu ei kuvaa täydellisesti peruspalkkojen kasvua, sillä työehtosopimuksiin sisältyy yleisesti myös työntekijöille maksettuja kertaluonteisia korvauksia, jotka liittyvät poikkeukselliseen pandemia-ajan kehitykseen. Tuoreimmat tiedot vuoden 2022 alun jälkeen solmituista työehtosopimuksista vahvistavat käsitystä palkkakehityksen jonkinasteisesta vahvistumisesta, joskin palkkojen kasvu on pysynyt tähänhetkiseen inflaatiovauhtiin verrattuna kurissa. Palkkakehitys työntekijää kohden lasketuilla palkansaajakorvauksilla mitattuna vahvistui edelleen vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin se kiihtyi 4,4 prosenttiin edellisen neljänneksen 3,8 prosentista. Kasvu kuitenkin johtui pääasiassa tehtyjen työtuntien määrän kasvusta, kun taas työtuntia kohden laskettu palkansaajakorvaus kasvoi selvästi maltillisempaa 1,1 prosentin vuotuista vauhtia. Näihin indikaattoreihin sisältyvät pandemiavääristymät ovat vähenemään päin, koska valtioiden toteuttamien työpaikkojen säilyttämistoimien vaikutus on vähentynyt.

## Kuvio 11

### Palkansaajakorvaukset työntekijää ja työtuntia kohti

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2022 ensimmäiseltä neljännekseltä.

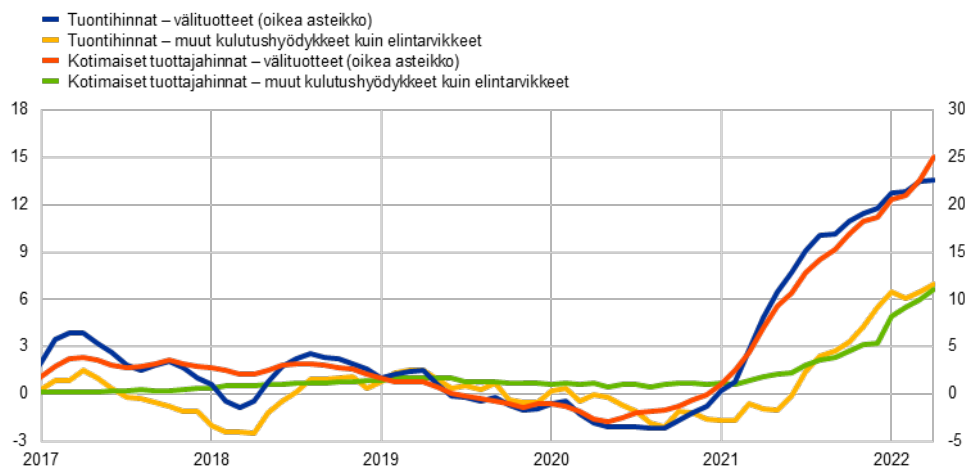
### Muiden teollisuustuotteiden kuin energian tuotantoketjun hintapaineet ovat kiristyneet edelleen kaikissa hinnoitteluketjun vaiheissa (kuvio 12).

Kustannuspaineet kiristyivät edelleen uudelle huipputasolle toimitusketjujen häiriöiden sekä globaalien hyödykehintojen kehityksen myötä, joka koski erityisesti energiaa mutta myös joitakin metalleja. YKHLin sisältyvien muiden teollisuustuotteiden kuin energian hinnoitteluketjun alkupäässä välituotteiden kotimaisten tuottajahintojen vuotuinen nousuvauhti kiihtyi 25,1 prosenttiin huhtikuussa 2022 edelliskuun 22,7 prosentista. Myös välituotteiden tuontihinnat kasvoivat edelleen ripeään tahtiin (huhtikuussa 22,6 % ja maaliskuussa 22,4 %). Tuotantokustannuspaineet näkyvät selvemmin myös hinnoitteluketjun loppupäässä, sillä muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimainen tuottajahintainflaatio kiihtyi maaliskuun 6,0 prosentista 6,7 prosenttiin huhtikuussa. Tämä on poikkeuksellisen korkea taso verrattuna vuosien 2001–2019 keskiarvoon, joka on 0,6 %. Muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuontihintainflaatio kiihtyi niin ikään huhtikuussa 7,0 prosenttiin hidastuttuaan hieman helmikuusta maaliskuuhun. Kaiken kaikkiaan muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuonti- ja tuottajahintojen kehitys viittaa siihen, että YKHL-inflaatioon kuuluva muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaatioerä pysyy todennäköisesti lyhyellä aikavälillä koholla. Myös tehdasteollisuuden myyntihintaodotuksia koskevat tiedot viittaavat tähän.

## Kuvio 12

### Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuontihintojen tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2022.

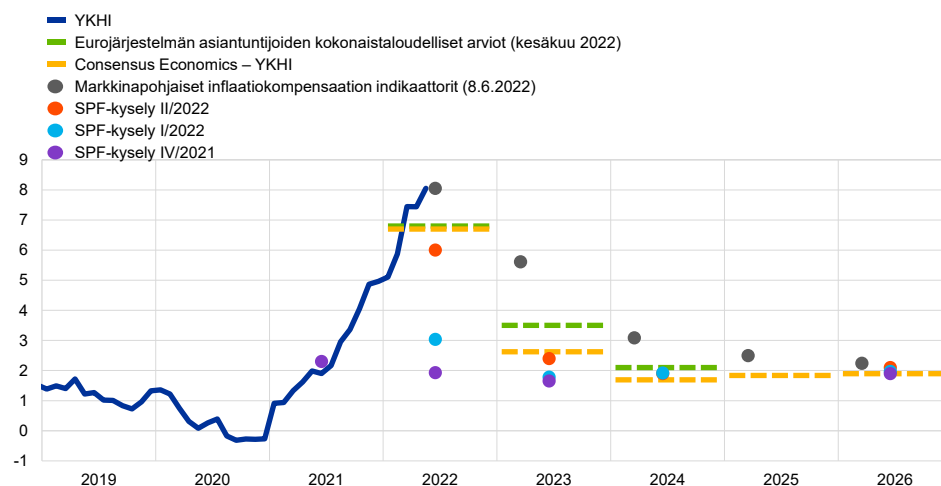
**Euroalueen markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit nousivat selvästi hyvin lyhyelle aikavälille mutta laskivat jonkin verran pidemmille aikaväleille, kun tarjontarajoitteet kiristyivät ja talouden näkymät varjostuivat (kuvio 13).** Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten indikaattorien (jotka

perustuvat YKHI-inflaation ilman tupakkaa) mukaan euroalueen inflaatio huipentuisi lähes 9 prosenttiin vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä. Samaisten indikaattorien mukaan inflaatio pysyy vuoden 2022 loppuun saakka 8 prosentin tuntumassa eli 3 prosenttiyksikköä korkeammalla kuin EKP:n neuvoston maaliskuun kokouksen aikaan ja palautuu sitten vuoden 2024 puoliväliin mennessä hieman yli 2,5 prosenttiin. Inflaatiokompensaation pitkän aikavälin mittarit ovat viime aikoina jälleen laskeneet jossain määrin vuoden alkupuoliskon voimakkaasta noususta. Johdannaispimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden päästä nousi toukokuun alussa tilapäisesti 2,49 prosenttiin mutta laski sitten tarkastelujakson lopuksi 2,28 prosenttiin. On tärkeää huomata, etteivät inflaatiokompensaation markkinapohjaiset mittarit tarkoita markkinaosapuolten varsinaisia inflaatio-odotuksia, vaan niihin sisältyy myös inflaation epävarmuutta kompensoiva inflaatoriskipreemio. Tällä hetkellä kyseisten preemioiden arvioidaan olevan positiivisia, mikä tarkoittaisi todellisten inflaatio-odotusten olevan alempia ja siten lähempänä EKP:n symmetristä 2 prosentin inflaatiotavoitetta kuin pitempiaikaisten inflaatiokompensaation markkinapohjaisten mittarien lukemat. EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselyn vuoden 2022 toisen neljänneksen tulosten mukaan pitkän aikavälin inflaatio-odotukset (vuodelle 2026) nousivat edelleen ja olivat 2,1 %, kun taas Consensus Economicsin mukaan odotettu inflaatiovauhti oli 1,9 %.

### Kuvio 13

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

(vuotuinen prosenttimuutos)



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

Huom. Inflaatiokompensaation markkinapohjaisten indikaattorien aikasarja perustuu toteutuneeseen vuotuisen inflaatiovauhtiin sekä eteenpäin katsovaan vuotuisen inflaatiovauhtiin yhden, kahden, kolmen ja neljän vuoden päästä. Tuoreimmat havainnot markkinapohjaisista inflaatiokompensaation indikaattoreista on poimittu 8.6.2022. Vuoden 2022 toisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kysely suoritettiin 1.–4.4.2022. Consensus Economicsin ennusteet vuosille 2024, 2025 ja 2026 perustuvat huhtikuussa 2022 käytettävissä olleisiin tietoihin ja ennusteet vuosille 2022 ja 2023 perustuvat toukokuussa 2022 käytettävissä olleisiin tietoihin. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 24.5.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin.

#### Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen vuotuinen inflaatiovauhti pysyy lyhyellä aikavälillä koholla ja hidastuu sitten 3,5 prosenttiin vuonna 2023 ja edelleen 2,1 prosenttiin vuonna 2024.

Inflaation voimakkaan kiihtymisen myötä odotettavissa on aiempaa nopeampaa ja sitkeämpää inflaatiota: kokonaisinflaation odotetaan pysyvän vuonna 2022 hyvin voimakkaana keskimäärin 6,8 prosentissa. Tämä heijastaa öljyn ja kaasun hinnannousua, elintarvikehyödykkeiden kallistumista Ukrainan sodan vaikutuksesta sekä talouksien uudelleenavautumiseen ja globaaleihin tarjontakapeikkoihin liittyviä vaikutuksia. Sen jälkeen energian ja elintarvikkeiden poikkeuksellisen hintakehityksen odotetaan rauhoittuvan, ja kun myös rahapolitiikka normalisoituu edelleen vallitsevien korko-odotusten mukaisesti, kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan 3,5 prosenttiin vuonna 2023 ja 2,1 prosenttiin vuonna 2024. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan niin ikään pysyvän koholla lyhyellä aikavälillä tarjontakapeikkojen, energiakustannusten ja uudelleenavautumiseen liittyvien vaikutusten myötä. Ennustejakson loppua kohden HICPX-inflaatio hidastuu näiden paineiden hellittäessä mutta pysyy koholla selvästi historiallisia keskiarvoja ripeämmän palkkojen kasvun takia, kun talouden elpyminen pitää työmarkkinatilanteen kireänä ja inflaation kiihtymistä kompensoidaan jossain määrin palkankorotuksin. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioihin verrattuna inflaationäkymiä on tarkistettu 1,7 prosenttiyksikköä korkeammiksi vuonna 2022, 1,4 prosenttiyksikköä korkeammiksi vuonna 2023 ja 0,2 prosenttiyksikköä korkeammiksi vuonna 2024.

## Kuvio 14

### Euroalueen YKHI-inflaatio sekä YKHI-inflaatio ilman elintarvikkeita ja energiaa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2022).

Huom. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua. Viimeisin havainto vuoden 2022 ensimmäiseltä neljännekseltä (tiedot) ja vuoden 2024 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Kokonaistaloudelliset arviot perustuvat 24.5.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin. YKHI-inflaation sekä ilman energiaa ja elintarvikkeita lasketun YKHI-inflaation historialliset tiedot ovat neljännesvuotuisia. YKHI-inflaation ennusteet puolestaan ovat neljännesvuotuisia ja ilman energiaa ja elintarvikkeita lasketun YKHI-inflaation ennusteet vuosittaisia.



## 4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

*Tarkastelujaksolla (10.3.–8.6.2022) euroalueen riskittömät korot nousivat huomattavasti rahapolitiikkaa koskevien odotusten korjausliikkeen myötä. Markkinaosapuolet odottavat nyt rahapolitiikan tiukentuvan entistä nopeammin, ja euron lyhyen €STR-viitekoron aikarakennetta kuvaava käyrä jyrkkeni huomattavasti, kun markkinaosapuolet ennakoivat ohjauksen ensimmäisen 0,25 prosenttiyksikön noston tapahtuvan EKP:n neuvoston heinäkuun rahapolitiikkakokouksessa. Pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat maailmanlaajuisesti inflatiopaineiden lietsossa odotuksia rahapolitiikan nopeammasta normalisoitumisesta. Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot enimmäkseen kasvoivat samaan tahtiin riskittömien korkojen kanssa, joskin tuottoerot levenivät hieman enemmän velkaantuneemmissa maissa. Euroopan osakemarkkinoilla ja yritysten joukkolainamarkkinoilla nähtiin kaksi vaihetta: ensiksi elpyminen sodan aiheuttamista tappioista ja sitten laskusuuntaus pitkän aikavälin tulosodotusten heiketessä ja riskittömien korkojen noustessa. Euron kauppapainotteinen kurssi heikkeni pääsääntöisesti edelleen, ja kahdenvälisen kurssien kehitys oli vaihtelevaa.*

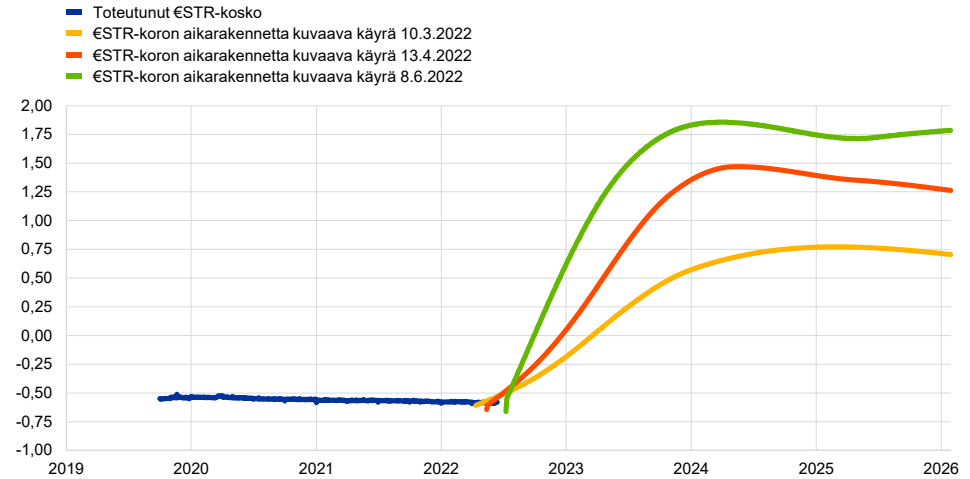
**Euroalueen riskittömät korot ovat nousseet huomattavasti EKP:n neuvoston maaliskuun kokouksen jälkeen, kun rahapolitiikkaan kohdistuvat markkinaosapuolten odotukset ovat muuttuneet. Odotuksena on nyt nopeampi rahapolitiikan tiukentuminen, ja EKP:n neuvoston odotetaan aloittavan ohjauksen nostamisen 0,25 prosenttiyksiköllä heinäkuun kokouksessaan.**

Tarkastelujakson aikana €STR-viitekorke oli keskimäärin -0,58 %, ja ylimääräinen likviditeetti kasvoi noin 136 miljardia euroa 4 613 miljardiin euroon. Samalla €STR-viitekorkoon perustuvien yön yli -indeksiswapkorkojen (OIS-korkojen) tuottokäyrä jyrkkeni huomattavasti EKP:n neuvoston huhtikuisen kokouksen jälkeen (kuvio 15). Tämä viittaa siihen, että markkinaosapuolet ovat tarkistaneet rahapolitiikkaan kohdistuvia odotuksiaan inflatiopaineiden kasvettua ja EKP:n neuvoston ilmoitettua omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) toteutettavien netto-ostojen lopettamisesta kolmannella neljänneksellä. Niinpä ajankohta, jona markkinaosapuolet ennakoivat ohjauksen ensimmäisen 0,25 prosenttiyksikön noston tapahtuvan, siirtyi huomattavasti aiemmaksi eli heinäkuuhun 2022. Sen lisäksi markkinaosapuolet ennakoivat vuonna 2022 ohjaukseen vielä kolmea 0,25 prosenttiyksikön nostoa.

## Kuvio 15

### €STR-termiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

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

### Pitkien joukkolainojen tuotot ovat kasvaneet maailmanlaajuisesti, kun inflatiopaineet lietsovat odotuksia rahapolitiikan nopeammasta normalisoitumisesta (kuvio 16).

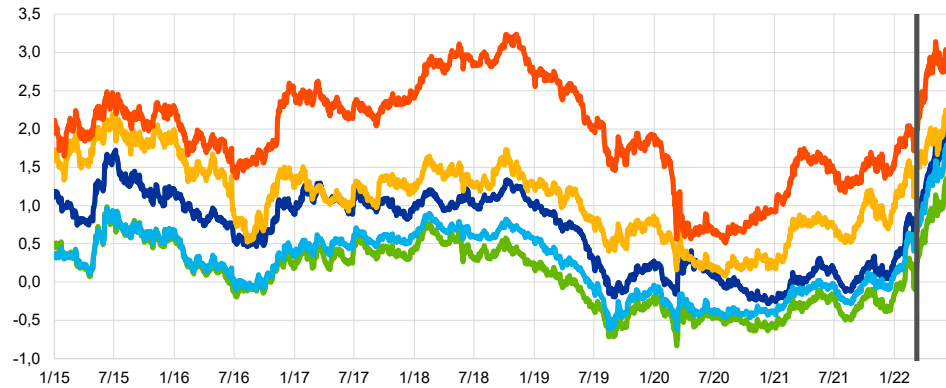
Tarkastelujaksolla joukkolainojen tuotot kasvoivat maailmanlaajuisesti markkinaosapuolten ennakoidessa keskuspankkien ohjauksorkojen nosta, vaikka talousnäkymien heikentymisen riski onkin entistä suurempi. Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen keskimääräinen BKT-painotettu tuotto kasvoi 1,18 prosenttiyksikköä 2,05 prosenttiin eli edellisen kerran vuoden 2015 puolivälissä kirjatulle tasolle. Toukokuisesta pienestä laskusta huolimatta Yhdysvaltain 10 vuoden valtion joukkolainojen tuotot kasvoivat tarkastelujakson aikana 1,02 prosenttiyksikköä 3,03 prosenttiin, mikä pääpiirteissään vastasi euroalueen kehitystä. Samaan tapaan Ison-Britannian 10 vuoden valtion joukkolainojen tuotot kasvoivat 0,72 prosenttiyksikköä (2,25 prosenttiin) ja Saksan 1,08 prosenttiyksikköä (1,36 prosenttiin).

### Kuvio 16

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

(vuotuinen tuotto prosentteina)

- BKT-painotettu euroalueen keskiarvo
- Iso-Britannia
- Yhdysvallat
- Saksa
- Euroalueen 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

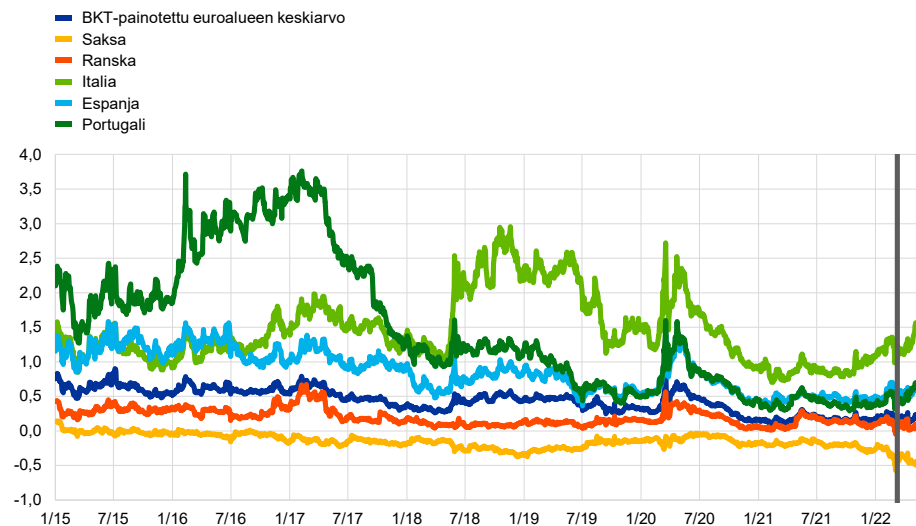
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.3.2022. Tuoreimmat havainnot 8.6.2022.

**Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot kasvoivat yleisesti samaan tahtiin riskittömien korkojen kanssa, vaikkakin tuottoerojen leveneminen oli hieman suurempaa velkaantuneemmissa maissa (kuvio 17).** Euroalueen 10 vuoden joukkolainojen keskimääräinen BKT-painotettu tuottoero yön yli -indeksiswapkorkoon nähden pysyi tarkastelujaksolla vakaana ja kasvoi vain 0,09 prosenttiyksikköä. Velkaantuneemmissa maissa korjausliike oli hieman vahvempi. Esimerkiksi Italian 10 vuoden valtion joukkolainojen tuottoero leveni tarkastelujaksolla 0,44 prosenttiyksikköä ja Portugalin 0,27 prosenttiyksikköä. Saksan 10 vuoden valtion joukkolainojen tuottoero puolestaan painui 0,02 prosenttiyksikköä negatiivisemmaksi.

## Kuvio 17

### 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot yön yli -indeksiswapkorkoon (OIS) nähden

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.3.2022. Tuoreimmat havainnot 8.6.2022.

#### **Tarkastelujakson alkupuoliskolla yritysten joukkolainojen tuottoero kapeni riskinottohalukkuuden kohennuttua, mutta heikkeni sitten, kun talousnäköymien heikentymisen riski kasvoi ja riskittömät korot nousivat.**

Alkupuoliskon kohentuneesta riskinottohalukkuudesta johtuneen vahvan supistumisen jälkeen euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot levenivät huomattavasti EKP:n neuvoston huhtikuisen kokouksen jälkeen, ja ero investment-grade- ja high-yield -luokan joukkolainojen välillä suureni. Tarkastelujaksolla muiden kuin rahoitussektorin yritysten investment-grade-luokan joukkolainojen tuottoero kapeni 0,02 prosenttiyksikköä 0,67 prosenttiyksikköön, kun taas rahoitussektorin yritysten joukkolainojen tuottoero kapeni 0,05 prosenttiyksikköä. Tämän seurauksena tuottoerot ovat lähellä pandemiaa edeltäneitä keskiarvoja ja näyttävät tällä hetkellä pysyvän vakaina rahapolitiikan normalisoitumista koskevista odotuksista huolimatta.

#### **Kohentuneen ilmapiirin tukemana Euroopan osakemarkkinat elpyivät aluksi sodan tuomista tappioista, mutta laskivat tarkastelujakson jälkipuoliskolla. Laskun syynä olivat talousnäköymien heikkenemisen riski, huonontuneet tulosodotukset ja riskittömien korkojen nousu (kuvio 18).**

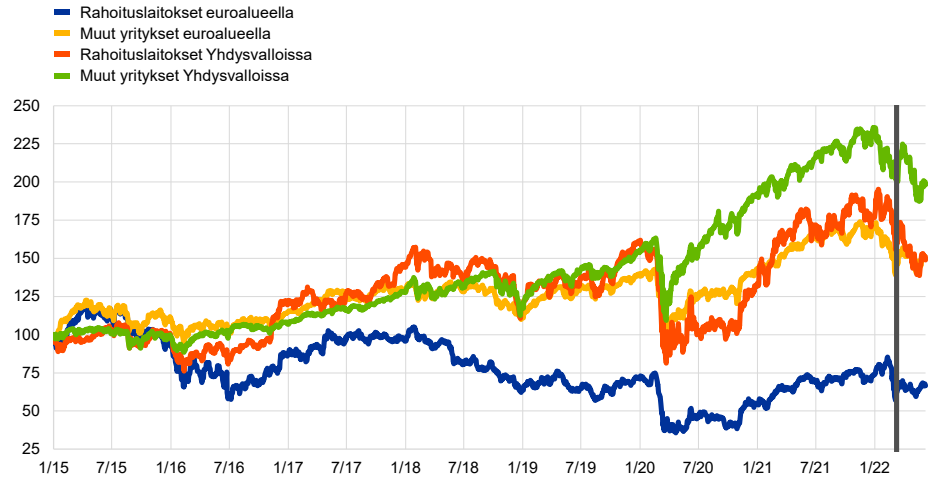
Euroopan osakemarkkinat elpyivät tarkastelujakson alkupuoliskolla Venäjän sotatoimien aiheuttamasta jyrkästä laskusta. Elpymistä edisti kohentunut riskinottohalukkuus, kun sodan vaikutukset vaikuttivat pysyvän hallinnassa ja vuoden ensimmäisen neljänneksen tuloskausi osoittautui yllättävän vahvaksi. Tarkastelujakson loppupuolella osakehinnat kuitenkin laskivat jonkin verran talousnäköymien muuttuessa synkemmiksi, kun Kiinan uudet sulkutoimet lisäsivät epävarmuutta. Tämän seurauksena pitkän aikavälin tulosodotukset alkoivat laskea, joskin lähtötaso oli korkea. Tarkastelujaksolla euroalueen yritysten osakehinnat nousivat 4,1 % ja pankkien osakehinnat 7,1 % huolimatta riskittömien korkojen merkittävästä noususta. Yhdysvalloissa taantuman pelon kasvaessa nähty riskipitoisten

omaisuuslajien myyntialto laski yritysten osakehintoja 3,7 % ja pankkien osakehintoja 7,5 %.

### Kuvio 18

#### Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Normalisoitu (100) 1.1.2015. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 10.3.2022. Tuoreimmat havainnot 8.6.2022.

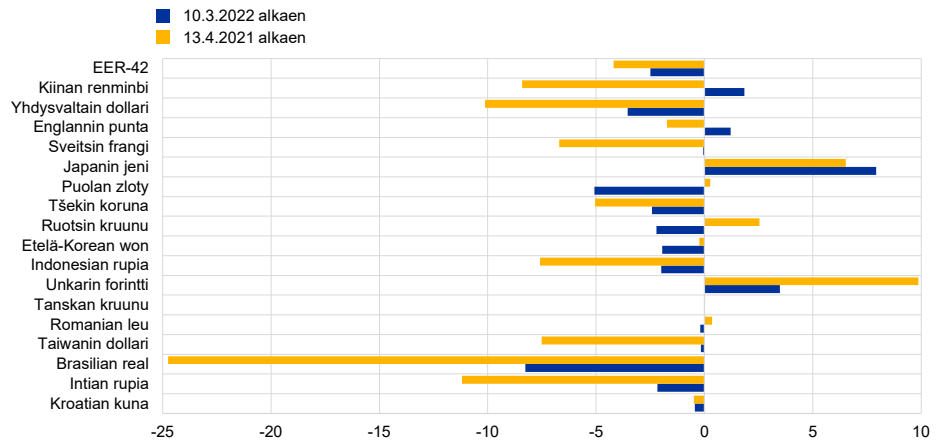
#### Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi heikkeni edelleen, ja kahdenvälisten kurssien kehitys oli vaihtelevaa (kuvio 19).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 42 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni tarkastelujaksolla 2,5 %. Taustalla oli euron heikkeneminen Yhdysvaltain dollariin nähden (3,5 prosentilla) – kun Yhdysvaltain keskuspankin ennakoitiin tiukentavan rahapolitiikkaa aiemmin odotettua nopeammin – sekä useiden nousevien talouksien valuuttoihin nähden. Euro kuitenkin vahvistui Japanin jeniin (7,9 %), Englannin puntaan (1,2 %) ja Kiinan renminbiin (1,8 %) nähden.

## Kuvio 19

### Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. EER-42 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 42 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 8.6.2022 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

## 5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

*Pankkien rahoitus- ja luotonantotilanne kiristyi edelleen huhti-toukokuussa, kun talousnäköymien epävarmuus kasvoi ja rahapolitiikan normalisoitumista koskevat odotukset vahvistuivat. Yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen pankkilainojen korot ovat alkaneet nousta mukaillen riskittömien markkinakorkojen yleistä nousua. Tarkastelujakson aikana yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoi merkittävästi samalla, kun osakerahoituksen kustannus supistui. Luotonanto yrityksille ja kotitalouksille jatkuu vankkana. Kyselytutkimuksiin perustuvat tiedot osoittavat kuitenkin, että kaikenkokoiset yritykset kaikissa kokoluokissa kokevat rahoitusolojen huonontuneen. Rahan luomisessa normalisoituminen on jatkunut, kun yritysten ja kotitalouksien talletusten kerryttäminen on edelleen vähentynyt pandemian aikaiselta korkealta tasoltaan.*

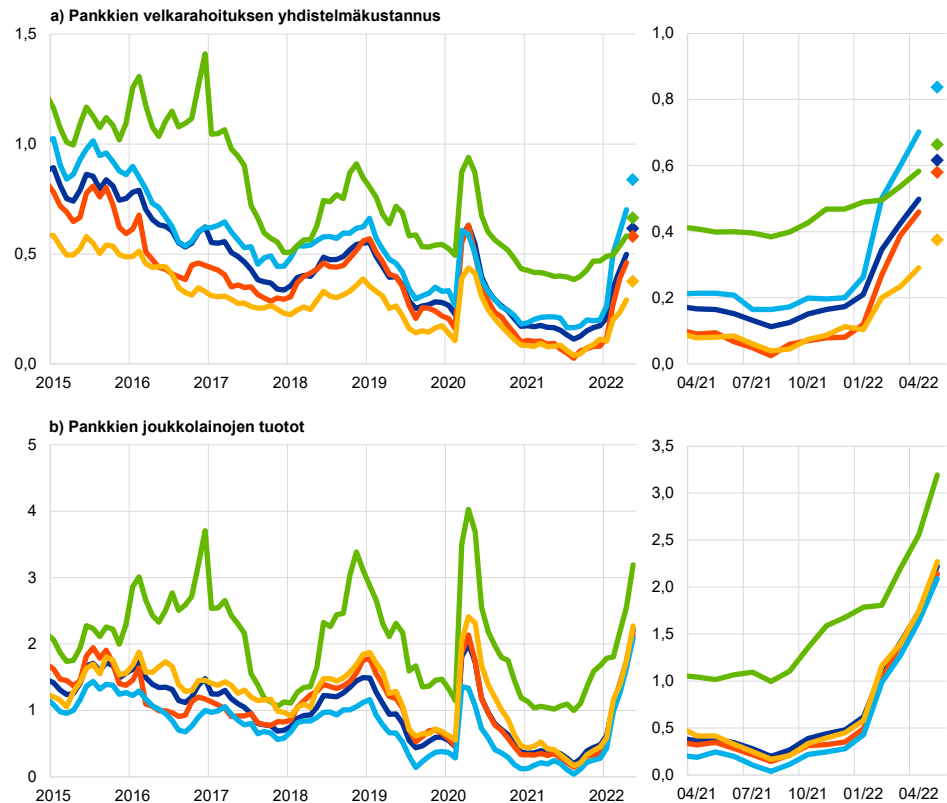
**Euroalueen pankkien rahoituskustannukset ovat edelleen nousseet, ja odotukset rahapolitiikan normalisoitumisesta ovat vahvistuneet.** Pikaennusteen mukaan euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus jatkoi toukokuussa kasvuaan, joka alkoi elokuussa 2021 (kuvion 20 kohta a). Kasvun taustalla oli pääasiassa pankkien joukkolainojen tuottojen kasvu (kuvion 20 kohta b), joka taas johtui riskittömien korkojen noususta. Kaksi tekijää on toistaiseksi ollut hillitsemässä pankkien kokonaisrahoituskustannuksiin kohdistuvaa inflaatiopainetta. Ensinnäkin talletuskorot, jotka muodostavat suuren osan euroalueen pankkien rahoituksesta, ovat pysytelleet vakaina ja lähellä alimpia tasojaan. Toiseksi kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ovat tarjonneet pankeille likviditeettiä suotuisin ehdoin. Tämä lieventävä vaikutus kuitenkin todennäköisesti heikentyy tulevilla vuosineljänneksillä, kun talletuskorkojen odotetaan nousevan markkinakorkojen nousun mukaisesti ja kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaettua likviditeettiä maksetaan takaisin.

## Kuvio 20

### Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

(vuotuisina prosentteina)

— Euroalue  
— Saksa  
— Ranska  
— Italia  
— Espanja



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

Huom. Pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisen velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen painotettu keskiarvo. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna vastaavilla talletuskannan määrillä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Vinoneliöt edustavat pikaennusteita pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksesta toukokuussa 2022 sillä oletuksella, että talletusten yhdistelmäkustannus ja painotukseen käytetyt vastaavat kannan määrät pysyivät ennallaan huhtikuun 2022 tasolla. Tuoreimmat havainnot on päivätty 31.5.2022 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta ja huhtikuussa 2022 talletusten yhdistelmäkustannuksen osalta.

### Yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen pankkilainojen korot ovat alkaneet nousta mukailien riskittömien markkinakorkojen nousua, joskin ne pysyttelevät edelleen alhaisella tasolla (kuvio 21).

Euroalueen valtion joukkolainojen tuottojen viimeaikainen jyrkkä kasvu on alkanut välittyä lainakorkoihin, vaikka yritysten ja kotitalouksien rahoitusolot ovat edelleen suotuisat ja lainakorkojen hajonta on maiden välisellä keskihajonnalla mitattuna hillittyä (kuvio 21).

Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkorko nousi huhtikuussa jyrkästi 0,14 prosenttiyksiköllä 1,61 prosenttiin, kun taas yrityslainojen vastaava korko nousi vain hiukan 1,51 prosenttiin. Pankkien hyvin pienten lainojen ja suurten lainojen välinen korkoero on kasvanut huomattavasti ja saavuttanut pandemiaa edeltäneen tason. Asuntolainakorkojen nousu oli laaja-alaista euroalueen suurimmissa maissa. Pankit ovat myös ryhtyneet kiristämään yrityksille ja kotitalouksille myöntämiensä lainojen luotonantovaatimuksia, mikä viittaa siihen, että

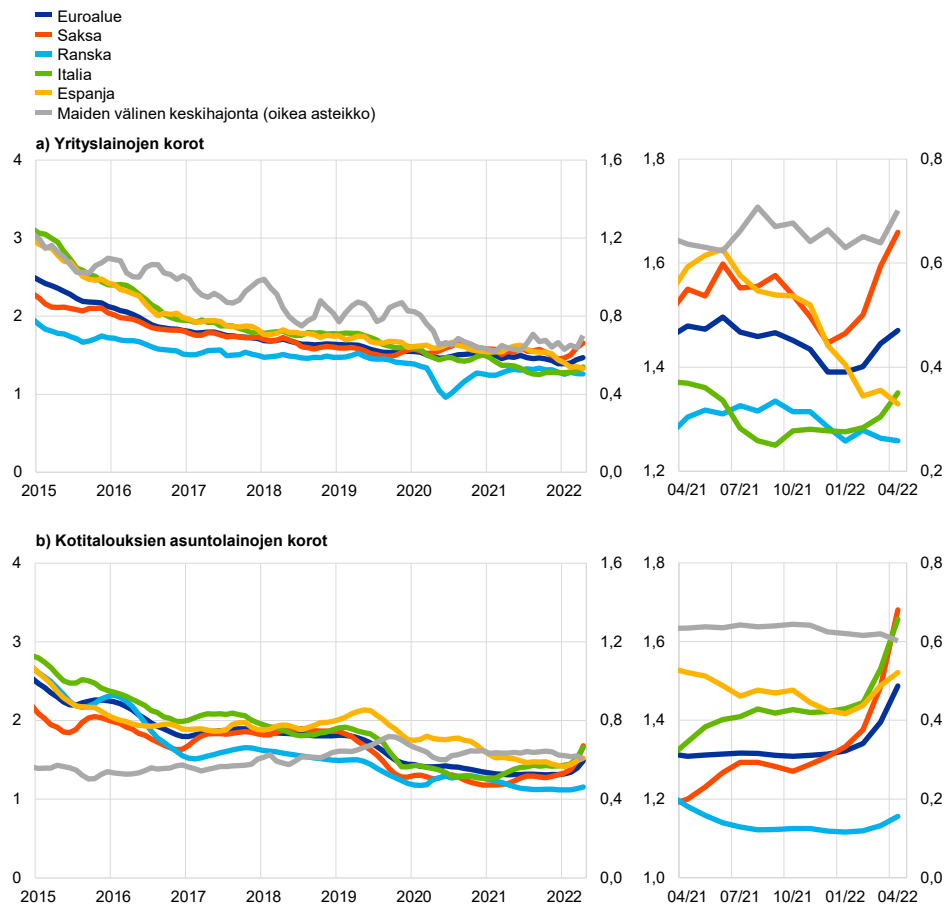


luotonsaanti on tulevina kuukausina supistumassa, mahdollisesti samaan aikaan, kun lainakorot puolestaan nousevat. Uusien lainojen korkokatteet, jotka määritellään keskimääräisten lainakorkojen ja talletuskorkojen välisenä erona, ovat nousseet merkittävästi pysytelyään sitä ennen pitkän aikaa suppeina. Lainakannan määrien korkokatteet ovat jatkaneet supistumistaan, sillä lainojen määräajat ovat yleensä pitemmät kuin talletusten ja niiden uudelleenhinnoittelu kestää sen vuoksi kauemmin, mutta ajan mittaan korkojen nousun ja järjestämättömien lainojen osuuden vähenemisen odotetaan tukevan pankkien kannattavuutta, kunhan talousnäkyvät pysyvät riittävän vankkoina ehkäisemään luottoriskien kasvun.<sup>2</sup>

## Kuvio 21

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

(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja; keskihajonta)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainojen yhdistelmäkort 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 2022.

**Tarkastelujakson aikana 10.3.–8.6.2022 yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus kasvoi merkittävästi samalla, kun yritysten osakerahoituksen kustannus supistui.** Markkinaehtoisen velan kustannuksen kasvun taustatekijänä oli riskittömien korkojen huomattava nousu, kun taas yritysten

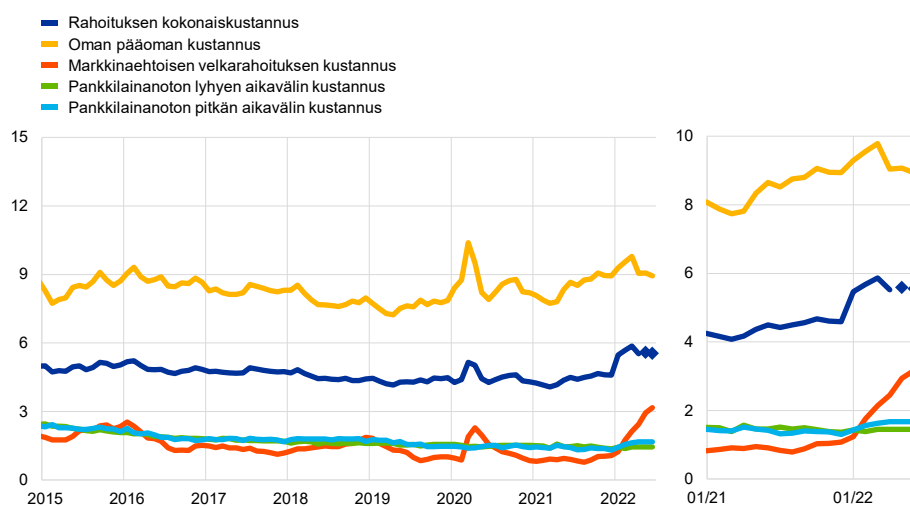
<sup>2</sup> Ks. EKP:n [Financial Stability Review](#), toukokuu 2022.

joukkolainojen tuottoerot supistuivat hivenen. Osakerahoituksen kustannuksen supistuminen voidaan selittää osakeriskipreemion pienenemisellä, kun osakemarkkinoilla ennakoitu epävarmuus väheni siitä huolimatta, että pitkän aikavälin tulosodotukset heikkenivät (ks. osa 4). Diskonttokoron nousu kasvatti osakerahoituksen kustannusta, mutta sen vaikutus jäi pienemmäksi kuin osakeriskipreemion supistumisen vaikutus, joka painoi kustannusta alaspäin. Kun oletetaan, että pankkilainanoton kustannus on pysynyt huhtikuuisella tasollaan, ulkoisen rahoituksen kokonaiskustannuksen arvioidaan supistuneen 5,6 prosenttiin (8.6.2022) aiemmasta 5,9 prosentista (10.3.2022) (kuvio 22). Vuoden 2022 alkaen rahoituksen kokonaiskustannukset ovat kuitenkin pysytelleet merkittävästi suurempina kuin vuosina 2020 ja 2021.

## Kuvio 22

### Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(vuotuisina prosentteina)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella. Tummansiniset vinoneliöt kuvaavat rahoituksen kokonaiskustannuksen touko–kesäkuun 2022 (tiedot 8.6.2022 asti) pikaennustetta, joka perustuu oletukseen, että pankkien antolainauskorot pysyvät huhtikuun 2022 tasolla. Tuoreimmat havainnot on päivätty 8.6.2022 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 3.6.2022 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä huhtikuussa 2022 pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

### Yritykset ilmoittivat myös rahoitusolojen kiristymisestä huhtikuun 2022

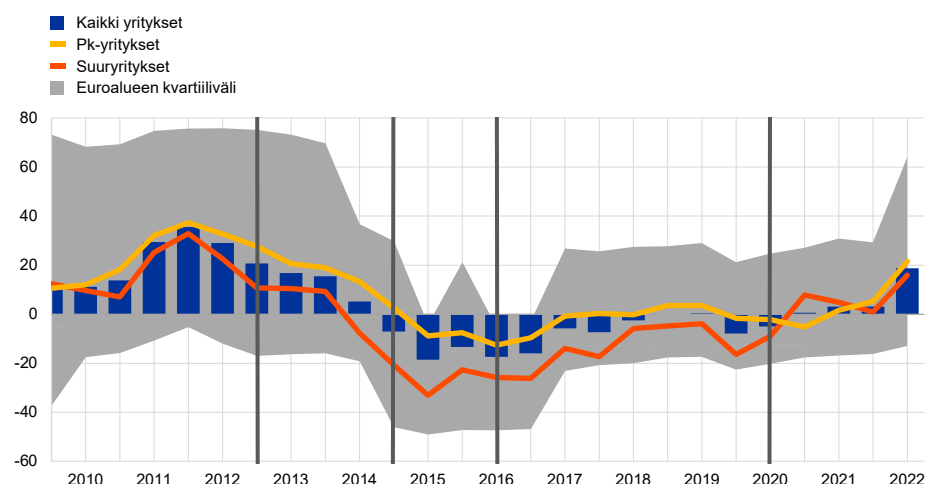
yritysten rahoituksensaantia koskevassa kyselyssä (SAFE). Merkittävästi entistä suurempi prosenttiosuus yrityksistä (34 %, kun edellisellä kyselytutkimuksen kierroksella osuus oli 5 %) ilmoitti pankkikorkojen nousseen, ja kehitys oli samanlaista yritysکوosta ja maasta riippumatta. Samaan aikaan niiden yritysten nettomääräinen prosenttiosuus, jotka ilmoittivat muiden rahoituskustannusten (eli palvelu- ja toimitusmaksujen sekä palkkioiden) nousseen, kasvoi edelleen (29 prosentista 37 prosenttiin), ja yritykset ilmoittivat myös vakuusvaatimusten kiristyneen. Euroalueen yritykset katsoivat makrotaloudellisen ympäristön vaikuttaneen negatiivisesti ulkoisen rahoituksen saantiin (nettomuutos -8 prosentista -29 prosenttiin) ja kokivat pankkien luotonantohalukkuuden kohentuneen edelleen, mutta vähemmässä määrin kuin edellisellä kyselykierroksella. Yritysten rahoitusoloja koskevien näkemysten synteettinen indikaattori vahvistaa, että rahoitusolot ovat huonontuneet

kaikenkokoisissa yrityksissä. Indikaattorissa, jossa otetaan huomioon yritysten ominaispiirteet ja pankkien luotonantohalukkuus, noin 20 % sekä suuryrityksistä että pienistä ja keskikokoisista yrityksistä (pk-yrityksistä) ilmoitti tilanteensa heikentyneen (kuvio 23).<sup>3</sup> Näin suuria prosenttilukuja ei ole nähty vuoden 2014 puolenvälin jälkeen, ja ne ovat samansuuntaisia pankkisektorilta saatavien tietojen kanssa.

### Kuvio 23

#### Euroalueen yritysten näkemykset rahoitusoloista

(painotetut arvot)



Lähde: yritysten rahoituksensaantia koskeva EKP:n kysely.

Huom. Indikaattori on laskettu faktorianalyysillä. Positiiviset arvot osoittavat, että yritysten rahoitusolot ovat heikentyneet. Ks. tarkemmin Talouskatsauksen 8/2021 kehikko "Rahoitusolot euroalueen yritysten näkökulmasta". Yksittäiset arvot on painotettu yrityksen kokoluokan, toimialan ja maan mukaan yrityspopulaation taloudellisen rakenteen ilmentämiseksi. Yksittäiset arvot ovat standardoituja vaihteluvälille -1–1, ja kertomalla ne sadalla saadaan painotetut prosentuaaliset määrät. Ensimmäinen harmaa pystyviiva merkitsee ilmoitusta rahapolitiisista suorista kaupoista, ja toinen harmaa pystyviiva osoittaa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden ensimmäisen sarjan ja EKP:n negatiivisten korkojen politiikan alkamisajankohtaa. Kolmannella harmaalla pystyviivalla on merkitty kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden toisen sarjan sekä yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman alkamisajankohtaa, ja viimeinen harmaa pystyviiva osoittaa pandemiaan liittyvän osto-ohjelman ja kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan alkamista koronapandemian alkuvaiheessa. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2021 maaliskuuhun 2022.

#### Samaan aikaan euroalueen yritykset odottavat ulkoisen rahoituksen, erityisesti pankkirahoituksen, saatavuuden heikenevän.

Yritykset odottavat etenkin pankkilainojen (-15 %) ja luottolimiittien (-10 %) saatavuuden heikenevän huhti–syyskuussa 2022. Nämä heikkenemisodotukset olivat yleisiä useimmissa maissa ja useimmissa yritysten kokoluokissa. Tällä kyselyn kierroksella merkittävä nettomääräinen osuus euroalueen yrityksistä ilmoitti, että yleisten talousnäkymien muutokset olivat vaikuttaneet kielteisesti niiden rahoituksensaantiin (nettomääräinen osuus -29 %, kun se edellisellä kierroksella oli 8 %). Kielteinen vaikutus oli samankaltainen niin pk-yrityksissä kuin suuryrityksissäkin, vaikka ulkoisen rahoituksen saatavuus oli edelleen kohentunut, joskin aiempaa hitaammin. Kaiken kaikkiaan yritysten ulkoisen rahoituksen saatavuuden pieni koheneminen oli suurin piirtein kompensoinut niiden rahoitustarpeiden lievän kasvun, joten ulkoinen

<sup>3</sup> Tämä indikaattori on yksi niistä kolmesta pääkomponentista, jotka on johdettu faktorianalyysillä käyttäen yritystason kyselyvastauksia vuodesta 2009 alkaen. Sen tulkitaan ilmentävän lainojen hintaehtoja ja edellytyksiä, kun taas toiset kaksi komponenttia liittyvät yritysten rahoitusasemaan (voittoihin ja liikevaihtoon) sekä muihin kuin hintoihin koskeviin ehtoihin ja edellytyksiin (vakuusvaatimukset ja muut takaukset). Indikaattorista on yksityiskohtainen selostus Talouskatsauksen 8/2021 kehikossa "Rahoitusolot euroalueen yritysten näkökulmasta".

rahoitusvaje – ulkoisen rahoituksen kysynnän ja tarjonnan muutosten välinen ero – kasvoi 1 prosenttiin (oltuaan edellisellä kierroksella -4 %).

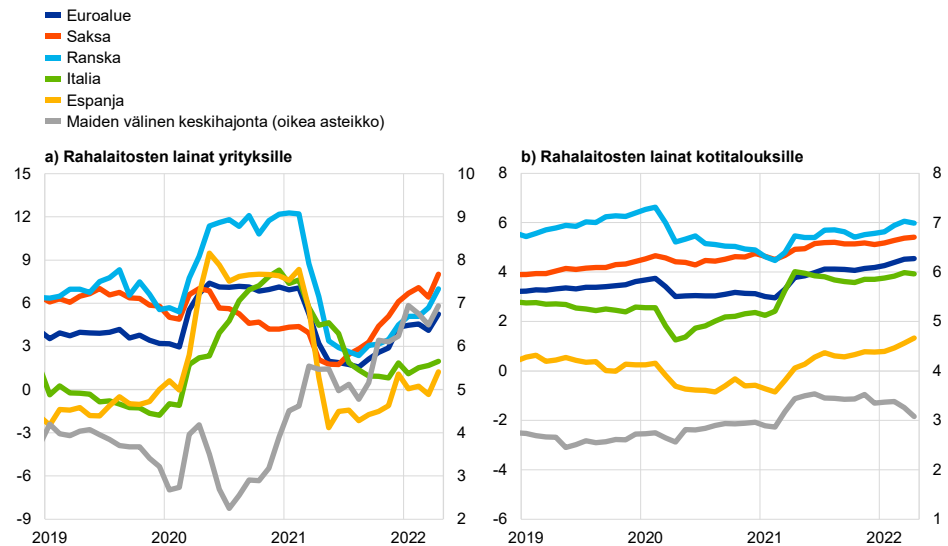
### Yrityksille ja kotitalouksille suuntautuvan luotonannon vuotuinen kasvu jatkui vankkana huhtikuussa 2022.

Yrityksille suuntautuvan luotonannon vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi huhtikuussa 5,2 prosenttiin oltuaan maaliskuussa 4,1 % ja helmikuussa 4,6 % (kuvion 24 kohta a). Yrityksille suuntautuvan luotonannon viimeaikainen kasvu perustuu pitkälti vertailuajankohdan vaikutukseen. Lyhytaikaisten lainojen vaikutus oli voimakas, ja sen taustalla olivat toimitusketjun häiriöiden pitkittyminen ja tuotantopanoskustannusten kasvu, jotka molemmat kasvattavat yritysten käyttöpääomatarpeita. Sitä vastoin pitempiaikaisten lainojen vaikutus oli vähäisempi, sillä vallitseva epävarmuus painaa yritysten kiinteiden investointien rahoitustarpeita. Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti pysytteli huhtikuussa ennallaan 4,5 prosentissa (kuvion 24 kohta b) asuntolainojen vankan kehityksen tukemana, ja kulutusluotot pysyivät entisellä tasollaan huolimatta kuluttajien luottamuksen heikkenemisestä. Kuten EKP:n [kuluttajaodotusten kyselytutkimus](#) kertoo, tämä saattaa liittyä kotitalouksien odotuksiin luotonsaannin kiristymisestä ja lainanoton nimelliskustannusten korkeammasta tasosta ensi vuonna. Euroalueen kokonaistason kehityskulut kätkevät taustalleen kasvavia eroja maiden välillä. Nämä erot ilmentävät muun muassa pandemian epätasaisia vaikutuksia ja maiden talouksien eritahtista elpymistä.<sup>4</sup>

### Kuvio 24

#### 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 2022.

### Yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärän kasvu hidastui vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä.

Ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti

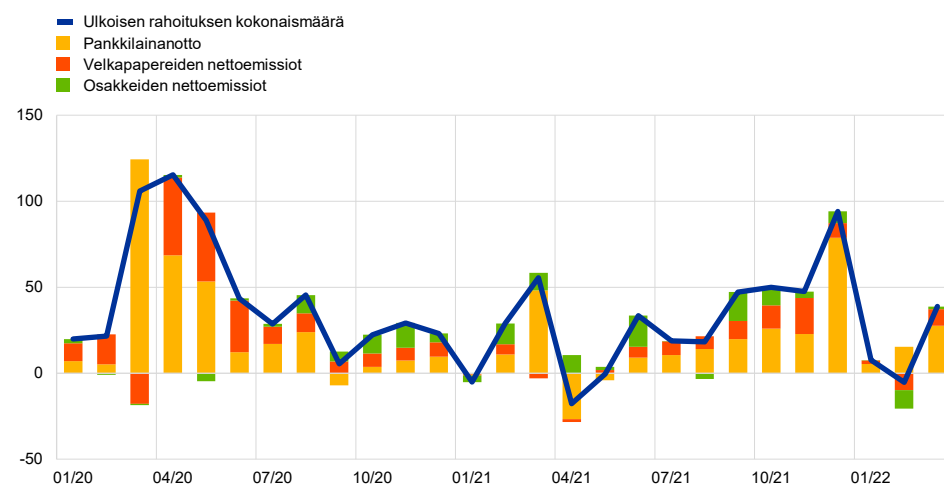
<sup>4</sup> Ks. Talouskatsauksen 5/2021 artikkeli "The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries".

hidastui tammikuun 2,9 prosentista maaliskuun 2,5 prosenttiin huolimatta yritysten rahoitustarpeiden kasvusta ja velkarahoituksen kustannusten pysymisestä alhaisina. Hidastuminen oli selvintä vuoden kahtena ensimmäisenä kuukautena vuoden 2021 lopun vahvan kasvuvauhdin jälkeen (kuvio 25). Maaliskuussa ulkoiset rahoitusvirrat saivat tukea yritysten pankkilainamäärien kasvusta, jonka taustalla olivat kasvaneet tuotantopanostuskustannukset, sekä käyttöpääoman lisääntyneestä käytöstä, joka liittyi pitkittyneisiin tarjontakapeikkoihin. Vaikka velkapapereiden nettoemissiot lisäksi elpyivät vuosineljänneksen loppua kohti, markkinaehtoisesta velkarahoituksen suhteellinen kustannus on kannustanut yrityksiä korvaamaan velkapapereiden liikkeeseenlaskun pankkilainanotolla. Osakkeiden liikkeeseenlasku jäi ensimmäisellä vuosineljänneksellä vaikeaksi poikkeuksellisen suurten takaisinostojen sekä osakerahoituksen muita rahoitusinstrumentteja suuremman kustannuksen vuoksi.

### Kuvio 25

#### 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 maaliskuulta 2022.

### Yritysten ja kotitalouksien talletusten kerryttäminen on edelleen laantunut pandemian aikaisesta nopeasta tahdistista (kuvio 26).

Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui edelleen huhtikuussa 8,2 prosenttiin maaliskuun 8,7 prosentista. Hidastumista tapahtui sekä yritysten että kotitalouksien yli yön -talletuksissa, kun elintarvikkeiden ja energian kustannusten kasvu on verottanut yritysten käteispuskureita ja rajoittanut kotitalouksien mahdollisuuksia säästöjen kerryttämiseen. Samaan aikaan kasvanut epävarmuus, joka liittyy Venäjän Ukrainassa käymän sodan taloudellisiin vaikutuksiin, vaikuttaa edelleen talletusten kasvuun. Kuten pandemian alkuvaihe osoitti, yritykset ja kotitaloudet reagoivat epävarmuuden lisääntymiseen muuttamalla likviditeetti mieltymyksiään siten, että virrat yön yli -talletuksiin kasvavat.<sup>5</sup> Yritysten ja kotitalouksien hallussa olevien

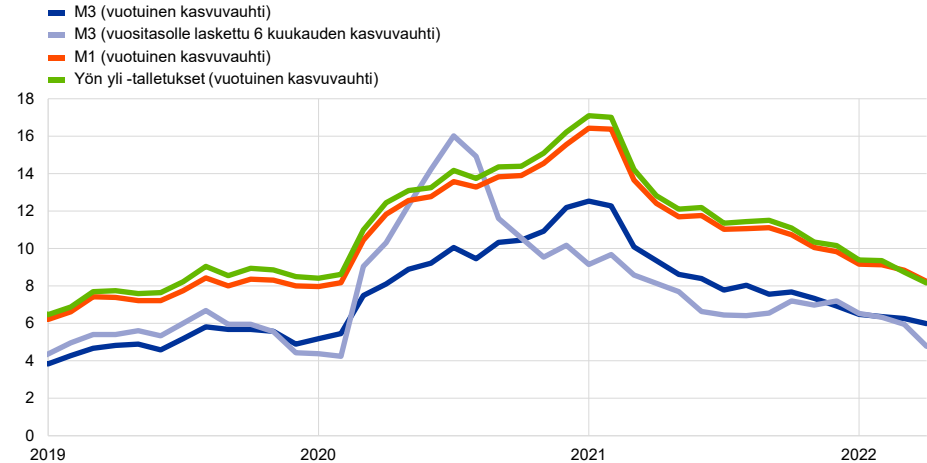
<sup>5</sup> Ks. Talouskatsauksen 5/2021 kehikko "COVID-19 and the increase in household savings: an update".

talletusten kasvu vaihtelee edelleen maittain, mihin vaikuttavat erot niiden likviditeettitarpeissa ja eri maiden finanssipoliittisissa tukitoimissa.

### Kuvio 26

#### M3, M1 ja yli yön -talletukset

(vuotuinen kasvuvauhti; vuositasolle laskettu kuuden kuukauden kasvuvauhti; kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2022.

#### Lavean rahan (M3) kasvuvauhti palautui edelleen kohti pitkän aikavälin

**keskiarvoaan.** M3:n vuotuinen kasvuvauhti hidastui huhtikuussa 6,0 prosenttiin maaliskuun 6,3 prosentista, ja (vuositasolle laskettu kuuden kuukauden) kasvuvauhti alitti siten pitkän aikavälin keskiarvonsa ensimmäistä kertaa pandemian alkamisen jälkeen (kuvio 26). M3:n eristä eniten sen kasvuun vaikutti edelleen suppea raha-aggregaatti M1 yön yli -talletusten voimakkaan kasvun myötä. Vastaeristä yksityiselle sektorille myönnetyt luotot vaikuttivat edelleen eniten M3:n vuotuisen kasvuun muiden erien vaikutusten supistuessa. Eurojärjestelmän omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) tekemien julkisyhteisöjen velkapapereiden netto-ostojen vaikutus on alkanut hiipua, kun näissä ohjelmissa tehdyt ostot asteittain päättyvät. Samaan aikaan rahan luomista hidastaa muuhun maailmaan suuntautuvien ulkoisten rahavirtojen kasvu, johon vaikuttaa pitkälti energian hinnannousun negatiivinen vaikutus euroalueen kauppataaseeseen.

*Euroalueen rahoitusjäämän arvioidaan kohenevan tasaisesti vuoteen 2024 ulottuvalla arviointijaksolla, joskin merkittävästi vähemmän kuin euroalueen talousnäkyymiä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioissa ennustettiin, vaikka vuoden 2021 tulos olikin odotettua parempi. Näkymien huononeminen liittyy suhdanteen heikkenemiseen, aiempaa suuremmiksi arvioituihin korkomaksuihin sekä harkinnanvaraisten julkisten menojen lisääntymiseen. Finanssipoliittisia tukitoimia on suunnattu erityisesti kuluttajien elinkustannusten kasvun lieventämiseen, mutta myös puolustuskapasiteetin rahoitukseen ja Venäjän Ukrainassa käymän sodan pakolaisten tukemiseen. Euroalueen talousnäkyymiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arvioissa BKT:hen suhteutetun euroalueen talouden alijäämän ennakoidaan pienenevän 3,8 prosenttiin vuonna 2022 ja edelleen 2,4 prosenttiin ennustejakson loppuun mennessä, kun se vuonna 2021 oli 5,1 %. Finanssipolitiikan mitoitus kiristyi viime vuonna vuoden 2020 koronaviruskriisin aikaisen voimakkaan keventämisen jälkeen, ja sen arvioidaan kiristyvän edelleen asteittain vuosina 2022 ja 2023. Vuodelle 2022 ennakoitu lievä kiristyminen johtuu pääosin siitä, että huomattava osa koronapandemiaan liittyvistä hätätoimista päättyy ja energian hintasokkiin liittyvät lisäelvytystoimet sekä muut Venäjän Ukrainassa käymään sotaan liittyvät menot kompensoivat tämän vain osittain. Finanssipolitiikan kiristymisen arvioidaan olevan jonkin verran voimakkaampaa vuonna 2023, jolloin monien viimeaikaisten tukitoimien, joilla kompensoidaan energian korkean hinnan vaikutuksia, odotetaan päättyvän. Vuodelle 2024 odotetaan neutraalimpaa finanssipolitiikan mitoitusta, joskin taloutta tuetaan arvioiden mukaan edelleen finanssipoliittisilla toimilla, jotka ovat merkittävästi suurempia kuin ennen pandemiaa. Talousnäkymien lisääntyneet epävarmuus ja heikkenemisriskit sodan jatkuessa Ukrainassa, energian hinnannousu ja tarjontakapeikkojen jatkuminen saivat Euroopan komission suosittelemaan 23.5.2022, että vakaus- ja kasvusopimuksen yleisen poikkeuslausekkeen soveltamista jatkettaisiin vuoden 2023 loppuun asti. Näin finanssipolitiikalla voitaisiin tarvittaessa reagoida muuttuviin olosuhteisiin. Samaan aikaan julkisen talouden epätasapainot ovat yhä pandemiaa edeltänyttä tasoaan suurempia ja inflaatio on poikkeuksellisen nopeaa, joten finanssipolitiikan on oltava yhä valikoivampaa ja kohdennetumpaa, jotta se keskipitkällä aikavälillä varmistaisi julkisen talouden kestävyuden lisäämättä kuitenkaan inflaatiopaineita.*

**Euroalueen talousnäkyymiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä kohenee ennustejaksolla edelleen.**<sup>6</sup> Euroalueen julkisen talouden alijäämän suhde BKT:hen supistui 5,1 prosenttiin vuonna 2021, kun se vuonna 2020 oli ennennäkemättömällä

7,1 prosentin tasolla. Sen odotetaan supistuvan edelleen 3,8 prosenttiin vuonna 2022 ja sitten 2,6 prosenttiin vuonna 2023 ja 2,4 prosenttiin vuonna 2024 (kuvio 27). Pandemiaan liittyvät taloudelliset tukitoimet olivat vuonna 2020 suuruudeltaan noin 3,9 % BKT:stä, ja vuonna 2021 euroalueen kriisi- ja elpymistukien arvioidaan kasvaneen noin 4,2 prosenttiin BKT:stä. Tämä heijastaa

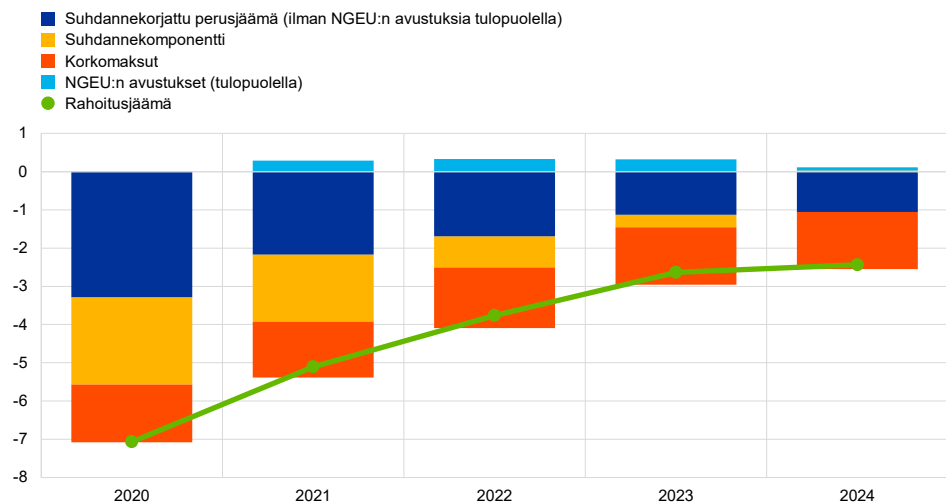
<sup>6</sup> Ks. ”Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (kesäkuu 2022)”, julkaistu EKP:n verkkosivustolla 9.6.2021.

sitä, että maat jatkoivat ja vähitellen laajensivat hätätoimiaan ja/tai toteuttivat uusia toimia elpymisen tukemiseksi, mukaan lukien Next Generation EU (NGEU) -rahastosta rahoitettavat kansallisten elpymis- ja palautumissuunnitelmien toimet.<sup>7</sup> Suuri negatiivinen suhdannekomponentti lisäsi julkisen talouden alijäämän huomattavaa kasvua vuonna 2020, mutta vuonna 2021 se oli hieman pienempi. Rahoitusjäämän vuonna 2022 alkaneen kohenemisen arvioidaan jatkuvan, mikä johtuu pääasiassa suhdannekierrosta mutta myös suhdannekorjatun perusjäämän kasvusta hätätoimien suurelta osin päättyessä ja uusien toimien jäädessä suppeammiksi. Koko ennusteajanjaksolla korkomaksujen odotetaan nyt vaikuttavan rahoitusjäämään merkittävästi aiemmin arvioitua enemmän. Suhteessa BKT:hen korkomaksut pysyvät silti suurin piirtein samalla tasolla kuin vuosina 2019–2021. Tämä heijastaa sitä, että vaikka valtioiden uusien joukkolainaemissioiden korot ovat nousseet huomattavasti, ne ovat yhä lähellä nykyisen velkakannan keskimääräistä korkoa.

## Kuvio 27

### Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arviot. Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

**Euroalueen finanssipolitiikan mitoitus kiristyi merkittävästi vuonna 2021, mutta kiristymisen odotetaan olevan vähäisempää vuonna 2022, kun maat toteuttavat toimia Venäjän Ukrainassa käymän sodan vaikutusten lieventämiseksi.**<sup>8</sup> Finanssipolitiikan mitoituksen (ilman NGEU:n avustuksiin liittyviä

<sup>7</sup> NGEU:n avustukset ovat laajuudeltaan keskimäärin noin 0,5 % BKT:stä arviointijaksolla ja supistuvat vähitellen vuoden 2023 jälkeen. Niillä ja rajallisella lainaosuudella rahoitettavien talousarviomenojen odotetaan nousevan 2,7 prosenttiin BKT:stä. Siinä julkisen talouden kehityksessä, johon tässä osassa viitataan, ei ole mukana NGEU-rahastoon liittyvää ylikansallista alijäämää ja velkaa.

<sup>8</sup> Finanssipolitiikan 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 puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Koska EU:n talousarviosta maksettavien NGEU:n avustusten tuottamat suuremmat julkisen talouden tulot eivät vaikuta kysyntään supistavasti, suhdannekorjatusta perusjäämästä on tässä yhteydessä poistettu kyseiset tulot. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen käsitettä tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".



tuloja) kiristyminen vuonna 2021 johtui paljolti muista kuin harkinnanvaraisista tekijöistä, kun taas harkinnanvaraiset finanssipoliittiset toimet pysyivät taloutta tukevinä. Vuonna 2022 finanssipoliittikan mitoituksen arvioidaan hieman kiristyvän pääasiassa siksi, että suuri osa pandemiaan liittyvistä hätäaputoimista päättyy ja uudet elvytystoimet korvaavat ne vain osittain. Näitä toimia on suunnattu kuluttajien elinkustannusten nousun lieventämiseen, mutta myös puolustuskapasiteetin rahoitukseen ja Ukrainan sodan pakolaisten tukemiseen. Finanssipoliittikan kiristyksen arvioidaan jatkuvan vuonna 2023, jolloin useimpien näistä toimista odotetaan jo päättyneen. Arviointiajanjakson lopulla finanssipoliittikan mitoituksen odotetaan olevan suurin piirtein neutraali, joskin talouden tukitoimet jatkuvat edelleen merkittävänä.<sup>9</sup>

**Vaikka euroalueen rahoitusjäämä oli vuonna 2021 odotettua parempi, sitä on tarkistettu alaspäin koko arviointijaksolle.** Euroalueen talousnäkyviä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arvioihin verrattuna euroalueen rahoitusjäämä suhteessa BKT:hen oli 0,4 prosenttiyksikköä odotettua korkeampi vuonna 2021, mikä johtui pääosin ennakoitua paremmista tuloista. Tästä positiivisesta vertailuajankohdan vaikutuksesta huolimatta rahoitusjäämää on tarkistettu alaspäin 0,7 prosenttiyksiköllä vuodelle 2022, 0,5 prosenttiyksiköllä vuodelle 2023 ja 0,4 prosenttiyksiköllä vuodelle 2024. Kumulatiivisesti arviointijakson aikana nämä tarkistukset johtuvat pääosin suhdannekomponentin heikkenemisestä ja merkittävästi kohonneista korkomaksuista, mutta harkinnanvaraiset lisäelvytystoimet vaikuttavat nekin perusjäämän tarkistukseen alaspäin 0,3 prosenttiyksiköllä vuonna 2022.<sup>10</sup>

**Euroalueen julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen kasvoi jyrkästi vuonna 2020 mutta supistui hieman vuonna 2021, ja sen arvioidaan pienenevän hitaasti hiukan alle 90 prosenttiin eli selvästi kriisiä edeltäneen tasonsa yläpuolelle vuonna 2024.** Velkasuhde kasvoi noin 13 prosenttiyksiköllä aina 97 prosenttiin vuonna 2020, mutta arvioiden mukaan vuonna 2021 velan koron ja talouden kasvuvauhdin välisen suotuisan eron merkittävä velkaa pienentävä vaikutus on enemmän kuin kompensoinut yhä suurena pysyttelevän, joskin supistuvan, perusalijäämän vaikutuksen. Koko ajanjaksolla 2022–2024 velkasuhteen arvioidaan edelleen supistuvan hitaasti mutta varmasti, kun velkaa lisäävät perusjäämät enemmän kuin kompensoituvat velan koron ja talouden kasvuvauhdin välisen eron suotuisina pysyvillä vaikutuksilla sekä ensimmäisten kahden vuoden ajan jossain määrin myös alijäämä-velkakoikaisuilla (kuvi 28). Arviointiajanjakson lopussa vuonna 2024 velkasuhteen odotetaan vakautuvan juuri 90 prosentin alle eli 12 prosenttiyksikköä kriisiä edeltäneen vuoden 2019 tason yläpuolelle.

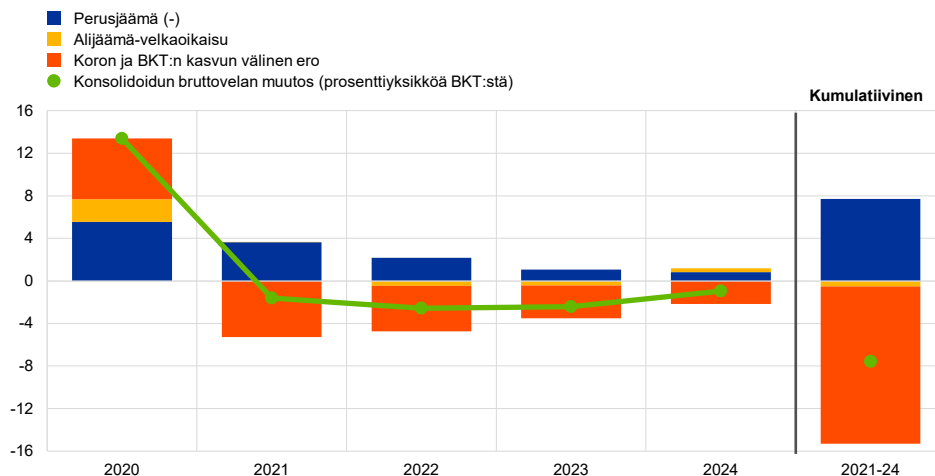
<sup>9</sup> Euroalueen finanssipoliittikan mitoitus oli kokonaisuutena -4,0 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2020, ja sen arvioidaan olleen +1,0 prosenttiyksikköä BKT:stä vuonna 2021. Sen ennustetaan olevan +0,2 prosenttiyksikköä vuonna 2022 ja +0,6 prosenttiyksikköä vuonna 2023 sekä +0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2024 ilman NGEU:n avustuksiin liittyviä tuloja. Maaliskuun 2022 asiantuntija-arvioihin verrattuna sen kasvu on nyt arvioitu 0,8 prosenttiyksikköä hitaammaksi vuonna 2022 ja 0,3 prosenttiyksikköä nopeammaksi vuonna 2023.

<sup>10</sup> Energian hinnannousun kompensoimiseen tarkoitettujen valtion lisätukien sekä muiden Ukrainassa käytävään sotaan liittyvien menojen arvioidaan olevan suuruudeltaan 0,9 % BKT:stä vuonna 2022.

## Kuvio 28

### Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteina BKT:stä, ellei toisin mainita)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2022 arviot. Huom. Tiedot viittaavat koko euroalueen maiden julkisyhteisösektoriin.

### Perusskenaarion finanssipoliittisissa oletuksissa ja ennusteissa on edelleen runsaasti epävarmuutta, joka liittyy Venäjän Ukrainassa käymään sotaan.

Finanssipoliittisten oletusten mukaan nykyistä perusskenaariota koskevat riskit painottuvat lyhyellä aikavälillä finanssipoliittisen lisäelvytyksen suuntaan. Tällaisten riskien arvioidaan keskittyvän vuoteen 2022 ja liittyvän uusiin korvaaviin energiatoimiin ja muihin menoihin, jotka liittyvät sodan vaikutuksiin. Finanssipoliittiselle kehitykselle aiheutuvien riskien ennakoidaan olevan suurin piirtein tasapainossa muun arviointijakson aikana.

### Kohdennetuilla ja väliaikaisilla talousarviotoimilla suojellaan niitä ihmisiä, joihin energian hinnannousu osuu pahiten, ja rajoitetaan samalla riskiä inflaatiopaineiden kasvamisesta.

Talousnäkyminen lisääntynyt epävarmuus ja heikkenemisriskit Venäjän hyökkäyssodan jatkuessa Ukrainassa, energian hinnan nousu ja tarjontakapeikkojen jatkuminen saivat Euroopan komission suosittelemaan 23.5.2022, että vakaus- ja kasvusopimuksen yleisen poikkeuslausekkeen soveltamista jatkettaisiin vuoden 2023 loppuun asti.<sup>11</sup> Näin finanssipoliittikalla voitaisiin tarvittaessa reagoida muuttuviin olosuhteisiin. Keskipitkällä aikavälillä päättäväinen siirtyminen kasvua enemmän tukevaan julkisen talouden painotukseen ja rakenneuudistukset, joilla tuetaan euroalueen talouksien kasvupotentiaalia, toisivat lisää finanssipoliittista liikkumavaraa ja auttaisivat samalla supistamaan julkisten talouksien epätasapainoja.

<sup>11</sup> Ks. komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle, alueiden komitealle ja Euroopan investointipankille: Talouspolitiikan EU-ohjausjakso 2022 - Kevätpaketti, COM(2022) 600 final, Euroopan komissio, 23.5.2022.

# Kehikot

## 1 Ukrainan sodan vaikutus euroalueen energiamarkkinoihin

**Sota Ukrainassa on johtanut energian hinnan jyrkkään nousuun ja merkittävään epävarmuuteen energiamarkkinoilla.** Pelot energiantarjonnan häiriöistä ja Venäjän energiasektoriin kohdistuvat yhä tiukemmat pakotteet ovat heilautelleet hintoja, kun markkinoilla on yritetty arvioida kriisin mahdollisia vaikutuksia globaaliin energiantarjontaan. Koska euroalueen energiamarkkinat olivat ennen Venäjän hyökkäystä hyvin riippuvaisia venäläisestä energiasta, kehitys on vaikuttanut niihin erityisen voimakkaasti. Tässä kehikossa tarkastellaan Ukrainan sodan tähänastisia vaikutuksia euroalueen energiamarkkinoihin. Siinä hahmotellaan Venäjän asemaa euroalueen energiantarjonnassa sekä luodaan katsaus hintoihin vaikuttaneisiin toimenpiteisiin. Samalla arvioidaan myös euroalueen energiahyödykkeisiin ja kuluttajahintoihin kohdistuvia vaikutuksia.

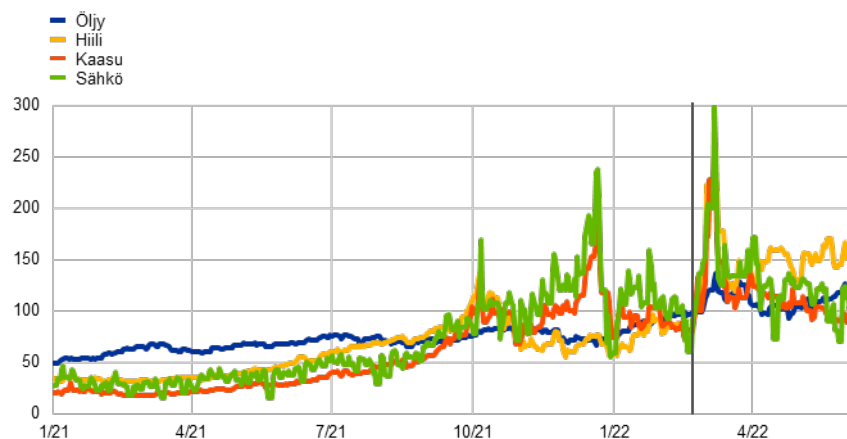
**Öljyn, hiilen ja kaasun hinnat nousivat voimakkaasti heti Venäjän hyökättyä Ukrainaan ja ovat heilahdelleet siitä lähtien.** Energiahyödykkeiden hintojen volatilitteetti alkoi kasvaa joulukuussa 2021, kun arviot Venäjän mahdollisesta hyökkäyksestä Ukrainaan yleistyivät. Hyökkäyksen kahden ensimmäisen viikon aikana öljyn hinta nousi noin 40 %, hiilen 130 % ja kaasun 180 % (kuvio A). Kaasun hinnan nousu johti myös sähkön tukkuhinnan nousuun euroalueella. Sittenkin energiahyödykkeiden hinnat ovat maltillistuneet: öljyn hinta on 27 % ja hiilen 50 % korkeampi kuin ennen hyökkäystä, kun taas maakaasun hinta on 11 % tuolloista alempi. Öljyn hinta on viime aikoina alkanut jälleen nousta, kun EU:ssa sovittiin kauppasaarosta suurimmalle osalle venäläisen öljyn tuonnista ja globaali öljyn kysyntä on kasvanut Kiinan koronarajoitteiden hellittämisen myötä. Sähkön tukkuhinta on 8 % korkeampi kuin ennen hyökkäystä, mutta se heilahtelee edelleen voimakkaasti erityisesti hinnannousun takia toteutettujen politiikkatoimien vaikutuksesta.

## Kuvio A

### Energian hinta ennen hyökkäystä Ukrainaan ja sen jälkeen

#### Energiahyödykkeiden hinnat

(Indeksi: 23.2.2022 = 100)



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

Huom. Öljyn hinta tarkoittaa Brent-raakaöljyn hintaa, kaasun hinta tarkoittaa Alankomaiden Title Transfer Facility (TTF) -kaasupörssin hintaa seuraavan päivän toimitukselle ja hiilen hinta tarkoittaa lähintä polttohiilen Rotterdam Coal Futures -futuurihintaa. Sähkön tukkuhinta euroalueella on laskettu viiden suurimman markkinan (sähkön nettotuotantomäärällä) painotettuna keskiarvona. Pystyviiva osoittaa Venäjän hyökkäystä Ukrainaan. Tuoreimmat havainnot 7.6.2022.

#### Venäjän energian tarjonnan jännitteet voivat vaikuttaa euroalueeseen sekä maailmanmarkkinahintojen kautta että välittömästi.

Vuonna 2019 Venäjän energiantuotanto muodosti 12 % globaalista öljyntuotannosta, 5 % hiilentuotannosta ja 15 % kaasuntuotannosta. Vuonna 2021 maa oli suurin energiahyödykkeiden toimittaja euroalueelle, ja sen osuus koko energiantuonnista oli 23 % (kuvio B, kohta a). Venäjän osuus euroalueen raakaöljyn tuonnista oli 23 % ja hiilen tuonnista 43 % vuonna 2020. Öljyn osuus euroalueen primäärienergiankulutuksesta oli 9 % ja hiilen 2 %. Euroalue on kuitenkin erityisen riippuvainen maakaasun tuonnista Venäjältä. Vuonna 2020 Venäjältä tuotu kaasu kattoi 35 % euroalueen kaasuntuonnista ja samalla 11 % euroalueen koko primäärienergiankulutuksesta (kuvio B, kohta b).<sup>12</sup> Saksan ja Italian riippuvuus Venäjän kaasusta on suurten euroalueen maiden korkeimpia. Näiden energianlähteiden korvattavuus on olennainen kysymys missä tahansa analyysissä, joka koskee sodan vaikutusta energian hintaan ja tarjontaan euroalueella.

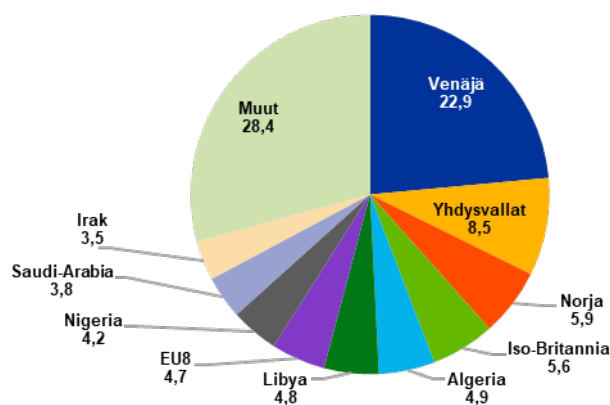
<sup>12</sup> Maakaasu on toiseksi tärkein primäärienergianlähde euroalueella öljytuotteiden jälkeen (ks. Talouskatsauksen 1/2022 kehikko "Natural gas dependence and risks to euro area activity").

## Kuvio B

### Venäjän osuus euroalueen energian ja kaasun tuonnista

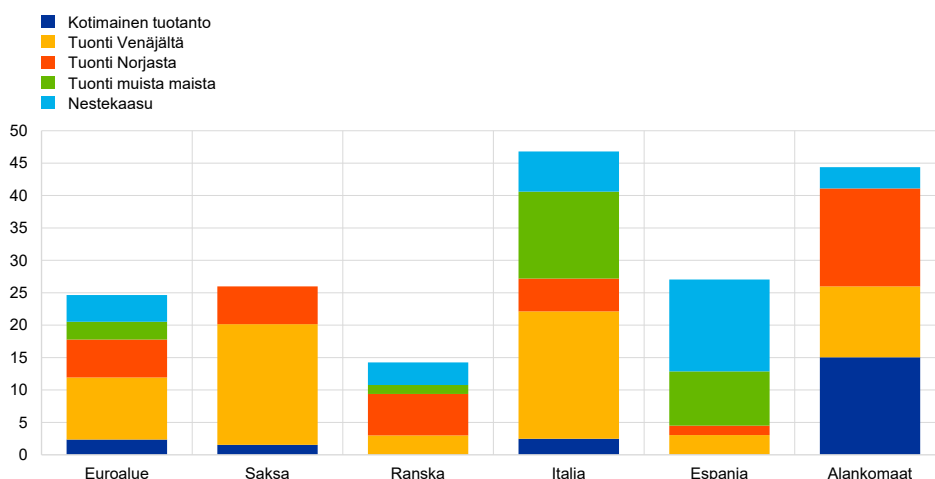
a) Energiantuonti lähtömaan mukaan

(prosenttia)



b) Tuontikaasun osuus primäärienergiakulutuksesta\*

(prosenttia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuonti muista maista sisältää tuonnin Algeriasta, Libyasta ja Azerbaidžanista. EU8:n muodostavat Latvia, Liettua, Puola, Slovenia, Slovakia, Tšekki, Unkari ja Viro. Nesteytetty maakaasu ei sisällä tuontia Venäjältä, Norjasta ja muista maista. \* jälleenviennistä puhdistettu. Tuoreimmat havainnot ovat vuodelta 2021 (kohta a) ja vuodelta 2020 (kohta b).

### Euroopan unionissa päätettiin taloudellisista pakotteista, jotka kohdistuvat Venäjän energiateollisuuteen ja erityisesti hiileen sekä öljyyn.

Pakotteisiin sisältyy myös tavaroiden ja korkean teknologian vientikielto EU:sta Venäjän öljy- ja kaasuteollisuuteen. Lisäksi EU on kieltänyt venäläisen hiilen tuonnin elokuusta 2022 alkaen. Eurooppa-neuvosto päätti huippukokouksessaan toukokuun lopussa lopettaa suurimman osan öljyn tuonnista Venäjältä. Sopimuksen mukaan kaikki öljyn merikuljetukset Venäjältä kielletään vuoden loppuun mennessä, mutta öljyputken kautta toimitettavaan raakaöljyyn sovelletaan tilapäistä poikkeusta. Merikuljetukset muodostavat kaksi kolmasosaa öljyn tuonnista Venäjältä, mutta kauppasaannon odotetaan efektiivisesti kattavan noin 90 % venäläisen öljyn tuonnista, koska Saksa

ja Puola ovat sitoutuneet lopettamaan tuontinsa myös öljyputken kautta.<sup>13</sup> Välittömästi Venäjän hyökättyä Ukrainaan eurooppalaiset yritykset aloittivat ”itsesanktioinnin”: energia-, kuljetus- ja vakuutusyhtiöt katkaisivat siteensä Venäjän energiasektoriin, ja öljyn tuonti Venäjältä Eurooppaan supistui maaliskuussa 23 %. Venäjä on kyennyt kanavoimaan öljynvientiään muihin kohteisiin, kuten Intiaan, mutta sen öljyntuotannon merkittävästä ja kestävästä supistumisesta on merkkejä. Venäjän öljyntarjonnan ennustetaan supistuvan 25 % vuoden 2022 loppupuoliskolla alkuvuoteen verrattuna (kuvio C, kohta a).<sup>14</sup> Venäjän öljyntuotannon heikkous tietää globaalien öljymarkkinoiden kiristymistä, elleivät muut merkittävät tuottajat kiihdytä tuotantoaan.<sup>15</sup> Tämä johtaisi loppuvuoden globaalia öljyntarjontaa koskevien ennusteiden tarkistukseen noin 3 % pienemmiksi kuin ennen hyökkäystä (kuvio C, kohta b).

---

<sup>13</sup> Venäjän hyökättyä Ukrainaan Yhdysvallat, Iso-Britannia ja Kanada kielsivät öljyn ja kaasun tuonnin Venäjältä kokonaan. EU on kuitenkin merkittävästi niitä suurempi venäläisen energian tuoja, ja sen sanktioilla on Venäjän energiasektoriin suurempi vaikutus.

<sup>14</sup> Raakaöljyn vuorokausituotanto supistui huhtikuussa noin miljoona barreliä eli noin 10 miljoonaan barreliin.

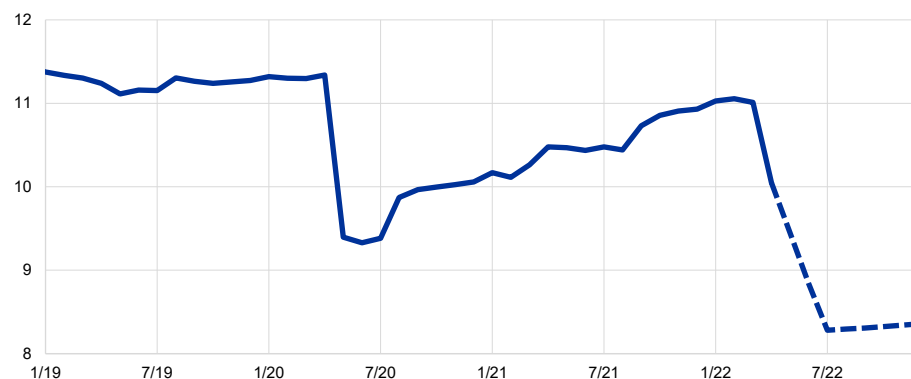
<sup>15</sup> Opecin ja eräiden muiden merkittävien öljyntuottajamaiden muodostama ryhmä päätti 2.6.2022 kiihdyttää öljyntuotantoa heinä- ja elokuussa lähes 0,65 miljoonalla barreliä vuorokaudessa, kun ne olivat aiemmin suunnitelleet 0,4 miljoonan barrelin tuotannonlisäystä. Tämä tuotannonlisäys ei yksistään riitä korvaamaan Venäjän tarjonnan supistumista.

## Kuvio C

### Öljyn tarjontaennusteita tarkistettu pienemmiksi

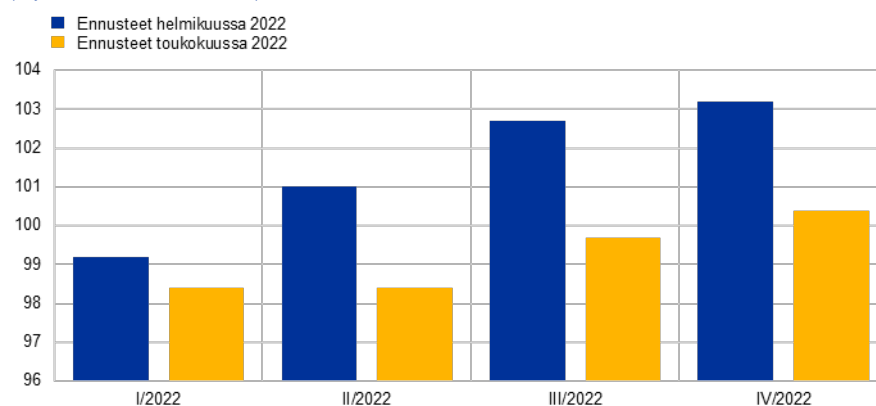
#### a) Venäjän öljyntarjonta

(miljoonaa barreliä vuorokaudessa)



#### b) Globaali öljyntarjonta

(miljoonaa barreliä vuorokaudessa)



Lähde: Kansainvälinen energiajärjestö (IEA).

Huom. Arviot ovat peräisin IEA:n kuukausittaisista Oil Market Report -raporteista.

**EU on ottanut askeleita kohti riippumattomuutta Venäjän kaasusta.** Vaikka EU:n sanktiot Venäjän kaasutuontia kohtaan ovat olleet rajallisia, taannoin valmistuneen Venäjän ja Saksan välisen Nordstream 2 -kaasuputken käyttöönotto on peruttu. Ukrainan sodan vaikutus Venäjän kaasun tuontiin euroalueelle näyttää tähän mennessä jääneen vähäiseksi, mutta euroalueen kaasuntarjontaan kohdistuvista suuremmista riskeistä on merkkejä. Siksi EU pyrkii vähentämään riippuvuuttaan venäläisestä kaasusta lähes kahdella kolmasosalla vuoden 2022 loppuun mennessä (REPowerEU-suunnitelma<sup>16</sup>). Tarkoituksena on korvata noin kolmasosa venäläisestä kaasusta lisäämällä nesteytetyn maakaasun tuontia muista tuottajamaista, kuten Yhdysvalloista ja Qatarista. Lisäksi 6 % kaasusta tulisi putken välityksellä muista maista, kuten Norjasta. Öljyyn ja hiileen verrattuna kaasu on energianlähteenä joidenkin euroalueen maiden kannalta kaikkein vaikeimmin korvattavissa, koska muiden tuottajien hyödyntämiseen tarvittavaa infrastruktuuria ei vielä ole olemassa. Siksi eräät maat, kuten Saksa ja Italia, ovat ryhtyneet luomaan tarvittavaa

<sup>16</sup> Tarkoitus on, että EU:sta tulisi täysin riippumaton venäläisistä fossiilisista polttoaineista hyvän aikaa ennen vuotta 2030. Suunnitelmaan kuuluvia keinoja ovat muun muassa fossiilisten energianlähteiden toimittajapohjan monipuolistaminen, energian säästäminen, uusiutuvan energian käyttöönoton jouduttaminen sekä fossiilisten polttoaineiden korvaaminen lämmön- ja sähköntuotannossa.

infrastruktuuria laajentamalla olemassa olevaa uudelleenkaasutuskapasiteettia sekä solmineet kaasusopimuksia vaihtoehtoisten toimittajien kanssa.<sup>17</sup> EU:n jäsenvaltioiden toimenpiteet venäläisen kaasun korvaamiseksi sekä leutojen sääolojen ansiosta vaimeana pysynyt kysyntä johtivat Euroopan kaasuväarojen nopeaan kasvuun, joka edesauttoi hintojen laskua. Venäjä lopetti huhti-toukokuussa 2022 vastatoimena kaasun toimitukset Puolaan, Bulgariaan, Suomeen, Tanskaan ja Alankomaihin, kun ne kieltäytyivät noudattamasta Venäjän vaatimusta maksaa kaasutoimituksista ruplina. Toukokuussa 2022 Venäjä asetti pakotteita Saksaan kaasua toimittavan Jamal–Eurooppa-kaasuputken Puolan osuudelle sekä Gazpromin Saksan yksikölle, jonka Saksan energiaverkon sääntelyviranomaisen otti hallintaansa huhtikuussa.

### **Muut tekijät ovat osaltaan hillinneet energiahyödykkeiden hintojen nousua.**

Ukrainan sodan globaalille energiantarjonnalle aiheuttamien riskien lievittämiseksi Kansainvälinen energiajärjestö ilmoitti suunnitelmistaan vapauttaa markkinoille enemmän strategisia öljyvarantoja kuin koskaan aiemmin.<sup>18</sup> Lisäksi Kiinan alkuvuonna 2022 käyttöön palauttamien koronavirusrajoitteiden hillitsivät aluksi energian kysyntää. Sittenkin koronatartuntojen määrä maassa on kuitenkin vähentynyt merkittävästi, ja on merkkejä siitä, että talouskasvu vahvistui toukokuussa, mikä taas lisäsi globaalia öljyn kysyntää.

### **Energiahyödykkeiden hintojen nousu voimisti energian kuluttajahintojen nousupaineita helmi- ja maaliskuussa 2022.**

YKHI:n energiaerän inflaatio kiihtyi helmikuussa 32 prosenttiin ja edelleen maaliskuussa 44 prosenttiin, kunnes se hieman maltillistui 38 prosenttiin huhtikuussa ja 39 prosenttiin toukokuussa (kuvio D, kohta a).<sup>19</sup> Inflaatiouauhdin kiihtyminen maaliskuuhun asti johtui voimakkaasta kuukausitason noususta kaikissa keskeisissä energian aluerissä (nestemäiset polttoaineet, sähkö ja kaasu), kun globaalit hyödykemarkkinahinnat nousivat jyrkästi ja jalostusmarginaalit kasvoivat.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> Venäjän hyökättyä Ukrainaan pieni osuus kaasuntuonnista on korvattu lisäämällä tuontia muilta toimittajilta, kuten Norjasta. Saksa on vähentänyt Venäjän osuutta kaasuntuonnistaan 55 prosentista 45 prosenttiin, ja sen tavoitteena on tulla siitä lähes riippumattomaksi vuoteen 2024 mennessä. Italia on ilmoittanut lopettavansa tuonnin Venäjältä kokonaan vuoden 2024 loppuun mennessä ja ostavansa sen sijaan muilta toimittajilta, kuten Algeriasta. Myös Viro, Latvia ja Liettua ovat lopettaneet kaasun tuonnin Venäjältä osana Euroopan pyrkimystä vähentää riippuvuuttaan venäläisestä energiasta.

<sup>18</sup> Maaliskuussa Kansainvälinen energiajärjestö ilmoitti vapauttavansa varmuusvarastoista strategisesti 60 miljoonaa barreilia, josta Yhdysvallat toimittaa puolet. Tämän jälkeen huhtikuussa ilmoitettiin uudesta 1,3 miljoonan barrelin päivittäisestä vapautuksesta kuuden seuraavan kuukauden aikana. Tästä 1 miljoonaa barreilia vuorokaudessa tulee Yhdysvalloista.

<sup>19</sup> Maaliskuussa nestemäisten polttoaineiden kontribuutio oli 22 prosenttiyksikköä, sähkön 12 ja kaasun 10 prosenttiyksikköä, ja huhtikuussa vastaavat osuudet olivat 17, 9 ja 10 prosenttiyksikköä.

<sup>20</sup> Sähkön tukkuhinta Euroopassa kytkeytyy voimakkaasti maakaasun hintaan, koska kaasun polttaminen on usein kallein eli ns. rajatuotantoteknologia, joka määrää sähkön tukkuhinnan. Ks. myös tämän Talouskatsauksen artikkeli ”Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices”.

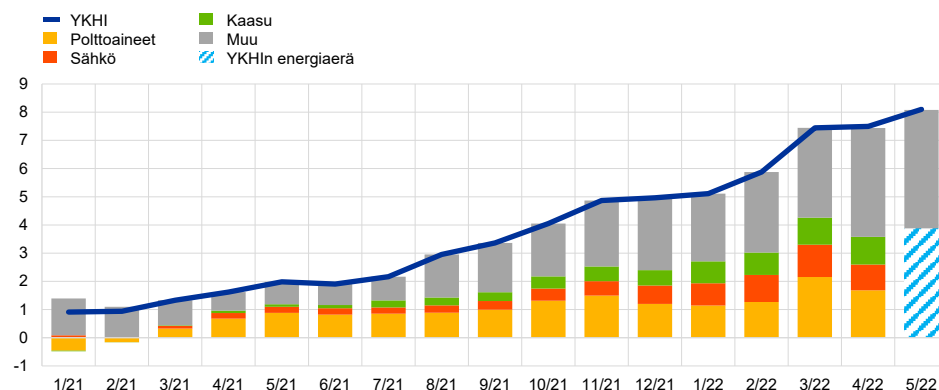


## Kuvio D

### YKHIn energiaerän inflaatiota hillitään verotoimenpiteillä

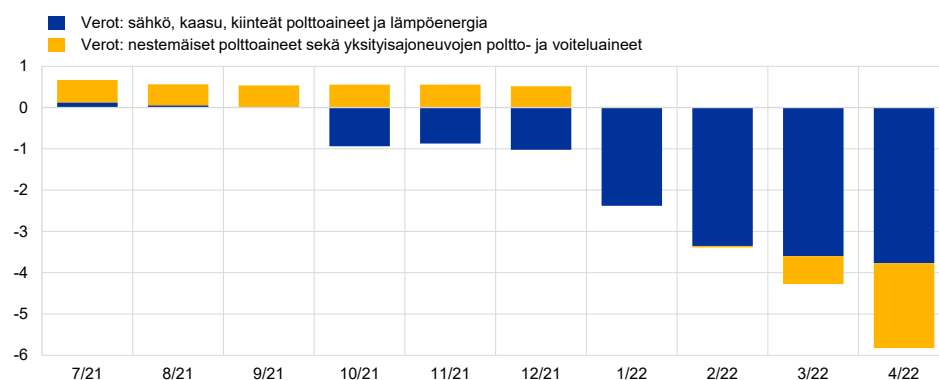
#### a) YKHIn energiaerän vaikutus YKHI-kokonaisinflaatioon

(prosenttia; kasvuvaikutus prosenttiyksikköinä)



#### b) Verotoimenpiteiden vaikutus YKHIn energiaerän inflaatiota hillitsemiseksi

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Välillisten verojen muutosten vaikutus lasketaan YKHIn energiaerän inflaation ja kiintein veroin lasketun YKHIn energiaerän inflaation välisenä erona sillä oletuksella, että välillisten verojen muutokset välittyvät hintoihin välittömästi ja täydellisesti. Tuoreimmat havainnot YKHIn energiaerän ja polttoaineiden inflaatiosta ovat toukokuulta 2022 ja kaikista muista eristä huhtikuulta 2022.

### YKHIn energiaerän inflaatio pysyi nopeana huhti- ja toukokuussa 2022, joskin inflaatiopaineet helpottuivat paitsi edellä kuvatun energiahyödykkeiden hintakehityksen myös valtioiden hillintätoimenpiteiden ansiosta. Monet

euroalueen maat ovat antaneet kotitalouksille tukea energian hinnan nousun hyvittämiseksi. Lisäksi useimmat niistä alensivat valmisteveroja ja arvonlisäveroja, millä oli välitön kuluttajahintoja laskeva vaikutus.<sup>21</sup> Pelkästään syksyllä 2021 useissa maissa tehdyt välillisten verojen muutokset hidastivat energiaerän inflaatiota noin 4,3 prosenttiyksikköä maaliskuussa ja 5,8 prosenttiyksikköä huhtikuussa 2022 (kuva D, kohta b).<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Muihin toimenpiteisiin lukeutui tulonsiirtoja (esimerkiksi pienituloisille kotitalouksille) sekä hintakattoja tukkumarkkinoille. Nämä eivät näy välittömästi YKHI-inflaatiossa.

<sup>22</sup> Ks. kuvaus verojen ja maksujen vaikutuksesta energian hintaan tämän Talouskatsauksen artikkelista "Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices".

## Venäjän sotatoimien vaikutus euroalueen talouteen epävarmuuden lisääntymisen kautta

### Venäjän hyökkäys Ukraina on huomattavasti lisännyt epävarmuutta euroalueella.

Tärkeimmät havaittavat tekijät, jotka heikentävät talouden toimeliaisuutta, ovat erittäin korkeat energiahinnat ja sodasta johtuvat tarjonnan rajoitteet. Niiden lisäksi suuri vaikutus on myös kolmannella tekijällä, joka ei ole suoraan havaittavissa, nimittäin epävarmuuden lisääntymisellä. Taloustieteessä epävarmuussokki määritellään seuraukseksi satunnaistapahtumasta (esimerkiksi sodasta), jonka vaikutuksesta talousnäkyvien ennustettavuus vähenee.<sup>23</sup> Epävarmuuden kasvaessa talouteen kohdistuva luottamus vähenee, jolloin kotitalouksien ja yritysten kulutus vähenee ennakoidusta. Tässä kehikossa tarkastellaan, millaisia makrotaloudellisia vaikutuksia epävarmuus, joka johtuu Venäjän hyökkäyksestä Ukraina, on aiheuttanut euroalueella. Tarkasteltavia muuttujia ovat erityisesti BKT, kotimainen kysyntä (kuten yritysten investoinnit ja kulutus) ja tärkeimmät yksittäiset toimialat (kuten tehdasteollisuus ja palvelut sekä kestokulutustavaroiden ja kertakulutustavaroiden tuotanto).

**Epävarmuuden vaikutus välittyy talouteen monien eri kanavien kautta.** Yksi tutkimuksissa usein mainittu välittymiskanava liittyy investointien perumisen vaikeuteen.<sup>24</sup> Investointeihin liittyvien kiinteiden kulujen vuoksi niiden peruminen on usein vaikeaa, joten epävarmoissa tilanteissa yritykset saattavat lykätä investointeja tai jättää niitä tekemättä odottaessaan taloustilanteen selkiytymistä ja varmempia tietoja investointipäätöksen pohjaksi. Toinen välittymiskanava puolestaan liittyy säästämiseen varautumistarkoituksessa.<sup>25</sup> Kotitaloudet saattavat reagoida epävarmuussokkiin (joka kenties vaikuttaa tuloihin negatiivisesti) lisäämällä säästämistä ja vähentämällä kulutusta. Kolmas välittymiskanava liittyy talousnäkyviä koskevan epävarmuuden voimistumisen ja talouden kitkatekijöiden väliseen yhteyteen. Kitkatekijöitä ovat esimerkiksi luotonannon kiristyminen, ja niillä voi olla huomattava vaikutus taloudelliseen toimeliaisuuteen. On tyypillistä, että yritysten ja kotitalouksien rahoitusolot heikkenevät epävarmuussokin seurauksena.<sup>26</sup>

**Tässä tutkimuksessa epävarmuussokkien identifioimiseen sovellettiin rakenteellista vektoriautoregressiomallia, jossa käytetään etumerkkirajoituksia ja narratiivisia etumerkkirajoituksia (kuvio A).** Aiemmassa tutkimuksessa epävarmuussokkeja on identifioitu monin eri menetelmin. Tavallisesti oletetaan, että minkään muiden muuttujien nopeilla muutoksilla ei ole välittömiä vaikutuksia

<sup>23</sup> Ks. K. Jurado, S.C. Ludvigson ja S. Ng, "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, nro 3, 2015, s. 1177-1216; ja C. Scotti, "Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, s. 1-19.

<sup>24</sup> Ks. N. Bloom, "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, vol. 77, nro 3, 2009.

<sup>25</sup> Ks. S. Basu ja B. Bundick, "Uncertainty shocks in a model of effective demand", *Econometrica*, vol. 85, nro 3, 2017.

<sup>26</sup> Ks. L. J. Christiano, R. Motto ja M. Rostagno, "Risk shocks", *American Economic Review*, vol. 104, nro 1, 2014; ja S. Gilchrist, J. W. Sim ja E. Zakrajšek, "Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics", NBER Working Papers, nro 20038, 2014.

epävarmuusmuuttujaan.<sup>27</sup> Syy-seuraussuhde voi kuitenkin vaikuttaa molempiin suuntiin: esimerkiksi epävarmuussokit heikentävät taloudellista toimeliaisuutta, mutta tuotantoon vaikuttavat sokit (eli negatiiviset kysyntäsokit) saattavat myös lisätä epävarmuutta. Tässä kehikossa epävarmuussokit on määritetty rakenteellisella vektoriautoregressiomallilla (SVAR-mallilla), jossa epävarmuussokki identifioidaan etumerkkirajoitusten ja narratiivisten etumerkkirajoitusten avulla. Näin saadaan esiin eri muuttujien väliset välittömät vaikutukset. Malliin sisältyy yhdenmukaistettu inflaatioindeksi (YKHI), kuukausitasolle interpoloitu BKT, 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko (OIS), yritysten joukkolainojen tuottoerot ja systeemisen stressin yhdistelmäindikaattori (CISS).<sup>28</sup> CISS-indikaattoria käytetään epävarmuussokkien identifioimiseen narratiivisten etumerkkirajoitusten avulla sillä oletuksella, että epävarmuussokki selittää pääosan CISS-indikaattorin muutoksesta syyskuussa 2001 (terrori-isku World Trade Centeriin New Yorkissa) ja elokuussa 2007 (finanssikriisi).<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> Yhdysvaltain osalta ks. Bloom (2009, mt.), Jurado ym. (2015, mt.) ja Scotti (2016, mt.). Euroalueen osalta Talouskatsauksen 6/2020 kehikossa "[Epävarmuuden viimeaikaisen kasvun vaikutus euroalueen talouskasvuun](#)" on sovellettu Choleskyn hajotelmaa. Tarkempi Choleskyn hajotelman ja Proxy-SVAR-menetelmän vertailu on artikkelissa A. Bobasu, A. Geis, L. Quaglietti ja M. Ricci, "[Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area](#)", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2541, EKP, 2021.

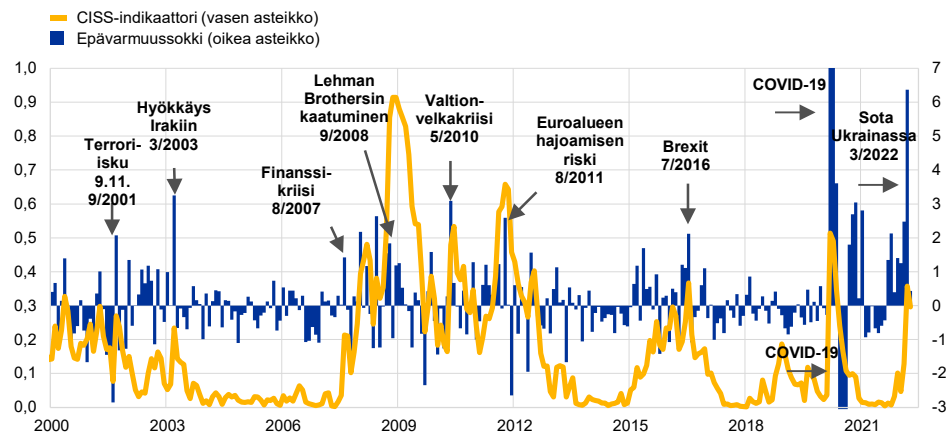
<sup>28</sup> Indeksiä on käsitelty tarkemmin artikkelissa D. Holló, M. Kremer ja M. Lo Duca, "[CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system](#)", Working Paper -sarjan julkaisu nro 1426, EKP, 2012.

<sup>29</sup> Bloom (2009, mt.) viittaa 11.9.2001 tapahtuneeseen terrori-iskuun keskeisenä epävarmuustekijänä. Elokuun 2007 finanssikriisissä rahoitusmarkkinoita koettelivat vakavat likviditeettiongelmat, kun BNP Paribas -pankki jäädettiin kolme Yhdysvaltain subprime-asuntolainoihin sijoittanutta rahastoa 9.8.2007. Tuolloin sijoittajat totesivat, että olisi tarpeen arvioida, mitkä asuntolainasidonnaisia instrumentteja omistavat rahoituksenvälittäjät olivat vaikeuksissa ongelmaluottoihin perustuvien instrumenttien kanssa. Samalla sijoittajat huomasivat, että tällaista arviointia ei ollut mahdollista tehdä. Sama ongelma koski takaisinosto- eli reposopimusten markkinoita, joilla talouden toimijat käyttivät reposopimuksia lyhytaikaisten lainojen vakuuksina. Pankkienväliset markkinat, joilla tarjotaan maailmanlaajuisesti likviditeettiä pankeille, tyrehtyivät uuden tilanteen aiheuttaman epävarmuuden vuoksi.

## Kuvio A

### CISS-indikaattori ja epävarmuussokit

(vasen asteikko: CISS (0 = pienin systeeminen stressi; 1 = suurin systeeminen stressi); oikea asteikko: keskihajonta)



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. SVAR-mallin estimointijakso oli tammikuusta 1999 joulukuuhun 2019. Identifioitavat tapahtumat ovat kustannusinflaatiosta, kysynnästä, korkotasosta, rahoitushäiriöistä ja epävarmuudesta aiheutuvat sokit. Malliin sisältyvät muuttujat ovat YKHI, kuukausitasolle interpoloitu BKT, 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko (OIS), yritysten joukkolainojen tuottoerot ja CISS-indikaattori. Etumerkkirajoitukset ja narratiiviset etumerkkirajoitukset noudattelevat artikkelia J. Antolin-Díaz ja J. F. Rubio-Ramírez, "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, vol. 108, nro 10, 2018, s. 2802–2829. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2022.

Mallin estimointijakso on tammikuusta 1999 joulukuuhun 2019 (se ei siis kata koronaviruskriisiä, sillä makrotaloudellisissa aikasarjoissa on ollut merkittäviä rakenteellisia katkoja pandemian alettua). Estimoitujen joustojen avulla määritetään epävarmuussokkien suuruus huhtikuuhun 2022 päättyvällä ajanjaksolla. Mallilla voidaan identifioida epävarmuutta lisänneitä merkittäviä tapahtumia, joita ovat esimerkiksi hyökkäys Irakiin maaliskuussa 2003 ja Lehman Brothers -investointipankin kaatuminen syyskuussa 2008 sekä euroalueen valtionvelkakriisiin liittyvät tapahtumat. Näin estimoidut epävarmuussokit mukailevat varsin hyvin sellaisia aiempia poliittisia, geopoliittisia ja taloudellisia tapahtumia, jotka tyypillisesti liittyvät suureen epävarmuuteen, ja samaten viimeaikainen epävarmuuden kasvu osuu yksiin Venäjän Ukrainassa aloittaman sodan kanssa. Sodan maaliskuussa 2022 aiheuttaman epävarmuussokin estimoitu suuruusluokka on noin kuusi keskihajontaa. Se on siis mittaushistorian toiseksi suurin sokki (maalis- ja huhtikuun 2020 pandemiaepisodin jälkeen).

**Epävarmuussokit vaikuttavat negatiivisesti BKT:hen ja kotimaiseen kysyntään, ja niillä on suurempi vaikutus yritysten investointeihin kuin kulutukseen.** Kun epävarmuussokit on identifioitu SVAR-mallilla, lokaalien projektoiden menetelmällä voidaan estimoida niiden vaikutus euroalueen BKT:hen ja sen kysyntäeriin, kotitalouksien säästämisasteeseen sekä teollisuuden ja palvelusektorin arvonlisäykseen.<sup>30</sup> Lokaalien projektoiden menetelmää käytetään tavallisesti silloin, kun sokkien arvioidaan olevan tutkittaviin muuttujiin nähden ulkosyntyisiä. Ajanjaksolla helmikuusta huhtikuuhun 2022 estimoidun epävarmuussokin arvioidaan vähentävän euroalueen BKT:tä verrattuna sellaiseen ennustemallilla saatuun tasoon, jossa mitään sokkeja ei esiinny (normaalitaso), ja laskun arvioidaan enimmillään

<sup>30</sup> Menetelmässä regressoidaan käsiteltäviä muuttujia tuleville aikajaksoille, ks. O. Jordá, "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, nro 1, 2005, s. 161–182.

olevan noin 0,7 % vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä (kuvio B, osa a). Epävarmuuden lisääntymisen odotetaan vaikuttavan voimakkaasti kotitalouksien ja yritysten kulutuspäätöksiin ja nostavan kotitalouksien säästämistä noin 0,4 prosenttiyksikköä vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä. Lisääntyneen epävarmuuden odotetaan vaikuttavan enemmän yritysten investointeihin kuin kulutukseen. Kahden kysyntäkomponentin odotetaan laskevan suhteessa normaalitasoon 1,1 % ja 0,5 % vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä.

**Sektorikohtaisesti tarkasteltuna epävarmuussokin ennakoidaan vaikuttavan tehdasteollisuuteen enemmän kuin palveluihin, ja vaikutuksen arvioidaan olevan voimakkaampi pitemmän elinkaaren tuotteita valmistavilla toimialoilla (kuvio B, osa b).** Vaikutus tehdasteollisuuteen selittyy sillä, että teollisuustuotanto on perinteisesti ollut alttiimpi suhdannevaihteluille ja riippuvaisempi energian tuotantopanoksista (jotka myös vaihtelevat voimakkaasti suhdannekierron eri vaiheissa). Kulutuksen rakenteen kannalta tarkasteltuna epävarmuussokit vaikuttavat kestokulutustavaroiden kulutukseen enemmän kuin kertakulutustavaroiden. Tämä johtuu siitä, että kestokulutustavaroiden hankkimista voidaan viivästyttää talouden häiriötilanteissa, sillä vanhoja varastoja voidaan hyödyntää niiden pitkän elinkaaren vuoksi.<sup>31</sup> Epävarmuussokin vaikutus kestokulutustavaroihin onkin peräti kolme kertaa niin suuri kuin kertakulutustavaroihin.<sup>32</sup> Kaiken kaikkiaan sota ja energian hintojen nousu ovat lisänneet talousnäkyymiin liittyvää epävarmuutta, etenkin energiasta riippuvaisilla toimialoilla ja pitemmän elinkaaren tuotteita valmistavilla toimialoilla.

<sup>31</sup> Ks. M. Browning ja T. F. Crossley "Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss", Journal of the European Economic Association, vol. 7, nro 6, 2009. Artikkelin mukaan kotitaloudet voivat lyhyellä aikavälillä vähentää kokonaiskulutustaan hyvinvoinnin laskematta, jos ne keskittyvät vähentämään kestokulutustavaroiden ostoja.

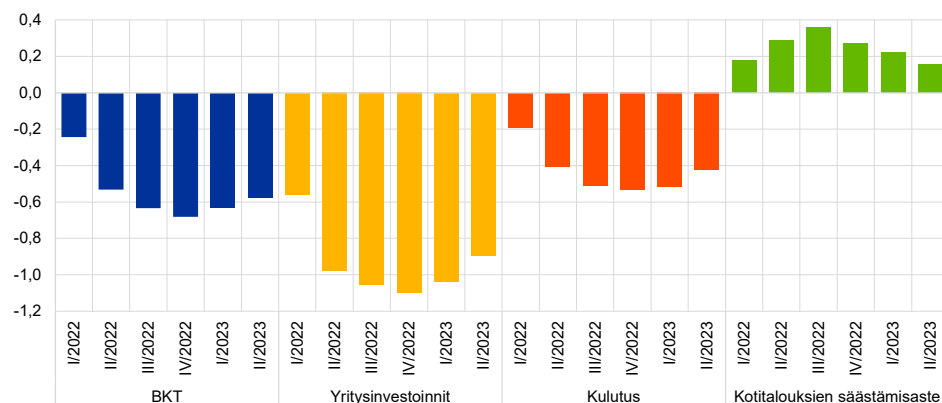
<sup>32</sup> Epävarmuutta koskeva Euroopan komission kyselytutkimus antaa kvalitatiivista vahvistusta näille ekonometrisille tuloksille. Siinä pyydettiin yritysjohtajia ja kuluttajia arvioimaan, kuinka vaikeaa yritysten ja kotitalouksien taloustilanteen ennustaminen on. Sodan alettua helmikuussa 2022 epävarmuus on lisääntynyt enemmän teollisuudessa kuin palvelualoilla. Eniten tilanteesta ovat kärsineet rakennusala ja tehdasteollisuus. Kyselyn perusteella tilanne on vaikuttanut epävarmuuteen enemmän kestokulutustavaroiden kuin kertakulutustavaroiden osalta, mikä vastaa myös empiirisellä mallilla saatua tulosta.

## Kuvio B

### Venäjän sotaan Ukrainassa liittyvien epävarmuustekijöiden vaikutus talouteen

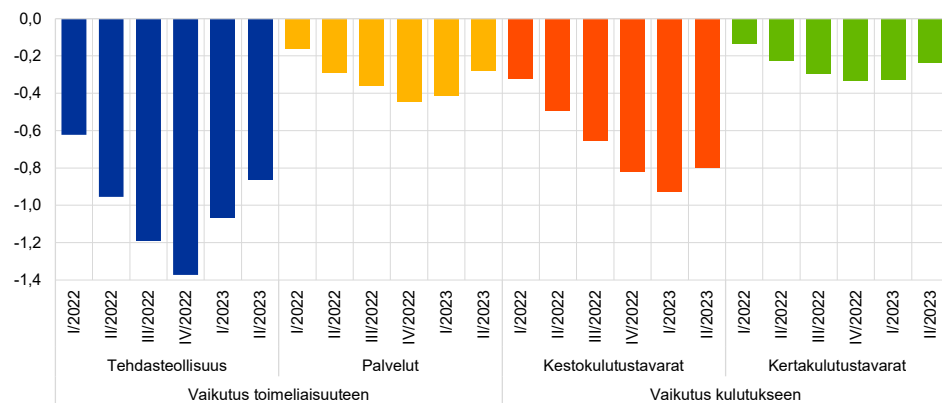
a) Vaikutus BKT:hen, yritysten investointeihin, kulutukseen ja kotitalouksien säästämisasteeseen

(prosentteja ja prosenttiyksiköitä; hajonta normaalitasoon nähden)



b) Vaikutus tehdasteollisuuteen, palveluihin sekä kesto- ja kertakulutustavaroihin

(prosentteja; hajonta normaalitasoon nähden)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

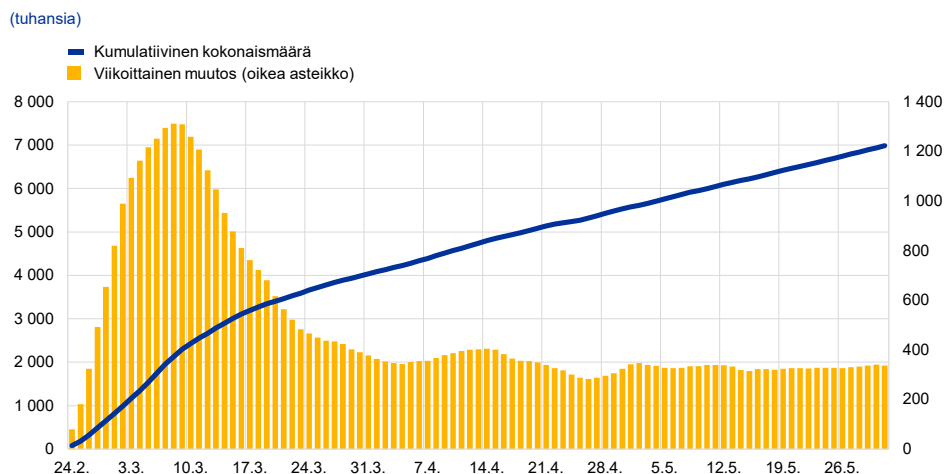
Huom. Vaikutus on arvioitu lokaalien projektioiden menetelmällä, jossa sovelletaan SVAR-mallilla identifioitua epävarmuussokkia, ja kaikkien mallin muuttujien vaikutus on kontrolloitu. Kokonaisvaikutus taloudelliseen toimeliaisuuteen on johdettu vuoden 2000 ensimmäiseltä neljännekseltä vuoden 2019 viimeiselle neljännekselle estimoiduista joustoista ja helmi-huhtikuussa 2022 estimoidun epävarmuussokin suuruudesta. Tuotanto ja hinnat ovat vuosineljänneksen kasvulujuja, ja rahoitusmuuttujissa on käytetty vuosineljänneksittäisiä differenssoituja havaintoja.

## Ukrainan pakolaisten vaikutus euroalueen työvoimaan

**Venäjän hyökkäys Ukraina on synnyttänyt Euroopassa suurimman pakolaisvirran sitten toisen maailmansodan, ja ylivoimaisesti suurin osa pakolaisista on naisia ja lapsia.**<sup>33</sup> YK:n pakolaisjärjestön UNHCR:n mukaan tähän mennessä noin 7 miljoonaa ihmistä on ylittänyt Ukrainan rajan (kuviota A).<sup>34</sup> Kuten kuviosta A käy ilmi, tällä hetkellä Ukrainasta lähtee viikoittain keskimäärin 330 000 pakolaista ympäröiviin maihin. UNHCR arvioi, että kuluvan vuoden loppuun mennessä pakolaisten määrä saattaa nousta 8,3 miljoonaan ja että sodan seurauksena kaikkiaan jopa 25 miljoonaa ihmistä saattaa joutua lähtemään kotiseudultaan ja tarvita humanitaarista apua.<sup>35</sup> Ukrainan pakolaisten kokonaismäärän odotetaan siis kasvavan lähiviikkoina, joskin pakolaistilanteeseen vaikuttaa suuresti sodan kesto ja vakavuus. Vaikka Ukrainan pakolaisten kokonaismäärä onkin kasvussa, huomattava määrä – noin 2,1 miljoonaa henkeä – on tilapäisesti palannut kotimaahansa. UNHCR huomauttaa, että tällainen rajan ylittävä liikkuminen saattaa olla edestakaista eikä sitä tule pitää pysyvänä paluuna, joten tätä määrää ei ole vähennetty kokonaisluvusta.

### Kuvio A

#### Ukrainasta lähtevien pakolaisten määrä



Lähteet: UNHCR:n ja EKP:n laskelmat.

Huom. Ukrainan pakolaisten määrä on Eurooppaan saapuneiden pakolaisvirtojen kokonaismäärä. Siihen ei sisälly tilapäinen rajan yli liikkuminen. Siihen ei myöskään ole laskettu maansisäisiksi pakolaisiksi joutuneita Ukrainan kansalaisia. Tuoreimmat havainnot 31.5.2022.

**Odotettavissa on, että merkittävä osuus kaikista Ukrainan pakolaisista saapuu euroalueelle (taulukko A).** Syyrian pakolaiskriisin aikana vuonna 2015 noin 75 % kaikista Eurooppaan saapuneista pakolaisista jäi euroalueen maihin.

Todennäköisesti vuoden 2022 tilanne on kuitenkin erilainen: Ukraina on itäeurooppalainen valtio, jolla on vahvat siteet naapurimaihin. Monien

<sup>33</sup> Ks. kansainvälinen vertailu viimeisten 60 vuoden ajalta: <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2022/03/25/after-a-month-of-war-ukrainian-refugee-crisis-ranks-among-the-worlds-worst-in-recent-history>.

<sup>34</sup> Kokonaismäärä 1.6.2022; ks. päivittäiset muutokset <https://data2.unhcr.org/en/situations/ukraine>. Mainittu 7 miljoonan hengen kokonaismäärä on 15,9 % Ukrainan väkiluvusta (44 miljoonaa) ennen sodan alkamista.

<sup>35</sup> Ks. tarkempia ajantasaisia tietoja <https://www.unhcr.org/refugeebrief/latest-issues>.

ukrainalaispakolaisten arvellaan jäävän aluksi maantieteellisesti lähimpinä oleviin naapurimaihin ja siirtyvän vähitellen muualle. Lopulliseen määränpäähän vaikuttavat eri maiden yleiset mahdollisuudet vastaanottaa ja kotouttaa pakolaisia sekä pakolaisten integroitumista helpottavien ukrainalaisyhteisöjen olemassaolo. Sotaa edeltävinä vuosina ukrainalaissiirtolaiset asettuivat tavallisesti Puolaan (53 %), Tšekkiin (9 %), Saksaan (8 %) ja Unkariin (8 %), ja 24 % asettui euroalueen maihin. Kuitenkin 75 % ukrainalaissiirtolaisista asuu parhaillaan euroalueella, etenkin Italiassa (30 %), Saksassa (18 %) ja Espanjassa (13 %). Lisäksi euroalueen maat ovat viime vuosina osoittaneet kykynsä kotouttaa suuria pakolaismääriä, ja 86 % muiden kuin EU-maiden kansalaisten ensimmäistä kertaa tekemistä turvapaikkahakemuksista tehtiin euroalueen maihin.<sup>36</sup> Euroalueella on siis jo merkittävä ukrainalaisyhteisö, ja kun otetaan huomioon muiden pakolaisten viimeaikaiset kokemukset sekä euroalueen maiden taloudelliset mahdollisuudet pakolaisten vastaanottamiseen, euroalueelle saattaa ajan kuluessa asettua enemmänkin ukrainalaispakolaisia.

### Taulukko A

Ukrainan aiempi muuttoliike ja muiden kuin EU27-maiden kansalaisten tekemät turvapaikkahakemukset

Alue	Ukrainalaisten muuttoliike kohteeseen	Ukrainalais-siirtolaisten määrä kohteessa	Muiden kuin EU27-maiden kansalaisten turvapaikkahakemukset	Normalisoitu keskiarvo
<b>Euroopan unioni (25 maata)</b>	96 %	95 %	92 %	92 %
<b>Euroalue (19 maata)</b>	24 %	75 %	86 %	55 %

Lähteet: Eurostatin, OECD:n ja EKP:n laskelmat.

Huom. Taulukon luvut ovat prosenttiosuuksia 25:een EU-maahan, Islantiin, Norjaan, Sveitsiin, Turkkiin tai Isoon-Britanniaan suuntautuneista kokonaisvirroista, niissä asuvista siirtolaisista ja niiden vastaanottamista turvapaikkahakemuksista (kaksi EU-maista puuttuvaa maata ovat Bulgaria ja Kroatia, joista tietoja ei ole saatavilla). Ukrainan muuttoliikeluvut ovat keskiarvoja vuosilta 2017–2019. Maissa asuvia siirtolaisia koskevat luvut ovat keskiarvoja vuosilta 2017–2020. Osuudet muiden kuin EU27-maiden kansalaisten tekemistä turvapaikkahakemuksista ovat keskiarvoja vuosilta 2017–2020. Normalisoiduissa keskiarvoissa on huomioitu tietojen saatavuuden maakohtaiset erot. Eri alueiden painotukset on normalisoitu vertailukelpoisuuden vuoksi.

### Euroalueelle jäävien ukrainalaispakolaisten osuus keskipitkällä aikavälillä

**riippuu sodan kestosta ja vakavuudesta.** Jos sotatoimet pitkittyvät tai kiihtyvät, pakolaisten määrä kasvaa. Nykyisten lukujen ja UNHCR:n piste-estimaatin perusteella tämän kehikon laskelmissa oletuksena on viidestä kymmeneen miljoonaa pakolaista. Sotatoimien pitkittyminen ja kiihtyminen todennäköisesti myös vähentää Ukrainaan palaavien pakolaisten osuutta keskipitkällä aikavälillä. Samaten skenaario kymmenestä miljoonasta pakolaisesta liittyy pitempään ja vakavampaan sotaan, joka kasvattaa pakolaisten kokonaismäärää ja todennäköisyyttä siitä, että he jäävät keskipitkällä aikavälillä vastaanottajamaihin.

### Kun halutaan määrittää pakolaisten vaikutusta euroalueen työvoimaan, olennainen tekijä on työikäisten osuus pakolaisista. Venäjän 24.2.2022

<sup>36</sup> Prosenttiosuus kaikista turvapaikkahakemuksista, jotka muun kuin EU27-maan kansalainen teki 25:een EU-maahan, Islantiin, Norjaan, Sveitsiin, Turkkiin tai Isoon-Britanniaan (kaksi EU-maista puuttuvaa maata ovat Bulgaria ja Kroatia, joista tietoja ei ollut saatavilla). Eniten turvapaikkahakemuksia tehdään Saksaan (noin 38 %) ja seuraavaksi eniten Ranskaan (15 %) ja Italiaan (11 %). Vuoden 2015 pakolaistulvan vuoksi ensikertalaisten tekemien turvapaikkahakemusten määrä lisääntyi voimakkaasti vuosina 2016 ja 2017. Yli puolet tuolloisista pakolaisista (55 %) asettui Saksaan, joskin huomattava määrä suuntasi myös Ruotsiin, Italiaan ja Ranskaan (8 % kuhunkin maahan).



aloittaman hyökkäyksen jälkeen Ukraina julisti maahan sotatilan, johon sisältyi 18–60-vuotiaiden miesten maastapoistumiskielto. Niinpä pakolaisten ensimmäisissä aalloissa on ollut vanhuksia, lapsia ja työikäisiä naisia. On kuitenkin odotettavissa, että tulevaisuudessa saapuu myös työikäisiä miehiä, kun sotatila lakkaa. Tällöin työikäisten pakolaisten osuus vähitellen kasvaa. Tässä kehikossa oletetaan, että keskipitkällä aikavälillä euroalueelle saapuvista pakolaisista 50–75 % tulee olemaan työikäisiä. Oletusta tukee se, että tällä hetkellä naisten osuus kaikista haastatelluista pakolaisista on noin 80 % ja että naispuolisista pakolaisista 80 prosentilla on mukanaan vähintään yksi lapsi.<sup>37</sup> Työikäisten pakolaisten osuuden odotetaan kasvavan, jos sota pitkittyy ja kiihtyy. Tuolloin osa työikäisistä miehistä siirtyy Ukrainasta paenneen perheensä luo ja muuttaa myöhemmin euroalueelle.<sup>38</sup> Summittaiset laskelmat viittaavat siihen, että työikäisten pakolaisten osuuden sekä sodan keston ja vakavuuden välillä on positiivinen korrelaatio.

**Euroopan viranomaisten pikaisista toimista huolimatta työmarkkinoille pääsyn esteet ja muut kitkatekijät ovat edelleen pakolaisille merkittäviä hidasteita, jotka vaikeuttavat heidän työllistymistään vastaanottajamaassa etenkin lyhyellä aikavälillä.** Pakolaisten työllistymisprosessi vastaanottajamaassa on yleensä pitkälinen. Heidän on mahdollisesti saatava turvapaikkapäätös (ja joissakin tapauksissa työlupa) sekä hankittava kielitaitoa ja hyväksyntä ammatilliselle pätevyydelleen. Ukrainalaispakolaisten kohtaamien esteiden vähentämiseksi EU on päättänyt myöntää heille tilapäisen suojelupäätöksen. Sen turvin he saavat välitöntä apua ja oikeuden päästä työmarkkinoille. Toukokuun alussa yli 3,5 miljoonaa Ukrainan pakolaista oli saapunut Puolaan. Yli 400 000 oli rekisteröitynyt Saksaan, 200 000 Tšekkiin ja 100 000 Italiaan.<sup>39</sup> Pakolaisten työllistymisen esteinä saattavat kuitenkin olla osaamisen kohtaanto-ongelmat, riittämätön kielitaito, lastenhoitopalveluiden puute ja ongelmat pätevyyden hyväksynnässä. Esimerkiksi Saksasta saadut tiedot, jotka koskevat vuosina 2014–2016 saapunutta suurta pakolaisvirtaa, osoittavat työllistymisen olleen hyvin hidasta: vain 17 % työikäisistä pakolaisista oli työllistynyt kahden vuoden kuluessa ja alle 50 % viiden vuoden kuluessa. Naisten kohdalla työllisyysaste oli huomattavasti alhaisempi (mikä jossain määrin kuvastanee pakolaisten kotimaan kulttuurin vaikutusta).<sup>40</sup> Oletettavasti

<sup>37</sup> Luvut perustuvat UN Women- ja International Organization for Migration -järjestöjen yhteistyönä toteuttamiin kahteen kyselytutkimukseen. Ensimmäisen kyselyn tulokset löytyvät [tästä linkistä](#). Jatkokyselyn tärkeimmät tulokset löytyvät [tästä linkistä](#). Nämä tulokset saivat vahvistusta Saksan sisäministeriön 24.–29.3. teettämästä kyselystä, jonka mukaan 84 % ukrainalaispakolaisista on naisia ja 58 % pakolaisnaisista on lähtenyt Ukrainasta lasten kanssa. Kyselyn tärkeimmät tulokset löytyvät [tästä linkistä](#). Mainittuja lukuja hienosäädettiin sen tiedon perusteella, että Ukrainan väestön huoltosuhde vuonna 2020 oli 49 %, mikä merkitsee, että koko väestöstä yli 67 % on 15–64-vuotiaita.

<sup>38</sup> Sodan pitkittyminen ja kiihtyminen tarkoittaisi myös, että työikäiset miehet pysyisivät Ukrainassa pitempään, mikä vähentäisi mahdollisesti ulkomaille muuttavien ihmisten määrää. Tämä vaikutus on otettu huomioon parametrisoinnissa. Tässä tapauksessa voidaan olettaa, että perheillä olisi enemmän aikaa muuttaa pois kotimaasta ja integroitua uuteen maahan pysyvämmiin.

<sup>39</sup> Muista EU-maista poiketen Puolan luvut eivät kuvaa rekisteröityneiden pakolaisten määrää, vaan ainoastaan maahan saapuneiden määrää. Rekisteröityminen merkitsee toimeentulotuen ehtojen täyttymistä ja pääsyä euroalueen työmarkkinoille. Ks. tarkempia ajantasaisia tietoja <https://cream-migration.org/ukraine-detail.htm?article=3573>. Joissakin uutisissa on raportoitu suurempia lukuja, joiden mukaan Saksaan on saapunut jo noin 610 000 pakolaista. Lisäksi sekä Eurostat että UNHCR ovat äskettäin alkaneet raportoida Euroopan maihin saapuvien ja tilapäistä suojelua hakeneiden pakolaisten määrää. Kesäkuun alkuun mennessä eri Euroopan maissa oli kirjattu yli 4,7 miljoonaa yksittäistä ukrainalaispakolaista, ja yli 2,9 miljoonaa ukrainalaispakolaista oli rekisteröity tilapäisen suojelun hakijoiksi.

<sup>40</sup> Ks. <https://doku.iab.de/kurzber/2020/kb0420.pdf> (saksaksi). Vuosina 2014–2016 turvapaikanhakijoiden kahdeksan yleisintä kotimaata olivat Afganistan, Eritrea, Iran, Irak, Nigeria, Pakistan, Somalia ja Syyria.

Ukrainan maantieteellinen ja kulttuurinen läheisyys läntiseen Eurooppaan sekä EU:n myöntämä tilapäinen suojelu Ukrainan kansalaisille helpottavat kohtaanto-ongelmia ja siten lisäävät ukrainalaispakolaisten osallistumista työmarkkinoille lyhyellä aikavälillä.<sup>41</sup>

**Kun edellisten pakolaisaaltojen työllistymisestä saatuja tietoja sovelletaan nykytilanteeseen, voidaan arvioida, että keskipitkällä aikavälillä työikäisten pakolaisten työvoiman osallistumisaste on 25–55 %.** Vaihteluvälin alaraja (25 %) perustuu aiempien pakolaisten työllistymisasteeseen kahden vuoden vastaanottajamaassa asumisen jälkeen, ja sitä on korjattu ylöspäin Ukrainan kulttuurisen läheisyyden ja EU:n pikaisten toimien vaikutuksen huomioimiseksi. Vaihteluvälin yläraja (55 %) perustuu viimeaikaisiin estimaatteihin euroalueelle EU27-maiden ulkopuolelta muuttaneiden työikäisten naisen osallistumisasteesta.<sup>42</sup>

**Kaiken kaikkiaan Ukrainasta saapuvien pakolaisten arvioidaan vähitellen lisäävän työvoiman määrää euroalueella.** Kaikkien tässä eriteltyjen oletusten pohjalta tehdyt summittaiset laskelmat viittaavat siihen, että euroalueen työvoiman mediaanikasvu on keskipitkällä aikavälillä 0,2–0,8 % (kuvio B). Se vastaa euroalueen työvoiman lisäystä 0,3–1,3 miljoonalla hengellä Ukrainan pakolaiskriisin seurauksena.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> Noin 18 % Ukrainan väestöstä puhuu jonkin verran englantia, ja vuonna 2021 Ukraina oli EF English Proficiency -indeksissä sijalla 40 (kohtalainen taso). Ks. [EF EPI 2021 -raportti](#) (englanniksi). Pätevyyden osalta [Maailmanpankin tiedot vuodelta 2014](#) osoittavat, että yli 80 % Ukrainan väestöstä oli korkea-asteen koulutuksessa, kun vuonna 2019 Saksassa vastaava osuus oli 74 %, Ranskassa 68 % ja Italiassa 66 %.

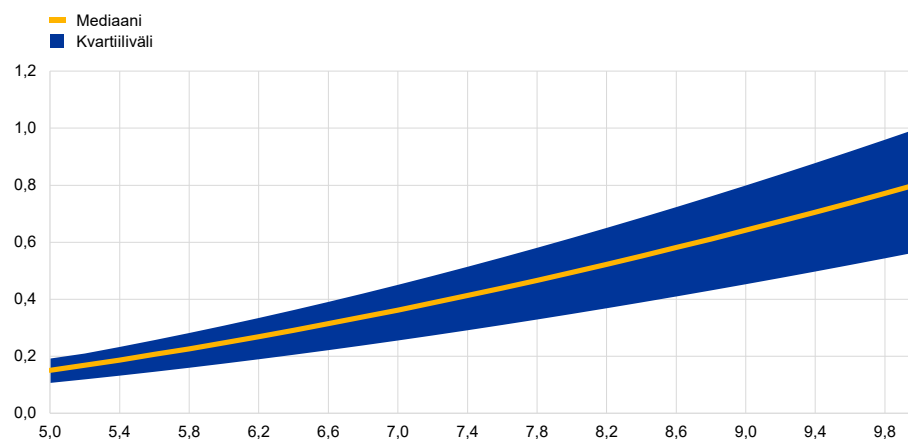
<sup>42</sup> Parametrisoinnin vaihteluväli noudattaa pitemmällä aikavälillä havaittujen työllisyysasteiden vaihteluväliä. Siinä on otettu huomioon, että työllistyminen on todennäköisesti aiempia pakolaisaalloja nopeampaa Ukrainan maantieteellisen ja kulttuurisen läheisyyden sekä EU:n pikaisten toimien vuoksi, mutta samalla siinä on huomioitu suuri epävarmuus, joka liittyy Ukrainan pakolaisten työllistymiseen euroalueen työmarkkinoilla keskipitkällä aikavälillä. Niinpä vaihteluväliä sovelletaan kaikkiin skenaarioihin riippumatta sodan vakavuudesta.

<sup>43</sup> Oletuksena on, että 55 % kaikista pakolaisista asettuu euroalueelle. Kuviossa B esitetään, miten euroalueelle asettuneiden pakolaisten prosenttiosuuden muutokset vaikuttavat arvioituun vaihteluväliin, ja siinä näkyvät laskennassa käytettyjen 936 parametrisoinnin mediaanit ja kvartiilivälit.

## Kuvio B

### Ukrainan pakolaisten mahdollinen vaikutus euroalueen työvoimaan keskipitkällä aikavälillä

(x-akseli: Ukrainan pakolaisten määrä miljoonina; y-akseli: Ukrainan pakolaisten prosenttiosuus työvoimasta)



Lähteet: YK:n, Eurostatin, OECD:n, Maailmanpankin ja EKP:n laskelmat.

Huom. Ukrainan pakolaisten osuus työvoimasta on laskettu vuoden 2019 euroalueen aktiivisen 15–71-vuotiaan väestön määrän perusteella. Kvartiiliväliin sisältyvät summittaisen laskelman eri parametrisoinnit. Laskelman perustana ovat euroalueelle asettuvien Ukrainan pakolaisten osuuden mahdolliset vaihteluvälit (taulukko A) ja työikäisten pakolaisten osallistuminen työmarkkinoille (joka on 25–55% ja jossa on otettu huomioon pakolaisten työllistymisasteiden erot euroalueen työmarkkinoilla). Näissä estimaateissa on huomioitu myös erot työikäisten osuudessa pakolaisten kokonaismäärästä sekä se, että Ukrainaan palaavien pakolaisten osuus keskipitkällä aikavälillä korreloi negatiivisesti sodan kestoan ja vakavuuteen.

**Ukrainan pakolaisvirrasta johtuva työvoiman lisäys saattaa hieman helpottaa euroalueen työmarkkinoiden kireää tilannetta.** Jos Ukrainan pakolaisten on mahdollista löytää työpaikkoja ilman pitkällistä integroitumisprosessia, heidän panoksensa voi auttaa työmarkkinoita vastaamaan tämänhetkiseen vilkkaaseen työvoiman kysyntään ja helpottaa jatkuvasti pahenevaa pulaa osaavasta työvoimasta. Sodan etenemiseen liittyvä huomattava epävarmuus vaikeuttaa kuitenkin lopullisen vaikutuksen täsmällistä arviointia ja kvantifiointia. Tässä kehikossa esitetyn, työvoimaan keskittyvän näkökulman lisäksi Ukrainan pakolaisvirralla on myös muita merkittäviä vaikutuksia euroalueen julkisten varojen käytön, asuntotilanteen ja julkisten palveluiden kannalta.

## Ilmastonmuutoksen vaikutukset talouteen ja hintoihin – keskeisten yritysten vastauksia kyselytutkimukseen

**Tässä kehikossa esitetään yhteenveto vastauksista, joita keskeiset yritykset antoivat EKP:n kyselytutkimuksessa ilmastonmuutoksen vaikutuksista talouteen ja hintoihin.** Tutkimus oli kolmiosainen ja sisälsi kysymyksiä ilmastonmuutoksen ja siihen liittyvien toimenpiteiden ja politiikkojen vaikutuksista yrityksiin. Kyselyn ensimmäisessä osassa yrityksiä pyydettiin nimeämään omin sanoin 1) ilmastonmuutoksen ja siihen liittyvien sopeutumis- ja hillintätoimien pääasiallinen vaikutus niiden toimintaan, 2) yritysten suurimmat haasteet nollapäästötalouteen siirtymisessä sekä 3) ne ilmastoon liittyvät politiikat, joiden yritykset odottavat eniten vaikuttavan toimintaansa, ja ne politiikat, jotka voivat auttaa niitä selviytymään siirtymisestä.<sup>44</sup> Kyselyn toisessa osassa yrityksiltä kysyttiin, olivatko ne samaa vai eri mieltä erilaisista väittämistä, jotka koskivat ilmastonmuutoksen ja siihen liittyvien sopeutumis- ja hillintätoimien vaikutusta yritysten toimintaan. Kolmannessa osassa yrityksiä pyydettiin arvioimaan laadullisesti ilmastonmuutoksen vaikutuksia investointeihinsa, työhönottoonsa, tuottavuuteensa, kustannuksiinsa ja hintoihinsa. Kysymyksissä eroteltiin tähänastiset vaikutukset sekä nollapäästötalouteen siirtymisen aikaiset ja sen jälkeiset vaikutukset. Kysely toteutettiin alkuvuonna 2022, ja siihen saatiin vastauksia 90 suuryritykseltä, joista useimmat ovat kansainvälisiä ja joiden kanssa EKP pitää yhteyttä osana säännöllistä liiketoimintatietojen keruuta.<sup>45</sup> Taulukossa A esitetään toimialakohtainen erittely kyselyotoksesta.

**Kysyttäessä ilmastonmuutoksen pääasiallisista vaikutuksista yrityksen toimintaan noin kaksi kolmannesta vastaajista mainitsi riskit, jotka liittyvät nollapäästötalouteen siirtymiseen, ja puolet mainitsi myös muuttuvasta ilmastosta aiheutuvat riskit.** Siirtymäriskejä korostettiin erityisesti toimialoilla, joiden hiilipäästöt ovat suuret joko yritysten oman tuotannon, alihankkijoiden tuotannon tai tuotteiden käyttäjien toiminnan vuoksi.<sup>46</sup> Nämä riskit liittyivät etenkin puhtaampiin tuotantotapoihin siirtymisen kustannuksiin ja teknisiin haasteisiin. Noin 40 % vastanneista yrityksistä mainitsi kuitenkin myös mahdollisuudet, joita niille voi tarjoutua joko siksi, että ne ovat jo investoineet vaihtoehtoihin, vähähiilisiin tuotteisiin, tai siksi, että niiden tuotteet ja palvelut auttavat muita yrityksiä vähentämään päästöjään. Vastaajien mainitsemat aineelliset riskit liittyivät esimerkiksi raaka-aineiden hankintaan, tuotantolaitosten turvallisuuteen, infrastruktuuriin, toimitusketjuihin, logistiikkaan ja työntekijöiden hyvinvointiin.<sup>47</sup> Aineelliselle omaisuudelle ja infrastruktuurille mahdollisesti koituvia vahinkoja ajatellen aineelliset riskit ovat erityisen olennaisia yrityksille, jotka toimivat

<sup>44</sup> Sopeutumistoimilla tarkoitetaan toimia, joita yritykset toteuttavat sopeutuakseen ilmastonmuutokseen ja sen vaikutuksiin. Hillintätoimilla tarkoitetaan päästöjen vähentämistoimia, joilla pyritään hillitsemään ilmastonmuutosta.

<sup>45</sup> Keskeisille yrityksille suunnattu kyselytutkimus toteutettiin EKP:n ja yritysten välisen vuoropuhelun yhteydessä erityistutkimuksena erillään säännöllisesti toistuvasta kyselytutkimuksesta. Säännöllistä kyselytutkimusta esitellään Talouskatsauksen 1/2021 artikkelissa ”[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)”.

<sup>46</sup> Siirtymäriskeillä tarkoitetaan riskejä, jotka liittyvät ilmastonmuutoksen hillintään esimerkiksi ilmastopolitiikan, teknologisten muutosten tai mieltymysten ja käyttäytymisen muutosten kautta.

<sup>47</sup> Aineellisilla riskeillä tarkoitetaan riskejä, joita muuttuva ilmasto aiheuttaa sekä asteittaisten muutosten että äärimmäisten sääilmiöiden lisääntymisen ja voimistumisen kautta.

maatalousalalla tai ovat siitä riippuvaisia, tehdasteollisuusyrityksille, joiden (globaalit) toimitusketjut ovat potentiaalisesti haavoittuvia, rakennusalan yrityksille sekä kuljetusyrityksille.

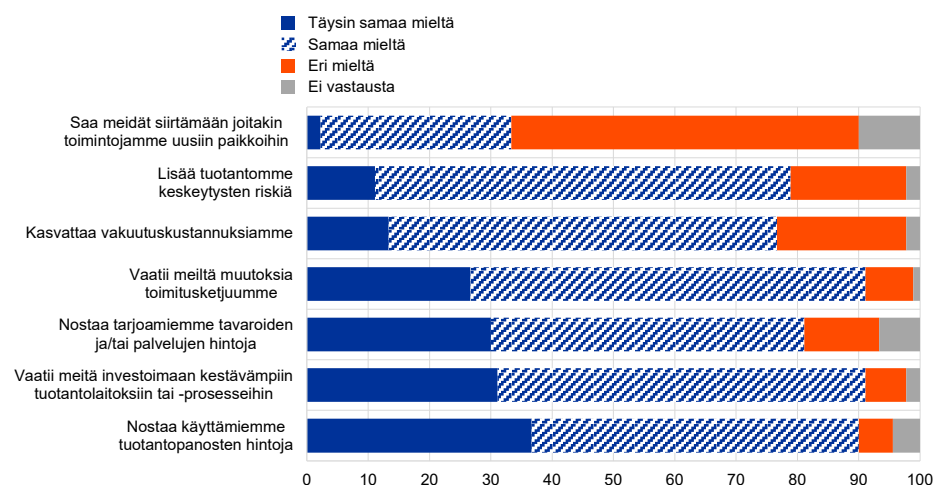
### Vastaajat odottavat ilmastonmuutoksen ja yrityksensä toteuttamien sopeutumistoimien lisäävän erityyppisiä kustannuspaineita (kuvio A).

Kyselyssä tätä tutkittiin joukolla väittämiä, joista yritykset saivat olla samaa tai eri mieltä. Yli 90 % vastaajista oli samaa mieltä siitä, että ilmastonmuutos ja oman yrityksen sopeutuminen siihen vaativat investointeja uusiin tuotantolaitoksiin tai -prosesseihin ja muutoksia toimitusketjuun sekä kasvattavat tuotantopanosten kustannuksia. Yli kolme neljännestä yrityksistä oli samaa mieltä siitä, että niiden vakuutuskustannukset kasvavat ilmastonmuutoksen vuoksi ja että tuotantokatkosten riski on kasvanut. Yksi kolmasosa otoksen yrityksistä oli samaa mieltä siitä, että ilmastonmuutos vaatii niitä siirtämään toimintoja uusiin paikkoihin.

#### Kuvio A

##### Ilmastonmuutoksen ja siihen liittyvien sopeutumistoimien vaikutuksia yritysisiin

(prosenttiosuuksina vastauksista)



Lähde: EKP.

Huom. Yrityksiltä kysyttiin, olivatko ne täysin samaa mieltä, samaa mieltä vai eri mieltä väitteestä: "Ilmastonmuutos ja/tai yrityksemme sopeutuminen siihen [+ väittämä]." "Kestävämmillä" tuotantolaitoksilla tai -prosesseilla tarkoitetaan laitoksia tai prosesseja, jotka ovat vähemmän alltiita ilmastonmuutokseen liittyville riskeille, kuten äärimmäisille sääilmiöille.

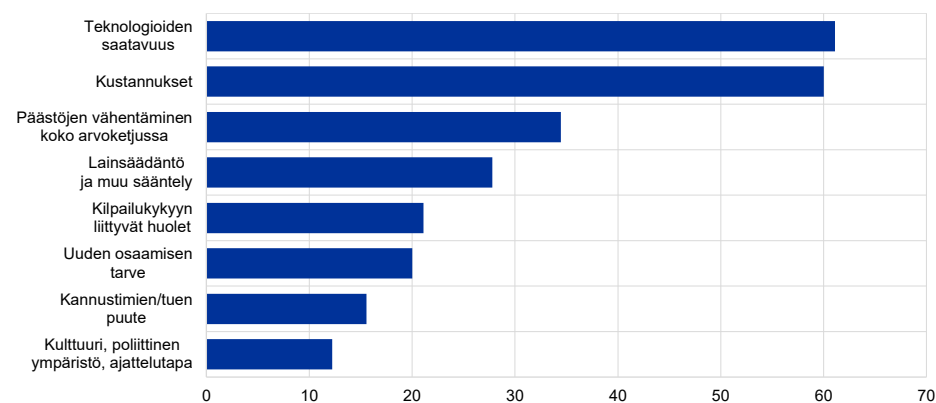
**Tärkein vastaajien mainitsema nollapäästötalouteen siirtymisestä aiheutuva haaste liittyy uusien teknologioiden ja tuotantopanosten saatavuuteen ja seuraavaksi tärkein kustannuksiin.** Kuviossa B luokitellaan vastaajien mainitsemat siirtymiseen liittyvät ongelmat ja haasteet. Noin 60 % vastaajista mainitsi "saatavuuteen" liittyvät haasteet ja painotti erityisesti tarvetta uusiutuvan sähköntuotannon, voimansiirtolinjojen ja sähköautojen latausinfrastruktuurin laajamittaiselle toteutukselle. Vastaajat mainitsivat myös teknologisen kehityksen ja innovaatioiden tarpeen esimerkiksi vihreän vedyn valmistuksessa sekä hiilidioksidin talteenotossa ja varastoinnissa. Lisäksi monet yritykset pitivät raaka-aineiden ja vähähiilisten jalostustuotteiden hankintaa ja kierrätystä haasteena, kun otetaan huomioon kysynnän kasvu ja se, että vähähiilisten vaihtoehtojen kehitys on vielä alkutekijöissään. Samansuuruinen osuus vastaajista mainitsi kustannuksiin liittyvät haasteet. Tältä osin yritykset toivat usein esiin sen, että vähähiilisiin vaihtoehtoihin

liitty suurempia kustannuksia tai ne ovat vähemmän kannattavia kuin perinteiset vaihtoehdot. Seuraavaksi suurin huolenaihe liittyi raaka-aineiden, välttämättömien investointien ja puhtaan energian hankinnan hinnankorotusten aiheuttamiin kustannuspaineisiin. Monet vastaajat mainitsivat myös arvoketjun vihreäksi muuttamiseen tai koko arvoketjun päästöjen mittaamiseen liittyvät haasteet, lainsäädännön ja raportoinnin asettamat haasteet, maailmanlaajuisen kilpailukykyyn liittyvät huolet, työntekijöiden tarvittavan osaamisen hankkimisen, riittävien kannustimien puutteen sekä asiakkaiden tai siirtymistä koskevat työntekijöiden asenteet ja halukkuuden.

## Kuvio B

### Tärkeimmät yritysten mainitsemat siirtymiseen liittyvät haasteet luokiteltuina

(vastaukset, joissa kuhunkin luokkaan kuuluva haaste mainittiin, prosenttiosuuksina kaikista vastauksista)



Lähde: EKP.

Huom. Luokittelu perustuu tekijöiden kirjallisista vastauksista tekemään tulkintaan. Vastausten prosenttiosuudet on ilmoitettu kaikkien niiden haastetyyppien osalta, jotka mainittiin vähintään 10 prosentissa yritysten vastauksista.

### Enemmistö vastaajista oli samaa mieltä siitä, että nollapäästötalouteen siirtyminen vaatisi suurempia investointeja, lisäisi kustannuksia ja nostaisi yrityksen myyntihintoja (kuvio C).

Vähintään 80 % oli samaa mieltä siitä, että ilmastonmuutoksen hillintä vaatii yrityksiä ottamaan käyttöön teknologioita, joita ei vielä ole olemassa, että tarvitaan huomattavia investointeja, jotta uusiin teknologioihin tai materiaaleihin perustuvat tuotteet saadaan asiakkaiden tarpeiden mukaisiksi, ja että kokonaisinvestoinnit kasvavat ilmastonmuutoksen hillintätoimien vuoksi. Niiden vastaajien osuus, joiden mielestä ilmastonmuutos kasvattaa pääoman kustannuksia tai nopeuttaa yritykseen omaisuuteen kohdistuvia poistoja, oli kuitenkin jonkin verran pienempi. Vähintään 80 % vastaajista oli samaa mieltä siitä, että ilmastonmuutoksen hillitsemisen myötä yrityksen käyttämät raaka-aineet ja komponentit kallistuvat, hiilen hinnasta tulee merkittävä kustannuskomponentti ja yrityksen käyttämä energia kallistuu. Lähes yhtä suuri osuus oli sitä mieltä, että tämä nostaa yrityksen tarjoamien tavaroiden ja/tai palvelujen hintoja.

### Mielipiteissä oli enemmän hajontaa sen osalta, missä määrin ilmastonmuutos käynnistää muutoksia tuotanto- ja markkinarakenteissa (kuvio C).

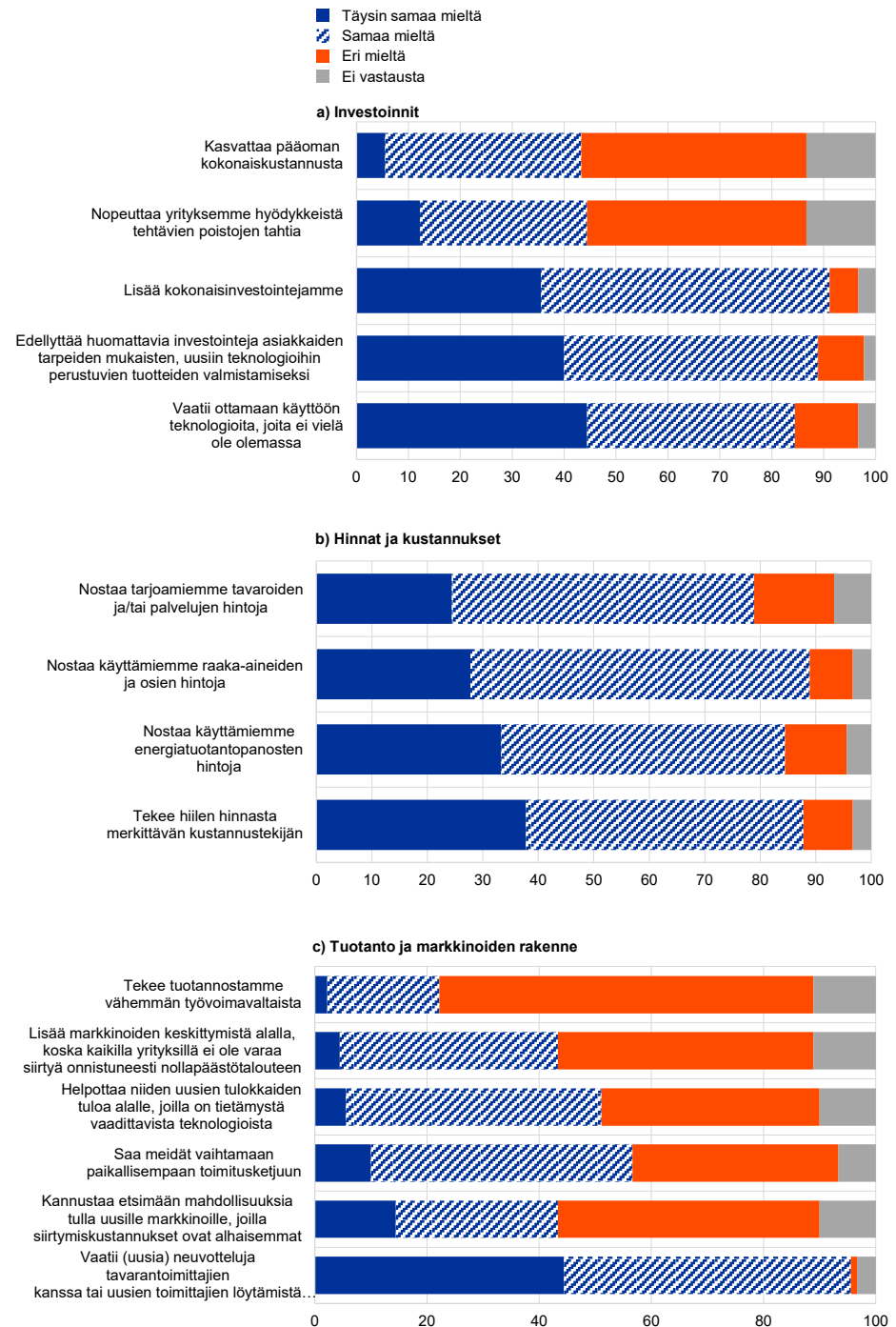
Lähes kaikki yritykset sanoivat, että ilmastonmuutoksen hillitseminen vaatii niiltä uusia neuvotteluja tavarantoimittajien kanssa tai uusien tavarantoimittajien löytämistä, jotta tuotantopanokset saadaan vähähiilisemmiksi. Hieman yli puolet vastaajista oli sitä mieltä, että ilmastonmuutoksen hillintä saisi aikaan vaihtamisen paikallisempaan

toimitusketjuun. Noin puolet sanoi, että nollapäästötalouteen siirtyminen kannustaa yritystä tulemaan uusille markkinoille, kannustaa uusia tulokkaita ja/tai lisää markkinoiden keskittymistä yrityksen toimialalla.

### Kuvio C

#### Nollapäästötalouteen siirtymisen vaikutuksia yrityksiin

(prosenttiosuuksina vastauksista)



Lähde: EKP.

Huom. Yrityksiltä kysyttiin, olivatko ne täysin samaa mieltä, samaa mieltä vai eri mieltä väitteestä: "Ilmastonmuutoksen hillintä (nollapäästötalouteen siirtyminen) [+ väittämä]."

**Vastaajat tunnustivat pääosin Euroopan unionin ilmastopoliitikan (mukaan lukien EU:n vihreän kehityksen ohjelma ja ”Fit for 55” -ilmastopaketti) tärkeyden, ja monet vastaajista mainitsivat erityisiä kysymyksiä, jotka liittyivät näiden hankkeiden suunnitteluun ja toteutukseen toimialatasolla.** Monet korostivat vakaan sääntelykehityksen tärkeyttä sekä tarvetta eri aloilla ja maantieteellisillä alueilla toteutettavien toimien keskinäiseen johdonmukaisuuteen. Jotkut ilmaisivat huolensa siitä, että eri säädösten keskinäisellä vuorovaikutuksella voi olla tahattomia kielteisiä vaikutuksia. Useat vastaajat korostivat ehdotetun EU:n hiilirajamekanismin tärkeyttä, vaikka mielipiteet jakautuivat sen suhteen, riittääkö tämä mekanismi takaamaan tasapuoliset toimintaedellytykset ja rajoittamaan hiilivuodon riskiä.<sup>48</sup> Monet vastaajista ottivat esiin kysymyksen hiilen hinnoittelusta. Joidenkin mielestä hiilen hinnannousu aiheuttaa kustannuspaineita, kun taas toiset korostivat, miten tärkeää on luoda asianmukaisia kannustimia hiilen hinnannousun kautta.

**Vastausten perusteella ilmastonmuutoksen ja siihen liittyvän politiikan kokonaisvaikutuksena on investointien ja kustannusten kasvu sekä hintojen nousu erityisesti nollapäästöalouteen siirtymisen aikana (kuvio D).** Vastaajista 70 % sanoi, että yrityksen investoinnit ovat jo kasvaneet ilmastonmuutoksen takia, vaikka vain 10 % sanoi lisäyksen olleen merkittävä. Yli 90 % odotti investointien kasvavan siirtymävaiheessa, ja yli kaksi kolmasosaa odotti lisäyksen olevan merkittävä. Tuotantopanosten kustannusten ja hintojen osalta vastauksissa näkyi vastaavanlainen kuvio. Lähes 80 % vastaajista sanoi tuotantopanostuskustannustensa jo kasvaneen. Miltei puolet vastasi, että yrityksen myyntihinnat ovat jo nousseet ilmastonmuutoksen tai ilmastotoimien vuoksi, mutta vain pieni osuus sanoi myyntihintojensa nousseen jo merkittävästi. Tuotantopanostuskustannuksiin ja myyntihintoihin kohdistuvien vaikutusten odotettiin voimistuvan siirtymävaiheessa.

---

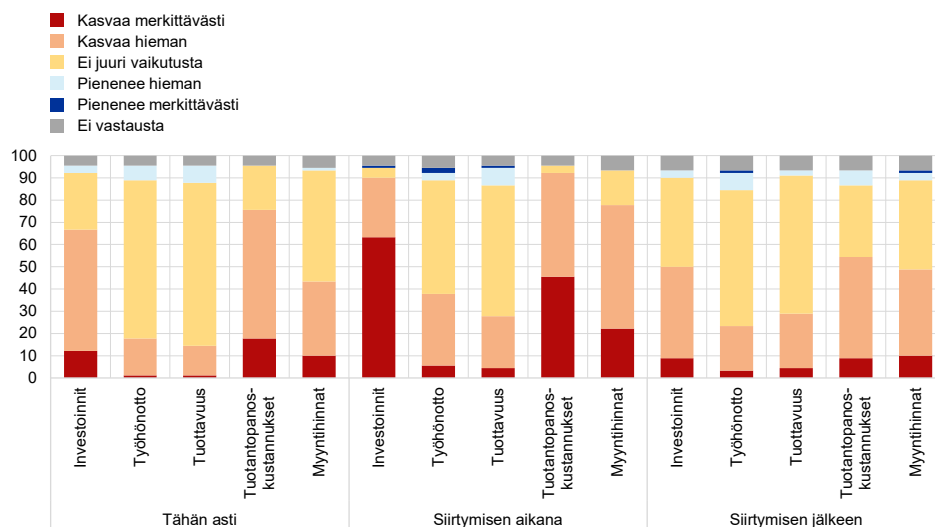
<sup>48</sup> Hiilivuotoa syntyy, kun yhdessä maassa pyritään päästövähennyksiin ankaralla ilmastopoliitikalla, joka saa yritykset siirtämään tuotantonsa löyhemmän ilmastopoliitikan maihin, jolloin päästöt vastaavasti kasvavat.



## Kuvio D

Ilmastonmuutoksen tähänastiset, nollapäästötalouteen siirtymisen aikaiset ja siirtymisen jälkeiset kokonaisvaikutukset investointeihin, työllisyyteen, tuottavuuteen, kustannuksiin ja hintoihin

(prosenttiosuuksina vastauksista)



Lähde: EKP.

Huom. Vastaajia pyydettiin arvioimaan ilmastonmuutoksen kokonaisvaikutuksia eri näkökohtiin, kun tilannetta verrattiin oletettuun perusskenaarioon, jossa ilmastonmuutosta tai siihen liittyviä toimia ei olisi.

**Vain pieni osa vastaajista odotti investointien, kustannusten ja hintojen nousevan ilmastonmuutoksen vuoksi merkittävästi nollapäästötalouteen siirtymisen jälkeen (kuvio D).** Tämä viittaa siihen, että yritykset odottavat

investointeihin, kustannuksiin ja hintoihin kohdistuvien vaikutusten rajoittuvan suurelta osin – joskaan ei kokonaan – itse siirtymävaiheeseen. Tarkemmin sanoen yli puolet vastaajista oletti, että investoinnit, kustannukset ja hinnat olisivat rakenteellisesti korkeammat siirtymisen jälkeen, mutta vain pieni osuus (noin 10 %) odotti niiden olevan merkittävästi korkeammat. Lisäksi tulokset viittaavat siihen, että investointeihin ja kustannuksiin kohdistuvien kasvuvaikutusten odotetaan keskimäärin olevan siirtymisen jälkeen kokonaisuudessaan hieman pienemmät kuin tähän asti. Sen sijaan myyntihintoihin kohdistuvien nousupaineiden odotetaan olevan hieman tähänastista voimakkaammat.

## Taulukko A

### Kyselytöksen erittely yritysten päätoimialojen mukaan

#### Toimiala NACE Rev. 2 -toimialaluokituksen mukaan

Toimiala	NACE Rev. 2 -toimialaluokitus	Yritysten määrä
Kaivostoiminta ja louhinta	5–9	2
Elintarvikkeiden, juomien ja tupakkatuotteiden valmistus	10–12	6
Tekstiilien, vaatteiden ja nahkatuotteiden valmistus	14–16	2
Puu- ja paperituotteiden valmistus sekä painaminen	16–18	3
Kemikaalien, kemiallisten tuotteiden ja lääkkeiden valmistus	20–21	7
Kumi- ja muovituotteiden sekä muiden ei-metallisten mineraalituotteiden valmistus	22–23	7
Metallien jalostus ja metallituotteiden valmistus	24–25	7
Tietokoneiden sekä elektronisten ja optisten tuotteiden ja laitteiden valmistus	26–27	7
Muiden koneiden ja laitteiden valmistus	28	6
Kulkuneuvojen valmistus	29–30	5
Muu valmistus	32	1
Sähkö-, kaasu-, lämpö- ja ilmastointihuolto	35	3
Rakentaminen	41–43	4
Tukku- ja vähittäiskauppa	45–47	11
Kuljetus ja varastointi	49–53	8
Informaatio ja viestintä	58–61	6
Ammatilliset palvelut ja hallintopalvelut	69–82	5

Lähde: EKP.

## 5 Odottaako yksityinen sektori stagflaatiojaksoa?

**Odottaako euroalueen yksityinen sektori tällä hetkellä stagflaatiojaksoa?** Jo vuonna 2021, ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan, talouden uudelleenavautuminen oli vastatuulella toimitusketjujen häiriöiden pitkittyessä ja tavaroiden hintojen inflaatio oli alkanut kiihtyä.<sup>49</sup> Helmikuussa 2022 alkanut sota on voimistanut inflaatiokehitystä energian hinnannousun kautta ja lisännyt huolta talouden näkymistä. Lyhyellä aikavälillä tämä lisää väistämättä stagflaation riskiä. Talousasiantuntijoiden parissa on herännyt keskustelua siitä, onko todennäköistä, että edessä on pitkä stagflaatiojakso.<sup>50</sup> Stagflaatiolle ei ole yhtenäistä määritelmää, mutta se merkitsee tuotannon kasvun pysähtymistä inflaatiovauhdin pysytellessä samaan aikaan voimakkaana. Tässä kehikossa asetetaan stagflaatiojakson odotuksille kolme edellytystä: 1) inflaatio-odotukset ovat korkealla tai nousemassa EKP:n hintavakaustavoitteen mukaisen kahden prosentin inflaatiotahdin ylittävälle tasolle, 2) talouden odotetaan olevan stagnaatiossa tai taantumassa, ja 3) kummankin tilanteen odotetaan jatkuvan vähintään kahden vuoden ajan (tässä tapauksessa vuoden 2023 loppuun asti). Stagflaatio-odotusten voidaan siten nähdä liittyvän pikemminkin BKT:n kasvun ja inflaation keskipitkän aikavälin kehitykseen kuin talouskehityksen ja inflaation lyhyen aikavälin dynamiikkaan Venäjän hyökkäystä välittömästi seuranneiden vuosineljännesten aikana.

**Euroalueella vallitsee tällä hetkellä 1970-luvun öljykriisin kaltainen tarjontasokki, joka on vaikuttanut kotitalouksien talouskasvu- ja inflaatio-odotuksiin.** Sodan aiheuttaman ylimääräisen negatiivisen tarjontasokin myötä kuluttajat ovat merkittävästi tarkistaneet odotuksiaan seuraavan vuoden yleisistä talousnäkymistä. Tämä käy ilmi helmi–toukokuussa 2022 järjestetyssä Euroopan komission kuluttajakyselyssä kerätyistä kotitalouksien mielipiteistä. Kysely osoittaa, että euroalueen kuluttajat ovat tarkistaneet inflaatio-odotuksiaan ylöspäin ja taloustilanneodotuksiaan alaspäin (kuvio A). Miten tämä vertautuu 1970-luvun tunnetun stagflaatiojakson aikaisiin kansallisiin kyselytutkimuksiin? Tuolloinen jakso käynnistyi, kun OPEC-maat julistivat öljysaarron lokakuussa 1973. Joissakin euroalueen maissa kotitalouksien odotusten viimeaikaiset muutokset ovat verrattavissa muutoksiin, joita tapahtui Ranskassa ja Yhdysvalloissa pian öljysaarron julistamisen jälkeen. On kuitenkin syytä varovaisuuteen arvioitaessa öljysokin määrällisiä vaikutuksia eri maissa ja eri aikoina, sillä kotitalouskyselyistä saadaan vain laadullista tietoa.

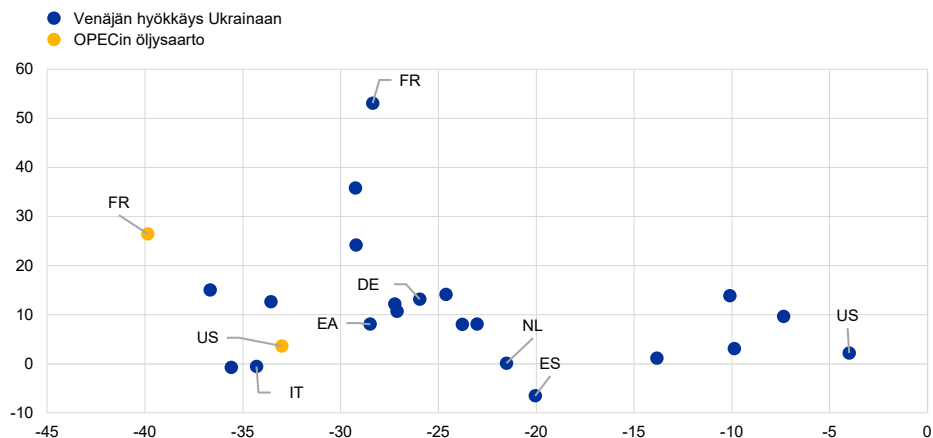
<sup>49</sup> Ks. Talouskatsauksen 8/2021 kehikko 7, ”[Toimitusketjujen häiriöiden syyt ja niiden vaikutukset euroalueen tehdasteollisuuteen](#)”, ja Talouskatsauksen 2/2022 kehikko 1, ”[Tarjontakapeikat euroalueella ja Yhdysvalloissa: mikä on tilanne?](#)”.

<sup>50</sup> Ks. esim. O. Blanchard, ”[Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment](#)” julkaisussa *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, maaliskuu 2022, sekä L. Kilian ja M. Plante, ”[The Russian Oil Supply Shock of 2022](#)”, *Dallas Fed Economic*, Federal Reserve Bank of Dallas, maaliskuu 2022.

## Kuvio A

### Kuluttajahintoja ja talustilannetta koskevien kuluttajahintojen muutokset

(muutokset 12:ta seuraavaa kuukautta koskeviin odotuksiin; erot saldoiluissa; x-akseli: talustilanne; y-akseli: kuluttajahinnat)



Lähteet: Euroopan komission talouden ja rahoituksen pääosasto, Michiganin yliopisto, Ranskan valtion tilasto- ja taloustutkimuslaitos INSEE, EKP:n laskelmat.

Huom. Venäjän Ukrainaan tekemän hyökkäyksen jälkeiset muutokset ajoittuivat helmi–toukokuuhun 2022 (Yhdysvaltain osalta helmi–huhtikuuhun 2022), ja OPECin öljysaartoa seuranneet muutokset taas ajoittuivat lokakuusta 1973 (Yhdysvaltain osalta marraskuusta 1973) helmikuuhun 1974. 1970-luvulta on kyselytietoja saatavilla vain Ranskasta ja Yhdysvalloista.

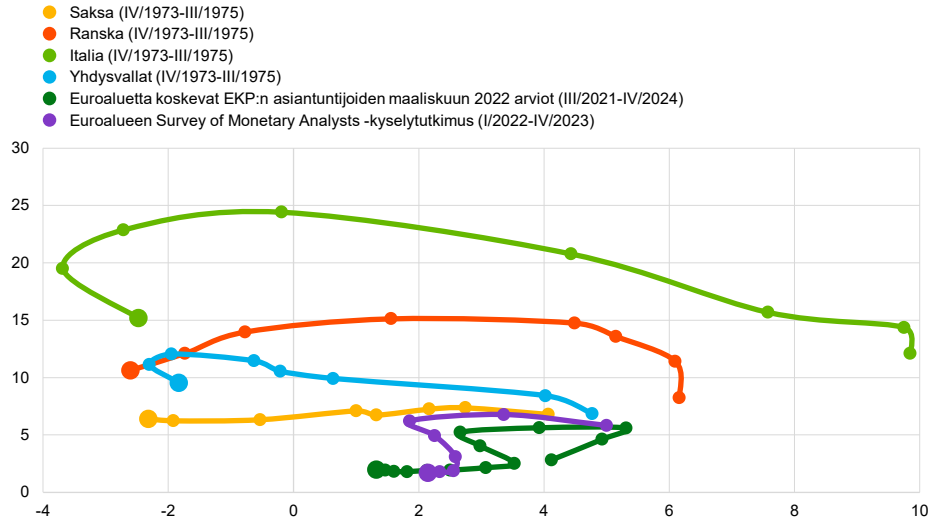
### Nykytilanteesta poiketen 1970-luvun alulle olivat tyypillisiä hinta- ja kustannusinflaation pysyttelemisen sinnikkäästi korkeissa lukemissa, talouskasvun hiipuminen ja työttömyyden kasvu. Lokakuun 1973 öljysaarron jälkeen inflaatio nopeutui merkittävästi ja sen jälkeen reaalituotanto laski useimmissa suurissa euroalueen maissa sekä Yhdysvalloissa (kuvio B). Saksassa inflaatiokehitys oli vaimeampaa, sillä Deutsche Bundesbank otti käyttöön määrällisen tavoitteen rahan määrän kasvulle auttaakseen hillitsemään inflaatiota Bretton Woods -järjestelmän romahdettua.<sup>51</sup> Nykyisistä odotuksista poiketen 1970-luvun tarjontasokki vauhditti myös työttömyyden ja yksikkötyökustannukset kasvuun joissakin euroalueen suurimmista maista, joskin Saksassa ja Yhdysvalloissa yksikkötyökustannusten kasvu jäi maltillisemmaksi (kuvio C).

<sup>51</sup> Ks. esim. O. Issing, "Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?" julkaisussa *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, maaliskuuhun 2005, 87(2, osa 2), s. 329–35, ja EKP:n Kuukausikatsauksen 5/2010 artikkeli "The 'great inflation': lessons for monetary policy".

## Kuvio B

### Inflaatio ja BKT:n kasvu vuonna 1973 ja nyt

(vuotuinen prosenttimuutos vuosineljänneksittäin; x-akseli: BKT:n kasvu; y-akseli: inflaatio)



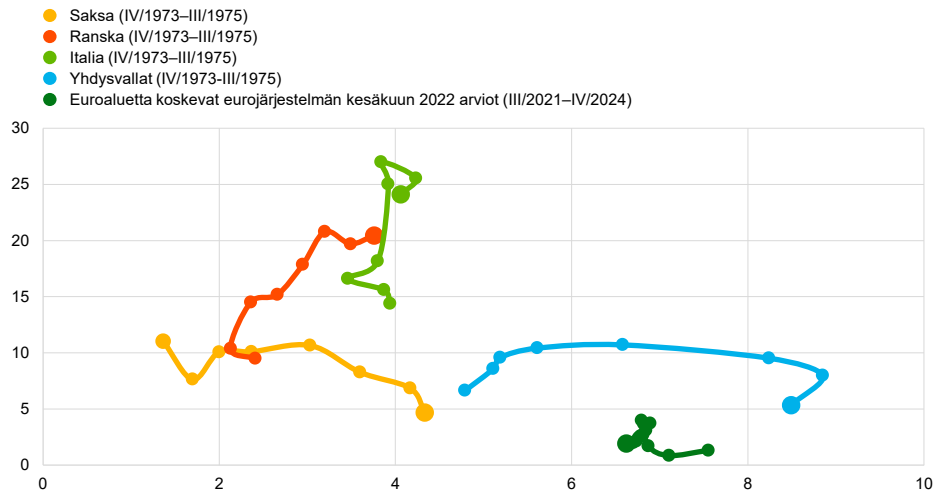
Lähteet: Deutsche Bundesbank, Ranskan valtion tilasto- ja taloustutkimuslaitos INSEE, Italian valtion tilastolaitos (ISTAT), Yhdysvaltain Bureau of Labor Statistics, EKP:n ennustetietokanta ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Kunkin alueen viimeinen havainto on merkitty isommassa koossa sen erottamiseksi edeltävistä havainnoista.

## Kuvio C

### Työttömyys ja yksikkötyökustannukset vuoden 1973 öljynhintasokin jälkeen ja nyt

(x-akseli: työttömyys prosentiosuutena työvoimasta; y-akseli: yksikkötyökustannukset; vuotuinen prosenttimuutos vuosineljänneksittäin)



Lähteet: Haver, EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2022 arviot, EKP:n laskelmat.

Huom. Kunkin alueen viimeinen havainto on merkitty isommassa koossa sen erottamiseksi edeltävistä havainnoista.

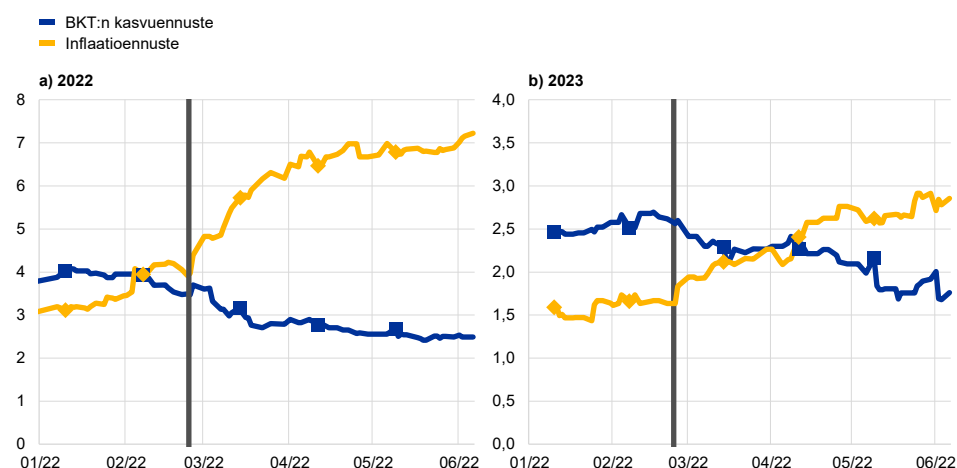
**Tämänhetkisissä asiantuntija-arvioissa ei ennakoida stagflaatiota.** Näin on siitä huolimatta, että tuoreimmassa, huhti–toukokuussa 2022 tehdyissä kyselytutkimuksissa, kuten Consensus Economics, eurobarometri sekä EKP:n Survey of Monetary Analysts- ja Survey of Professional Forecasters -tutkimukset, ennustelaitosten inflaatioennusteet ovat sekä vuodelle 2022 että 2023 korkeammat ja talouskasvuennusteet alhaisemmat kuin aiemmin tänä vuonna. Vuoden 2022 osalta ennusteita on tarkistettu voimakkaammin kuin vuoden 2023 osalta (kuvio D).

Consensus Economics -kyselyn ennuste BKT:n kasvusta on kuitenkin vuodelle 2023 yli 2 %, ja vain kolme ennustelaitosta odottaa kasvun jäävän alle yhteen prosenttiin.<sup>52</sup> Sodan alkamisesta asti inflaatioennusteissa on arvioitu inflaatiovauhdin olevan vuonna 2023 keskimäärin yli 2 %, mutta useimmat ennustelaitokset odottavat inflaation hidastuvan vuoden 2023 jälkipuoliskolla kahden prosentin alapuolelle. Epävarmuus on kuitenkin lisääntynyt, ja ennusteiden hajonta on entistä laajempaa. Inflaatioennusteiden variaatiokerroin on sodan alkamisen jälkeen kasvanut 30 prosentilla ja talouskasvuennusteiden variaatiokerroin 50 prosentilla.

## Kuvio D

### Yksityisen sektorin ennustelaitosten odotukset inflaatiosta ja talouskasvusta vuosille 2022 ja 2023

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: Consensus Economics.

Huom. Viivat edustavat Replacement Basis Continuous Consensus Forecasts -ennusteita, jotka lasketaan jokaisena kuukausittaisen kyselypäivien välisenä pankkipäivänä ottamalla aikaisempi kuukausittainen tutkimuspaneeli ja korvaamalla siitä vanhat ennusteet myöhemmillä uusilla ja tarkistetuilla ennusteilla. Neliöt ja vinoneliöt edustavat keskimääräistä Consensus Forecast -ennustetta säännöllisissä kuukausittaisissa Consensus Economics -kyselytutkimuksissa. Kussakin kuviossa on merkitty pystyviivalla Venäjän hyökkäys Ukrainaan 24.2.2022. Tuoreimmat havainnot 6.6.2022.

### Nykyisen talustilanteen ja 1970-luvun tilanteen väliset lukuisat erot vähentävät todennäköisyyttä stagflaation kehittymiselle nykytilanteessa.

Ensinnäkin riippuvuus öljystä on vähentynyt merkittävästi, mikä pienentää öljynhintasokkien potentiaalista vaikutusta talouteen. Samaan aikaan riippuvuus kaasusta on kasvanut huomattavasti, joten ulkoiset kaasuhintasokit ovat nyt merkittävämmässä asemassa. Toiseksi inflaation mittavien kerrannaisvaikutusten riski on pienentynyt huolimatta työmarkkinoiden huomattavasta kireydestä, sillä palkkojen indeksointi on harvinaisempaa ja pienempi osa työntekijöistä on järjestäytynyt ammatillisesti.<sup>53</sup> Kolmanneksi BKT:n kasvua koskevat tämänhetkiset arviot perustuvat edelleen osittain pandemian jälkeiseen kysynnän elpymiseen. Sen taustatekijöinä ovat paitsi rajoitusten helpotukset ja taloudellisen toiminnan käynnistyminen uudelleen myös tukitoimet (esim. Next Generation EU -elpymisväline ja kansalliset täytäntöönpanosuunnitelmat). Lisäksi 1970-luvun kansallisten

<sup>52</sup> On myös huomionarvoista, että yksikään ennustelaitos ei ennakoisi vuosille 2022 ja 2023 niin sanottua teknistä taantumaa (eli negatiivista BKT:n kasvua neljännesvuositasolla kahden peräkkäisen vuosineljänneksen aikana).

<sup>53</sup> Ks. Talouskatsauksen 7/2021 keuhko 7, ”The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages”.

rahapoliittisten päättäjien toteuttamiin strategioihin verrattuna nykyisessä euroalueen rahapolitiikan strategiassa on selvemmin tavoitteena inflaatio-odotusten kurissa pitäminen ja inflaatiouvauhdin hidastaminen kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> Euroalueen inflaatio-odotusten hillitsemisestä ks. esim. M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak ja E. T. Swanson, "[Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area](#)" julkaisussa *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 93(1), helmikuu 2011, s. 350–364. Vertailua Yhdysvaltoihin on esitetty artikkelissa M. J. Beechey, B. K. Johannsen ja A. T. Levi, "[Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?](#)", *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 3, nro 2, huhtikuu 2011, s. 104–129. Laajempi vertailu muihin kehittyneisiin talouksiin sisältyy artikkeliin R. S. Gürkaynak, A. T. Levin, A. N. Marder ja E. T. Swanson, "[Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the western hemisphere](#)", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007, s. 25–47. Rahapolitiikan ja palkkaindeksoinnin välisestä yhteydestä ks. B. Hofmann, G. Peersman ja R. Straub, "[Time variation in U.S. Wage dynamics](#)", *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, nro 8, 2012, s. 769–783.

## 6 Elintarvikkeiden inflaation kiihtyminen euroalueella ja Venäjän Ukrainassa käymän sodan vaikutukset

**Euroalueen elintarvikkeiden hintainflaatio nopeutui toukokuussa 2022 uudelle ennätystasolle, kun elintarvikealalla jo ennestään vallinneet hintapaineet voimistuivat Venäjän hyökättyä Ukrainaan.** Sota ja sen vaikutukset haittaavat energian ja elintarvikeraaka-aineiden tuontia euroalueelle ja nostavat osaltaan maailmanmarkkinahintoja. Tilanne kärjistää sekä maailman että euroalueen elintarvikemarkkinoilla jo ennestään vallinneita paineita. Tässä kehikossa tarkastellaan euroalueen elintarvikkeiden inflaation viimeaikaista kehitystä ja niitä kanavia, joiden kautta Venäjän sota Ukrainassa vaikuttaa siihen.

**Elintarvikkeiden hintainflaatio oli nopeutumassa jo ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan (kuvio A).** Elintarvikkeiden hinnat voivat vaikuttaa huomattavasti euroalueen YKHI-kokonaisinflaatioon, kun otetaan huomioon elintarvikkeiden suuri paino kulutuskorissa (runsas 20 %) ja niiden inflaation voimakas heilahtelu.<sup>55</sup> Elintarvikehintojen vuosi-inflaatio nopeutui koronaviruspandemian ensimmäisen aallon aikana toimitusketjujen häiriöiden vuoksi, mutta hidastui sen jälkeen. Vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä elintarvikehintojen inflaatio alkoi jälleen kiihtyä. Vuoden 2022 tammikuussa se oli 3,5 % ja toukokuussa 7,5 %, mikä oli korkein lukema rahaliiton perustamisen jälkeen. Aikaisempia elintarvikehintojen vuosi-inflaation piikkejä esiintyi vuoden 2002 alkupuolella (5,6 %), jolloin eläintauteihin liittyvät terveyshuolet loivat korotuspaineita jalostamattomien elintarvikkeiden hintoihin,<sup>56</sup> ja vuonna 2008 (6,1 %), jolloin taustalla oli elintarvikeraaka-aineiden ja lannoitteiden maailmanmarkkinahintojen nousu.<sup>57</sup> Huhtikuussa 2022 elintarvikkeiden inflaatio oli Yhdysvalloissa 9,4 % ja Isossa-Britanniassa 6,7 %. Inflaatio eteni siten molemmissa maissa nopeammin kuin euroalueella. Kolmen viime kuukauden aikana elintarvikkeiden vuosi-inflaatio on kuitenkin kiihtynyt euroalueella (2,8 prosenttiyksikköä vuoden 2022 tammikuun jälkeen) enemmän kuin näissä kahdessa maassa (samalla ajanjaksolla 2,4 prosenttiyksikköä sekä Yhdysvalloissa että Isossa-Britanniassa).

<sup>55</sup> Ks. Talouskatsauksen 5/2020 kehikko "Recent developments in euro area food prices".

<sup>56</sup> Ks. EKP:n Kuukausikatsauksen 9/2013 kehikko "Recent developments in unprocessed food prices".

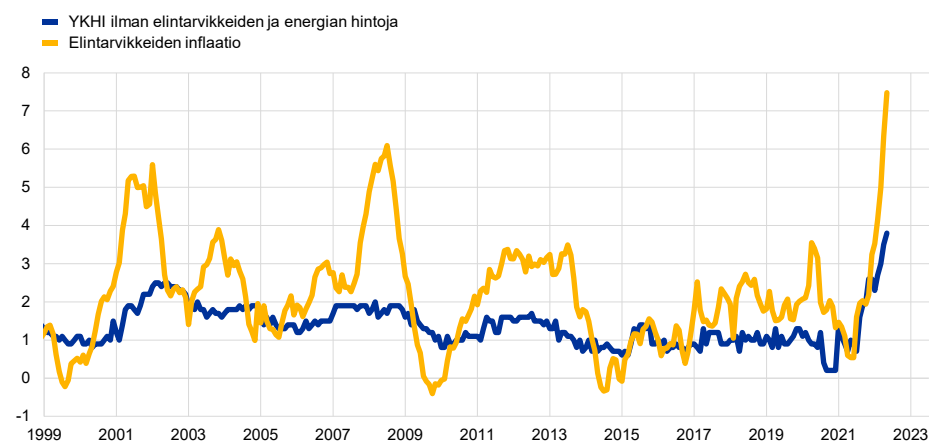
<sup>57</sup> Ks. EKP:n Kuukausikatsauksen 6/2010 kehikko "Agricultural commodities and euro area HICP food prices".



## Kuvio A

### Euroalueen YKHI-inflaatio ja elintarvikkeiden inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuorein havainto on toukokuulta 2022.

### Euroalueen elintarvikkeiden hinnannousun voimakas kiihtyminen vuoden 2021 puolenvälin jälkeen on johtunut ennen kaikkea kansainvälisten elintarvikeraaka-aineiden ja energian hinnannoususta, joka voimistui Venäjän hyökättyä Ukrainaan (kuvio B).

Elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat nousivat huomattavasti vuoden 2021 jälkipuoliskolla. Nousun taustalla oli pääosin energian ja erityisesti maakaasun hinnannousu.<sup>58</sup> Korkeat energiahinnat vaikuttavat elintarvikkeiden inflaatioon kolmen kanavan välityksellä. Ensinnäkin maataloustuotanto ja elintarvikkeiden jalostus ovat energiaintensiivisiä toimintoja. Esimerkiksi maanviljely on vahvasti riippuvaista maatalouskoneiden polttoaineista, joten energian hinnannousu välittyy yleensä nopeasti tuotantokustannuksiin. Toiseksi maakaasua tarvitaan tuotantopanoksena lannoitteiden tuotannossa, joten maakaasun hinnannousu korottaa lannoitteiden hintoja ja kasvattaa siten maatalouden tuotantopanostuskustannuksia. Kolmanneksi elintarvikkeiden hintoihin vaikuttaa kuljetuskustannusten nousu, jonka vuoksi myös raaka-aineiden korvaaminen kaukaisemmista lähteistä hankittavilla raaka-aineilla kallistuu.<sup>59</sup> Elintarvikeraaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat nousivat myös joillakin alueilla vallinneiden epäsuotuisten sääolojen vuoksi. Myös maailmanlaajuisten toimitusketjujen häiriöihin liittyvä kuljetuskustannusten kasvu voimisti hintapaineita. Venäjän hyökättyä Ukrainaan joidenkin elintarvikkeiden ja energiahyödykkeiden hinnat nousivat jyrkästi, missä näkyi sodan osapuolten maailmanlaajuinen merkitys tiettyjen elintarvikeraaka-aineiden tärkeinä tuottajina.<sup>60</sup> Erityisesti vehnän ja maissin hinnat nousivat rajusti. Lannoitteiden maailmanmarkkinahinnat, jotka olivat jo

<sup>58</sup> Ks. kehikko "Energjaraaka-aineiden hintakehitys ja sen vaikutus YKHIn energiaerää koskeviin arvioihin" julkaisussa *Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot*, EKP, joulukuu 2021.

<sup>59</sup> Ks. F. Monforti-Ferrario, J. Dallemand, I. Pinedo Pascua, V. Motola, M. Banja, N. Scarlat, H. Medarac, L. Castellazzi, N. Labanca, P. Bertoldi, D. Pennington, M. Goralczyk, E. Schau, E. Saouter, S. Sala, B. Notarnicola, G. Tassielli ja P. Renzulli, "Energy use in the EU food sector: State of play and opportunities for improvement", *JRC Science and Policy Report*, European unionin julkaisutoimisto, Luxemburg, 2015.

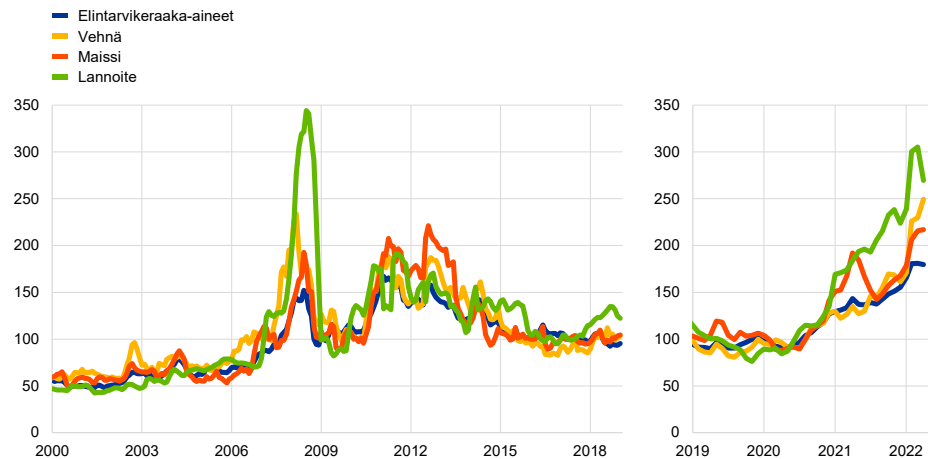
<sup>60</sup> Energiahyödykkeiden osalta ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Ukrainan sodan vaikutus euroalueen energiemarkkinoihin".

ennestään korkealla tasolla, nousivat nyt lähes 200 % korkeammiksi kuin kaksi vuotta sitten.<sup>61</sup>

## Kuvio B

### Elintarvikeraaka-aineiden ja lannoitteiden maailmanmarkkinahinnat

(indeksi: 2020 = 100)



Lähteet: Hamburg Institute of International Economics (HWWI), Refinitiv ja Maailmanpankki.

Huom. Tuorein havainto on toukokuulta 2022. Elintarvikeraaka-aineita ovat kaakao, kahvi, maissi, soijapapu ja vehnä. Lannoitteiden hinnat ovat diammoniumfosfaattilannoitteiden hintoja.

**Sodan voimakkaat vaikutukset euroalueen elintarvikesektoriin selittyvät sen suoralla vaikutuksella Ukrainan tuotanto- ja vientikapasiteettiin sekä Ukrainan, Venäjän ja Valko-Venäjän kauppaa koskevilla rajoituksilla ja kasvaneella epävarmuudella.** Ensinnäkin Ukraina on asettanut tietyt elintarviketuotteet vientikieltoon.<sup>62</sup> Maan tuotantokapasiteetille aiheutuu myös haittaa pitemmällä aikavälillä, kun sodasta suoranaisesti kärsivillä alueilla ei voida tehdä kylvöjä eikä korjata satoa, tuotantoon ei ole työntekijöitä ja tuotanto- ja kuljetusinfrastruktuuria vaurioitetaan. Toiseksi elintarvikeraaka-aineiden kuljetukset Venäjältä ovat kallistuneet kasvaneiden vakuutuskustannusten takia.<sup>63</sup> Öljyn ja maakaasun toimitukset Venäjältä ovat myös muuttuneet epävarmoiksi, mikä lisää EU:n maatalous- ja elintarviketuotannon tuotantopanoskustannusten nousupaineita. Venäjä, joka on maailman suurin lannoitteiden viejä, on myös kieltänyt lannoitteiden viennin elokuuhun 2022 asti.<sup>64</sup> Kolmanneksi EU on asettanut Valko-Venäjälle uusia pakotteita, joihin kuuluu täyskielto muun muassa potaskan ja polttoaineiden tuonnille maasta.<sup>65</sup> Nämä kansainvälisen lannoitekaupan rajoitukset aiheuttavat lisää

<sup>61</sup> Kiinan lannoiteviennille asettamat rajoitukset voivat lisätä näitä hintapaineita. Ks. C. P. Bown ja Y. Wang, "China's recent trade moves create outside problems for everyone else", *RealTime Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, 25.4.2022.

<sup>62</sup> Näitä raaka-aineita ovat ruis, ohra, tattari, hirssi, sokeri, suola ja liha.

<sup>63</sup> Ks. "The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the current conflict", *Information Note*, YK:n elintarvike- ja maatalousjärjestö FAO, 25.3.2022.

<sup>64</sup> Ks. P. Weil ja G. Zachmann, "The impact of the war in Ukraine on food security", blogikirjoitus, Bruegel, 21.3.2022.

<sup>65</sup> Ks. F. Guarascio, "EU bans 70% of Belarus exports to bloc with new sanctions over Ukraine invasion", Reuters, 2.3.2022.

hinnankorotuksia sekä maailmanmarkkinoilla että euroalueella, ja tarjonnan supistuminen saattaa vaikuttaa satomääriin maailmanlaajuisesti myös jatkossa.

**Vaikka euroalueen riippuvuus Venäjistä, Ukrainasta ja Valko-Venäjistä on kokonaisuudessaan vähäistä, tiettyjen elintarvikeraaka-aineiden kohdalla suora riippuvuus näistä maista on huomattavaa.** EU on maataloustuotteissa pitkälti omavarainen, ja sen tuotanto on kulutusta suurempi.<sup>66</sup> Mitä tulee euroalueen maataloustuotteiden ja lannoitteiden kauppaan, suurin osuus siitä on euroalueen sisäistä (57 %), kun taas Venäjän, Ukrainan ja Valko-Venäjän osuus euroalueen kokonaistuonnista on yhteensä vain 2 % (kuvion C kohta a).<sup>67</sup> Tuotteittain eriteltyinä euroalueen maissin tuonnista suuri osa on peräisin näistä maista (pääosin Ukrainasta), ja sitä käytetään ensisijaisesti eläinrehuun (kuvion C kohta b). Myös öljykasvien, vehnän ja sokerin tuonnissa on etenkin Ukrainalla merkittävä osuus.<sup>68</sup> Tämä tuonti vaikuttaa elintarvikkeiden hintainflaatioon arvoketjun kautta, ja koska näiden nimenomaisten raaka-aineiden tarjonta maailmanmarkkinoilla on niukkaa, ylimääräiset toimitusvaikeudet saattavat nostaa hintoja merkittävästi. Kotitaloudet voivat esimerkiksi korvata auringonkukkaöljyn muilla kasvi- tai eläinperäisillä öljyillä ja rasvoilla, mutta auringonkukkaöljyä käytetään myös useissa jalostetuissa elintarviketuotteissa, joten sen tarjonnan vähenemisellä on laajoja vaikutuksia. Eläinrehun tarjonnan väheneminen saattaa myös vaikuttaa lihan tarjontaan ja hintoihin. Lisäksi euroalue tuo yli neljänneksen lannoitteistaan näistä kolmesta maasta, ja tälle osuudelle on vaikea löytää korvaavia lähteitä.

---

<sup>66</sup> Ks. "[Short-term outlook for EU agricultural markets in 2022](#)", nro 32, Euroopan komissio, kevät 2022.

<sup>67</sup> Venäjän osuus maataloustuotteiden tuonnista euroalueen ulkopuolelta on 1,7 %, Ukrainan 2,6 % ja Valko-Venäjän 0,1 %.

<sup>68</sup> Ukrainasta tuotavasta vehnästä riippuvaisimpia euroalueen maita ovat Kypros, Portugali ja Alankomaat.

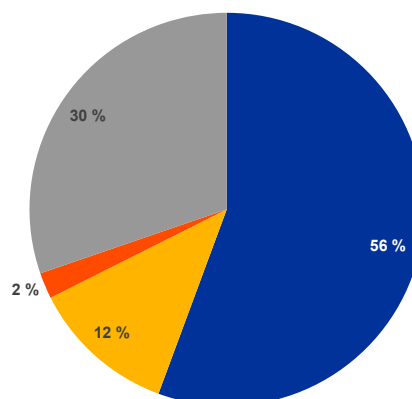
### Kuvio C

#### Euroalueen riippuvuus maataloustuotteiden ja lannoitteiden tuonnista Venäjältä, Ukrainasta ja Valko-Venäjältä

##### a) Euroalueen elintarvike- ja lannoitetuonnin koostumus

(prosenttiosuuksina kokonaistuonnista)

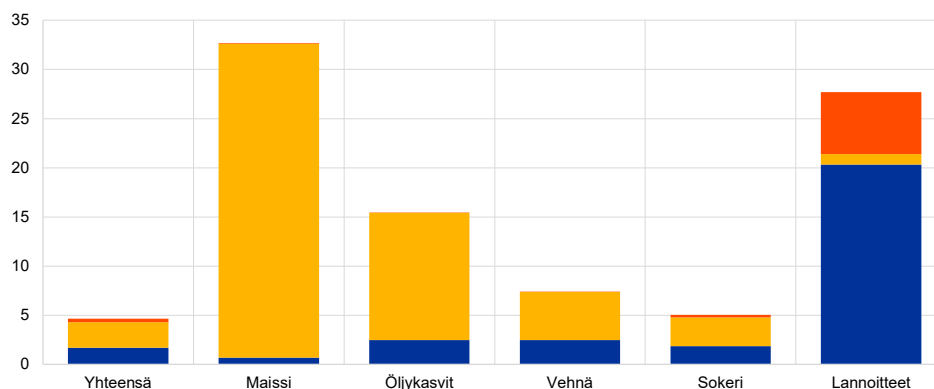
■ Euroalue  
■ Muu EU  
■ Venäjä, Ukraina, Valko-Venäjä  
■ Euroalueen ulkopuolinen maailma, poislukien Venäjä, Ukraina, Valko-Venäjä ja muu EU



##### b) Euroalueen riippuvuus maatalous- ja lannoitetuonnista osuutena euroalueen ulkopuolisesta kokonaistuonnista)

(prosenttiosuuksina euroalueen ulkopuolisesta tuonnista)

■ Venäjä  
■ Ukraina  
■ Valko-Venäjä



Lähteet: Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.  
Huom. Tiedot ovat vuodelta 2020.

**Elintarvikkeiden inflaatio on kiihtynyt voimakkaimmin niissä euroalueen maissa, jotka ovat riippuvaisimpia maataloustuonnista Venäjältä, Ukrainasta ja Valko-Venäjältä.** Euroalueella riippuvuus maataloustuotteiden ja lannoitteiden tuonnista Venäjältä, Ukrainasta ja Valko-Venäjältä on suurinta Baltian maissa ja Suomessa (kuvio D), ja näiden tuotteiden osuus kokonaistuonnista vaihtelee Suomen 8 prosentista Viron 13 prosenttiin.<sup>69</sup> Baltian maissa elintarvikkeiden hinnannousu on yleisesti ottaen ollut nopeampaa ja vaihdellut enemmän kuin muissa euroalueen maissa. Tämän taustalla on se, että Baltian maat ovat pieniä avoimia talouksia, joten ne ovat muita alttiimpia kansainvälisten raaka-ainemarkkinoiden heilahteluille. Elintarvikkeiden inflaation viimeaikainen vauhti on ollut näissä maissa euroalueen suurinta ja vaihdellut vuositasaalla 12 prosentista 19 prosenttiin.

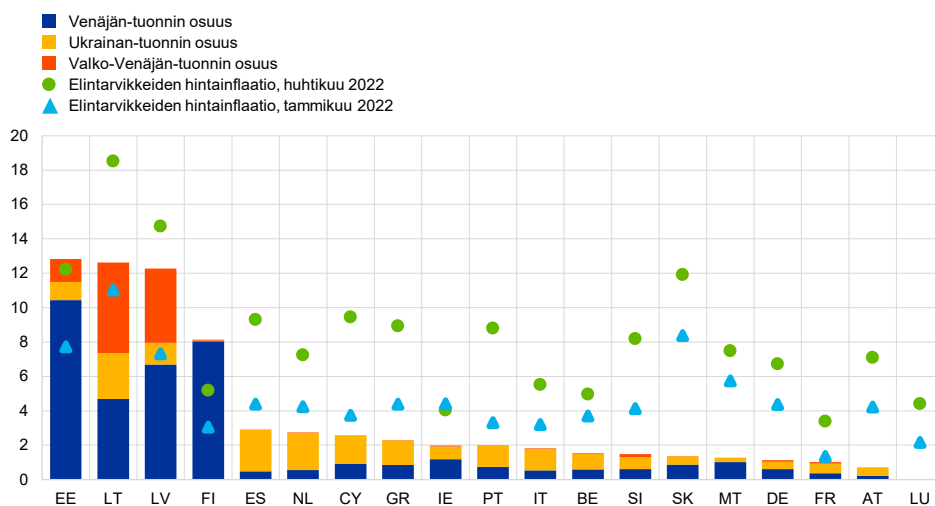
<sup>69</sup> Baltian maat ovat merkittäviä venäläisten ja valkovenäläisten tuotteiden kauttakulkumaita. Lannoitteiden luvuissa on otettu huomioon jälleenvienti.

Elintarvikkeiden hintainflaation erot euroalueen maiden välillä saattavat jatkossa kasvaa edelleen.

### Kuvio D

Euroalueen maiden riippuvuus maataloustuotteiden ja lannoitteiden tuonnista Venäjältä, Ukrainasta ja Valko-Venäjältä sekä elintarvikkeiden hintainflaatio

(prosenttiosuuksina kokonaistuonnista, vuotuiset prosenttimuutokset)



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

Huom. Tuontitiedot ovat vuodelta 2020 ja elintarvikkeiden hintainflaation tiedot huhtikuulta 2022.

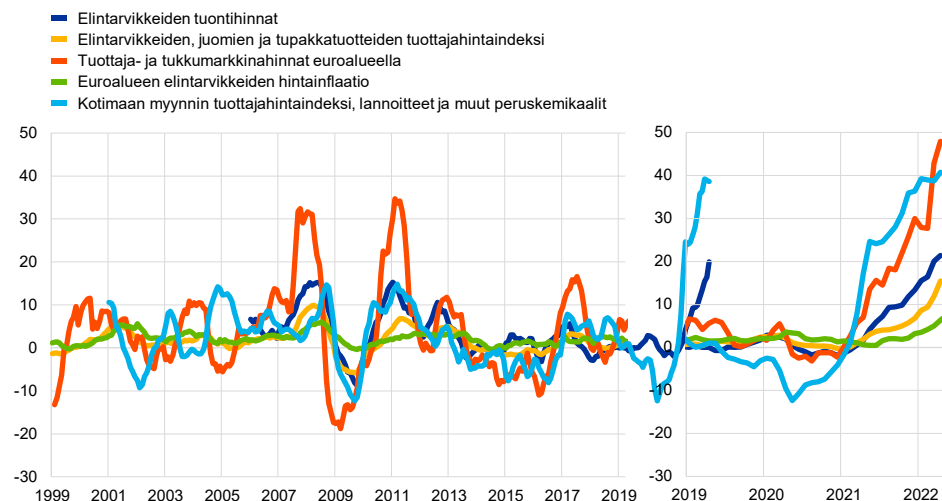
**Venäjän hyökättyä Ukrainaan euroalueen elintarvikesektorin hintapaineet ovat voimistuneet edelleen, mikä viittaa siihen, että elintarvikkeiden hinnannousu saattaa jatkua nopeana (kuvio E).** Elintarvikkeiden tuontihinnat olivat euroalueella jo ennestään vahvassa nousussa, mutta hyökkäyksen jälkeen hinnannousu kiihtyi entisestään. Hintojen vuotuinen kasvuvauhti nousi huhtikuussa 21,4 prosenttiin, kun se helmikuussa oli 16,4 %. Euroalueen tuottaja- ja tukkuhintojen<sup>70</sup> nousuvauhti oli niin ikään huomattava, huhtikuussa 47,9 %, kun se helmikuussa oli ollut 27,7 %. Eniten nousuun vaikuttivat viljojen hinnat. Myös pitemmällä tuotantoketjussa eli elintarviketuotteissa tuottajahintojen jo valmiiksi nopea inflaatio kiihtyi entisestään hyökkäyksen jälkeen. Etenkin kasvi- ja eläinperäisten öljyjen ja rasvojen hintainflaatio oli huhtikuussa 39,7 % oltuaan helmikuussa 27,4 %. Samalla aikavälillä eläinrehujen tuottajahintojen nousuvauhti nopeutui 19,3 prosentista 32,2 prosenttiin. Nämä hintapaineet vaikuttavat tulevana kuukausina euroalueen elintarvikkeiden kuluttajahintoihin hinnoitteluketjun välityksellä.

<sup>70</sup> Euroalueen maatalouden tuottaja- ja tukkuhinnat on kerännyt Euroopan komissio (maatalouden ja maaseudun kehittämisen pääosasto). Tuottajahinnoilla tarkoitetaan viljelijän maataloustuotteistaan maatilalla saamaa hintaa ilman erikseen laskettuja kuljetus- tai toimituskuluja.

## Kuvio E

### Hintapaineet elintarvikkeiden ja lannoitteiden toimitusketjussa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja Euroopan komissio..

Huom. Tuorein havainto on euroalueen elintarvikeinflaation osalta toukokuu 2022 ja muilta osin huhtikuu 2022.

**Kaiken kaikkiaan euroalueen suora riippuvuus sodan piiriin kuuluvista maista on rajallista lukuun ottamatta joitakin tiettyjä raaka-aineita, mutta sota vaikuttaa elintarvikkeiden hintoihin voimakkaasti raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen kautta.** Sota vaikeuttaa euroalueen viljojen, öljykasvien ja lannoitteiden tuontia. Se vaikuttaa myös voimakkaasti elintarvikkeiden hintainflaatioon näiden maataloustuotannon tuotantopanosten korkeiden maailmanmarkkinahintojen sekä energian voimakkaan hinnannousun välityksellä. Aikaisempia elintarvikkeiden hinnannousujaksoja ovat seuranneet talouden sopeutukset, ja yleensä elintarvikkeiden hintainflaatio on hidastunut keskipitkällä aikavälillä. Tällä kertaa inflaation voidaan odottaa jatkuvan voimakkaana tulevana kuukausina joistakin tasapainottavista tekijöistä huolimatta. Sodasta kärsivää tarjontaa voidaan joiltakin osin korvata muun maailman tarjonnalla, mutta hinnat olisivat korkeat. On myös mahdollista lisätä maanviljelyä euroalueella (ottamalla #”luonnonhoitoaloja” viljelyyn ja priorisoimalla uudelleen maissin tuotanto), mikä auttaisi hillitsemään ainakin sodan määrällisiä vaikutuksia viljamarkkinoihin.<sup>71</sup> Venäjän ja Ukrainan eläinrehutarjonnan vähenemistä voidaan osittain korvata lisäämällä tarjontaa muilta alueilta (kuten Latinalaisesta Amerikasta), mutta hinnat olisivat todennäköisesti korkeammat. Näillä tasapainotustoimilla ei luultavasti pystytä rajoittamaan elintarvikkeiden hinnannousua kovinkaan paljon lyhyellä aikavälillä, sillä monia tuotantopanoksia on vaikea korvata lyhyellä varoitusajalla, ja niiden odotetaan vaikuttavan eniten elintarvikkeiden inflaation tulevaan kehitykseen.<sup>72</sup> Esimerkiksi lannoitteiden tarjonnan supistumisen ja korkean hinnan vuoksi joidenkin toimitusketjun hintapaineiden odotetaan jatkuvan vielä vuonna 2023.

<sup>71</sup> Ks. ”Supply shock caused by Russian invasion of Ukraine puts strain on various EU agri-food sectors”, Euroopan komissio, 5.4.2022.

<sup>72</sup> Euroalueen elintarvikkeiden tarjontaan ja hintoihin saattavat vaikuttaa eräät muutkin tekijät, kuten maailmanlaajuiset elintarvikeraaka-aineiden varastot, vientirajoitukset, joita jotkin maat ottivat käyttöön Venäjän hyökättyä Ukrainaan, sekä euroalueen kotitalouksien varastojen kerryttäminen.

**Tässä kehitössä esitellään uusi euroalueen kotimaisen inflaation mittari, joka ottaa huomioon YKHI-erien tuonti-intensiteetin.** YKHI-erien tuonti-intensiteetit johdetaan uutta indikaattoria varten kansantalouden tilinpidon tiedoista ja panos–tuotos-taulukoista. YKHI-erät, joiden tuonti-intensiteetti on verrattain alhainen, yhdistellään sitten ns. LIMI-inflaatioindikaattoriksi (Low Import Intensity).<sup>73</sup> Tuonti-intensiteetin kynnyсарvo, jonka alittavat erät sisällytetään indikaattoriin, on määritetty empiiristen kriteerien perusteella. Vaikka EKP:n inflaatiotavoite on määritelty kokonaisinflaationa, kotimaisen inflaation käsitteellä on merkitystä rahapolitiikan analyysin kannalta, koska sillä on keskeinen asema rahapolitiikan välittymismekanismissa.<sup>74</sup> BKT:n deflaattori on yleisesti käytetty kotimaisen inflaation mittari, mutta vaikka siitä puhdistetaan tuontihintainflaatio, se heijastaa kuluttajahintojen lisäksi muitakin tekijöitä, kuten investointihyödykkeiden ja vientituotteiden hintoja, joilla ei ole läheistä yhteyttä kotimaisista tekijöistä johtuvaan kuluttajahintainflaatioon. Lisäksi tavanomaiset inflaatioerien poissulkemisiin perustuvat pohjainflaatioindikaattorit saattavat kuitenkin sisältää eriä, joiden tuonti-intensiteetti on korkea. Vastikään kehitetty LIMI-inflaatioindikaattori sopii hyvin täydentämään näitä muita indikaattoreita. Indikaattori viittaa siihen, että vaikka kokonaisinflaation voimakas nousu selittyy pääasiassa tuontihintojen inflaatiolla, myös kotimaiset hintapaineet ovat lisääntyneet menneenä vuonna.<sup>75</sup>

**Kunkin YKHIn erän tuonti-intensiteetti on laskettu siihen sisältyvän välillisen ja välittömän tuonnin osuutena yksityisestä kulutuksesta verojen jälkeen.** Mitä suurempi jonkin yksityisen kulutuksen erän tuontiosuus on, sitä enemmän sen hinnan tulisi reagoida kansainvälisiin tekijöihin, kun otetaan huomioon, että verojen jälkeinen tuonnin osuus yksityisestä kulutuksesta on jokseenkin samansuuruinen kuin kuluttajahintainflaation jousto pitkällä aikavälillä tuontihintojen muutoksen suhteen.<sup>76</sup> Tuonnin kokonaisosuus käsittää sekä yksityiseen kulutukseen sisältyvän välittömän tuontiosuuden (eli euroalueen ulkopuolelta tuodut tavarat, jotka kotitaloudet kuluttavat) että välillisen tuontiosuuden (eli euroalueen ulkopuolelta

<sup>73</sup> Yleisesti ottaen yhdenmukaistetut kuluttajahintaindeksit on laadittu kotimarkkinaperusteisesti. Se tarkoittaa, että YKHI sisältää tuotteet, jotka on ostettu tietyssä maassa. "Kotimaisen" inflaation indikaattorin tausta-ajatuksena on sitä vastoin, että joidenkin YKHI-erien osia on valmistettu ulkomailta ja tällaisten "ei-kotimaisten" osien hintakehitys perustuu pääasiassa ulkomaisiin markkinaolosuhteisiin.

<sup>74</sup> Kotimaisen inflaation käsite tässä kehitössä käytetyssä merkityksessään liittyy tiiviisti suljetun sektorin inflaation käsitteeseen (non-tradable inflation). Ero on siinä, että suljetun sektorin inflaatioissa eri hyödykkeiden ja palvelujen vienti-intensiteettiä tarkastellaan kaikkien käyttökohteiden kautta, kun taas kotimainen inflaatio viittaa kotimaiseen kulutukseen valmistettuihin hyödykkeisiin ja palveluihin, joiden vienti-intensiteetti on alhainen.

<sup>75</sup> Ks. F. Panetta, "Small steps in a dark room: guiding policy on the path out of the pandemic", puhe European University Institutessa 28.2.2022, ja F. Panetta "Patient monetary policy amid a rocky recovery", puhe Sciences Po'ssa, 24.11.2021. On syytä huomata, että näissä puheissa mainittu LIMI-inflaatioindikaattori perustuu World Input-Output Database (WIOD) -tietokantaan, jota on sittemmin tarkistettu Eurostatin FIGARO (Full International and Global Accounts for Research in Input-Output analysis) -tietokantaa hyödyntävän jaottelujärjestelmän avulla.

<sup>76</sup> Arvioon on suhtauduttava siinä mielessä varauksella, että tuontihyödykkeiden korvattavuusaste voi vaikuttaa myös hintoihin, mitä ei ole otettu täysimääräisesti huomioon. Esimerkiksi vaikka jonkin erän tuonti-intensiteetti olisi nolla, kotimaiset yritykset voivat pitää sen hinnan kansainvälisen hinnan tasolla, jotta ne eivät menettäisi markkinaosuutta tuontivaihtoehdoille. Käyttämämme pitkälti tilastollista lähestymistapaa voisi lisäksi syventää määrittelemällä kotimaisen inflaation taloudellisten sokkien alkuperän mukaan. Esimerkiksi jos euroalueen kysyntä vaikuttaisi voimakkaasti jonkin hyödykkeen hintaan – vaikka sen tuonti-intensiteetti olisikin korkea –, tällaista inflaatiota voisi kuitenkin kuvailla "kotimaiseksi" siinä mielessä, että sitä voidaan hallita kotimaisen rahapolitiikan keinoin.

tuodut välituotteet, jotka käytetään euroalueella kotitalouksien lopputuotteiden valmistukseen). Kukin YKHI-erän tuonin kokonaisuus on ensin johdettu panos-tuotos-taulukkojen tiedoista, joiden perusteella kulutustavaroiden tuontisisällön osuudet on estimoitu toiminnottain luokiteltuina. Sitten kyseiset tuotteet on luokiteltu YKHIn 94 erään.<sup>77</sup> Tämän menetelmän mukaan vuonna 2017 YKHIn energiaerien tuonti-intensiteetit vaihtelivat 19 prosentista 32 prosenttiin, kun taas elintarvike-erissä ne olivat noin 22 %, palveluerissä 3–68 % ja muissa teollisuushyödykkeissä kuin energiassa 11–44 % (kuvio A).<sup>78</sup>

### Kuvio A

YKHI-erät, joiden vieni-intensiteetti oli alle 18 % vuonna 2017



Lähteet: Eurostat, tekijöiden laskelmat.

Huom. Tilarajoitteiden takia palkit kuvaavat ainoastaan YKHI-eriä (nelinumeroisella COICOP-tasolla), joiden tuonti-intensiteetti on alle 18 %, joka on empiirisen arvioon perusteella määritetty kynnyksarvo.

### Kokonaisinflaation kuvauskyky keskipitkällä aikavälillä on pääkriteeri, jonka perusteella tuonti-intensiteetille määriteltiin optimaalinen kynnyksarvo, jonka alle jäävät YKHI-erät luettiin mukaan LIMI-inflaatioindikaattoriin. LIMI-

inflaatioindikaattorin kynnyksarvo on määritetty empiiristen kriteerien perusteella. Niitä ovat historiallinen harha (bias) ja keskineliövirheellä (MSE) mitattu yleinen tarkkuus

<sup>77</sup> Tärkeimmät yksittäisten YKHI-erien tuonti-intensiteetin määrittämisessä käytetyt lähteet ovat FIGARO-tietokanta sekä vastaavat tarjonta- ja käyttötaulukot. FIGARO-tietokannan tiedot on raportoitu vuosittain riittävälle sektorijoukkoille. Tietokanta kattaa vuodet 2010–2017 (vuosien 2000–2009 laskelmat perustuvat sen sijaan globaaleihin panos-tuotos-tietoihin (WIOD). FIGARO-tietokannan toimintoperusteisen tuoteluokituksen (Classification of Products by Activity, CPA) 64 tuoteryhmän ja yksilöllisen kulutuksen käyttötarkoituksen mukaisen luokituksen (COICOP) 94:n nelinumeroisen YKHI-erän vastaavuuden varmistamisessa on käytetty Eurostatin luokitusavainta (COICOP tulee sanoista "classification of individual consumption by purpose"). Lisäksi jaottelussa on hyödynnetty Eurostatin tietoja tukku- ja vähittäiskaupasta sekä lopputuotteiden kulutuksesta ostohinnoin ja yksittäisten YKHI-erien COICOP-painotuksia. Tuonti-intensiteetit muuttuvat vuosittain aikavälillä 2000–2017, ja ne on laskettu vuonna 2017 seuraavien FIGARO-tilastojen julkistamiseen saakka. Jaottelu perustuu julkisesti saatavissa oleviin tietoihin, ja se on ainoastaan arvio tuonti-intensiteetistä.

<sup>78</sup> Kahden YKHI-erän eli matkustajalentoliikenteen ja sekä meri- ja sisävesimatkustajaliikenteen tuonti-intensiteetti on hyvin korkea. Tämä johtuu siitä, että tuonti-intensiteettiä ei ole mahdollista laskea erikseen matkustajien ja hyödykkeiden kuljetuksille, koska niitä vastaava CPA-erä eli vesi- ja ilmakuljetukset ei eritele matkustajien ja rahdin kuljetusta. Kolmanneksi korkein tuonti-intensiteetti, 35 %, oli pakettimatkoilla.

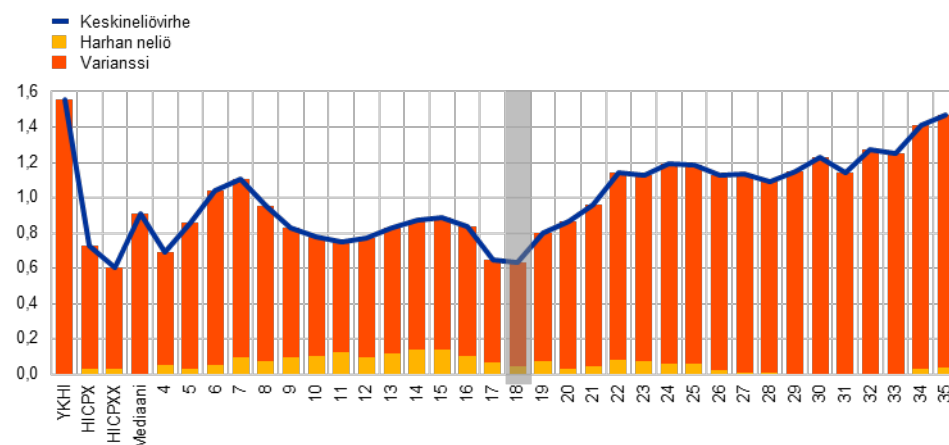


kokonaisinflaatiokehityksen kuvaamisessa keskipitkällä aikavälillä.<sup>79</sup> Globaalin finanssikriisin jälkeisellä jaksolla harha on yleensä sitä suurempi, mitä alemmaa tuonti-intensiteetin kynnyсарvoa sovelletaan (kuvio B).<sup>80</sup> Tämä saattaa johtua siitä, että nimenomaan palveluerien tuonti-intensiteetti on yleensä pieni, mutta samalla niiden inflaatiovauhti on verrattain nopea. Kun kynnyсарvoa nostetaan, harha yleensä vähenee, sillä useampia muita teollisuustuotteita kuin energia (joiden inflaatio on yleensä keskimäärin hitaampi) tulee LIMi-inflaatioindikaattoriin. Kahdeksantoista prosentin kynnyсарvon mukaan laskettuna indikaattori näyttää antavan tarkimmat ennusteet ja sisältävän verrattain vähän harhaa.<sup>81</sup> Tavanomaisista poissulkemisiin perustuvista pohjainflaatioindikaattoreista pienin keskineliövirhe on ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien sekä vaatteiden ja jalkineiden hintoja lasketulla YKHI-inflaatiolla (HICPXX), ja se on pitkälti vastaava kuin 18 prosentin kynnyсарvolla laskettu LIMi-inflaatioindikaattori.

## Kuvio B

### Mahdollisten LIMi-inflaatioindikaattorien ja tavallisten pohjainflaatioindikaattorien tarkkuus finanssikriisin ja pandemian välisenä aikana

(X-akseli: enimmäistuonti-intensiteetti prosentiosuuksina)



Lähteet: Eurostat, tekijöiden laskelmat.

Huom. Harha, varianssi ja keskineliövirhe on laskettu testattaville LIMi-inflaatioindikaattoreille, joiden tuonti-intensiteetin kynnyсарvot vaihtelevat välillä 4–35 %, ajanjaksolla syyskuusta 2008 joulukuuhun 2019. Suositeltava 18 prosentin kynnyсарvo on varjostettu. Vertailukohtaksi on valittu annualisoitu YKHI-inflaatiovauhti kahden seuraavan vuoden aikana. HICPX on YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja, ja HICPXX on YKHI-inflaatio ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien sekä vaatteiden ja jalkineiden hintoja.

<sup>79</sup> Vertailukohtaksi tarvitaan myös estimaatti inflaation pysyvistä eristä, jota ei pysty havaitsemaan. Kuukauden  $t$  vertailukohta on määritelmän mukaisesti annualisoitu YKHI-inflaation kasvuvauhti kahden seuraavan vuoden aikana eli  $1,200 \cdot (p_{t+h} - p_t)/h$ , missä  $p_t$  on hintataso ajankohtana  $t$  ja  $h$  on 24 kuukautta. Tulokset pysyvät samankaltaisina myös, kun inflaation pysyvää erää kuvataan muilla sijaismuuttujilla, kuten vastaavalla vertailukohteella kolmelle seuraavalle vuodelle estimoituina. Finanssikriisin jälkeinen otosjakso ulottuu syyskuusta 2008 joulukuuhun 2017. Kaksi vuotta eteenpäin katsovan vertailukohtaan laskemiseen käytettiin tammikuun 2018 ja joulukuun 2019 välisiä tietoja. Pandemiajaksoa koskevia tilastotietoja ei käytetty.

<sup>80</sup> Finanssikriisiä edeltäneellä otosjaksolla ei ollut tunnistettavissa selkeästi optimaalista tuonti-intensiteetin kynnyсарvoa. YKHI-kokonaisinflaation voimakas positiivinen harha finanssikriisiä edeltäneellä jaksolla selittyi suurelta osin hyvin öljyntensiivisten erien, kuten nestemäisten polttoaineiden, korkeilla keskimääräisillä inflaatiovauhteilla. Näiden erien tuonti-intensiteetti on korkea, ja ne on usein suljettu pois sovellettujen kynnyсарvojen perusteella.

<sup>81</sup> Finanssikriisiä edeltäneelle jaksolle tyypillistä oli sitkeä ja korkea raaka-aineiden hintojen inflaatio. Jos raaka-aineiden supersykli alkaisi uudestaan, matalan tuonti-intensiteetin kynnyсарvolla laskettu LIMi-inflaatioindikaattori, jossa on poissuljettu useita energia- ja elintarvike-eriä, sisältäisi luultavasti jälleen merkittävästi harhaa. Tästä syystä LIMi-inflaatioindikaattoria 18 prosentin kynnyсарvolla tulisi käyttää vain täydentävänä indikaattorina osana laajempaa pohjainflaatiokehityksen arviointia.

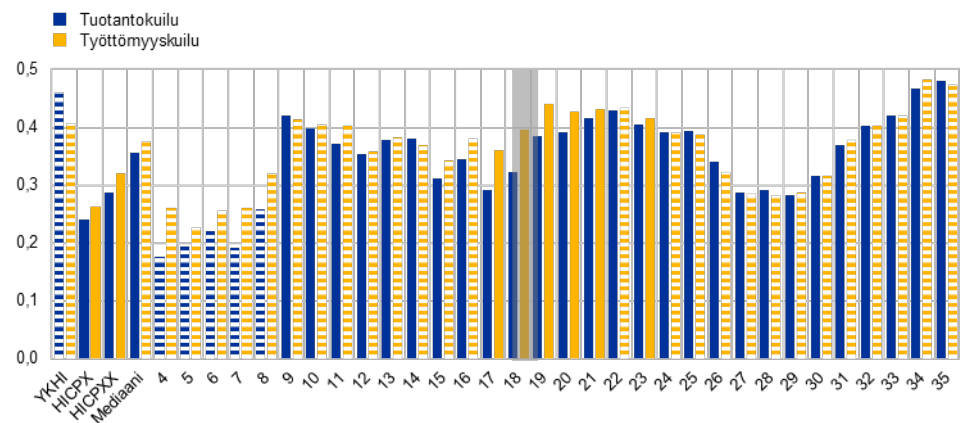
### LIMI-inflaatioindikaattori näyttää yleisesti ottaen olevan tiiviissä yhteydessä talouden suhdannevaiheeseen.

LIMI-inflaatioindikaattorin tulisi periaatteessa reagoida verrattain herkästi kotimarkkinoiden käyttämättömään kapasiteettiin. Pelkistetyssä tuotantokuiluun perustuvassa Phillipsin käyrä -regressiossa lyhyen aikavälin kulmakerroin on erittäin merkittävä kaikissa regressioissa paitsi niissä, joissa LIMI-inflaatioindikaattoriin sovellettu tuonti-intensiteetin kynnsarvo on 8 % tai sitä alempi.<sup>82</sup> Pitkän aikavälin merkittävät kulmakertoimet sijoittuvat vaihteluväliin 0,24–0,48. Kun käyttämättömän kapasiteetin mittarina käytetään tuotantokuilua, kulmakertoimet ovat yleisesti merkittäviä tuonti-intensiteetin kynnsarvoilla 17–23 %. Kun molemmat seikat otetaan huomioon, suhteellisen pieni keskineliövirhe puoltaa LIMI-inflaatioindikaattorille 18 prosentin kynnsarvoa. Tätä valintaa puoltaa indikaattorin erittäin merkittävä Phillipsin käyrän kulmakerroin sekä tuotantokuilulle että työttömyyskuilulle.<sup>83</sup>

### Kuvio C

LIMI-inflaatioindikaattorien sekä tavallisten pohjainflaatioindikaattorien pitkän aikavälin Phillips-käyräregression jyrkkyys

(x-akseli: enimmäistuonti-intensiteetti prosentiosuuksina)



Lähteet: Eurostat, tekijöiden laskelmat.

Huom. HICPX on YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja, ja HICPXX on YKHI-inflaatio ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien sekä vaatteiden ja jalkineiden hintoja. Mediaani on painoettu. Työttömyyskuilukäyrän etumerkki on käänteinen. Vastaavat lyhyen aikavälin käyrät, jotka eivät ole merkittäviä 1 prosentin tasolla, on kuvattu vaakaviivosta koostuvilla elementeillä. Otsajakso on vuoden 2003 toisesta neljänneksestä vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen.

### LIMI-inflaatioindikaattori laskettuna tuonti-intensiteetin kynnsarvolla 18 % koostuu pääasiassa YKHIn palvelueristä.

Vuonna 2017 LIMI-inflaatioindikaattori sisälsi COICOP-luokituksen yhteensä 94 nelinumeroisesta YKHI-erästä 29 erää, joiden paino kokonaisuudesta oli 35 %, kun se oli vuonna 2010 sisältänyt niistä 34 erää, joiden paino oli tuolloin 40 %. Lasku saattaa johtua osittain globaalien toimitusketjujen merkityksen kasvusta kyseisellä jaksolla. Koska energia- ja elintarvike-erien tuonti-intensiteetti on tyypillisesti korkeampi kuin kynnsarvona käytetty 18 %, ne eivät yleensä sisälly LIMI-inflaatioindikaattoriin. Samoin useimmat

<sup>82</sup> Phillipsin käyrän määrittäminen on seuraava:  $y_t(t) = \alpha + \rho * y_t(t-1) + \beta_i * \text{käyttämätön kapasiteetti}(t-1) + \varepsilon(t)$ , missä  $y_t(t)$  tarkoittaa annualisoitua kausivaihtelusta puhdistettua kotimaisen inflaation neljännesvuotuista kasvuvauhtia  $i$  (joka liittyy tiettyyn tuonti-intensiteetin kynnsarvoon) ajankohtana  $t$  ja *käyttämätön kapasiteetti* tarkoittaa joko tuotantokuilua tai työttömyyskuilua.

<sup>83</sup> Finanssikriisin ja pandemian välisellä jaksolla ainoa LIMI-inflaatioindikaattori, jonka kulmakerroin on työttömyyskuilun suhteen merkittävä, on laskettu 18 prosentin kynnsarvolla.

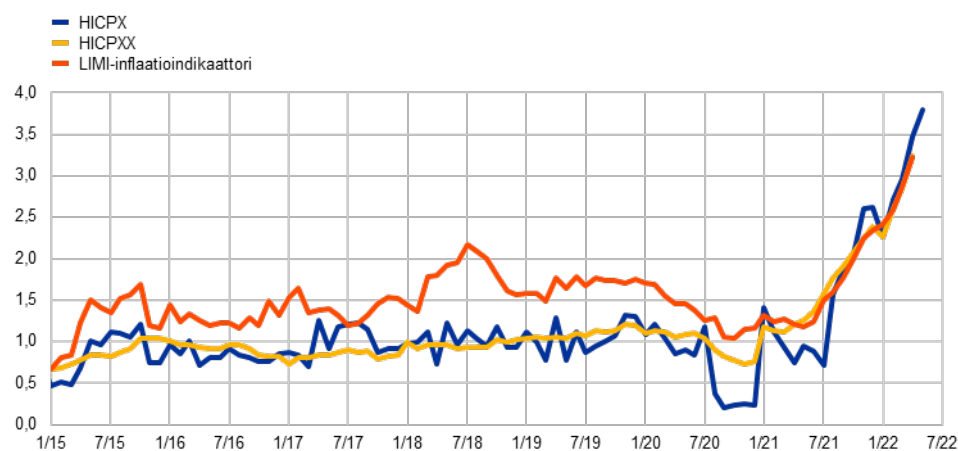
muut teollisuustuotteet kuin energia on suljettu pois.<sup>84</sup> Palveluerät on luettu mukaan eräin poikkeuksin, kuten matkustamiseen liittyvät palvelut, pakettimatkat, postipalvelut ja kulttuuripalvelut. Koska indikaattori koostuu pääasiassa palvelueristä, sen inflaatiokin on yleensä keskimäärin nopeampaa kuin inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja.<sup>85</sup>

**LIMI-inflaatioindikaattori viittaa siihen, että vaikka kokonaisinflaation voimakas nousu selittyy pääasiassa tuontihintojen inflaatiolla, myös kotimaiset hintapaineet ovat lisääntyneet menneenä vuonna.** LIMI-inflaatioindikaattori kertoo pohjainflaatiopaineiden jonkinasteisesta kasvusta välittömästi koronapandemiaa edeltäneinä vuosina (kuvio D). Pandemian alettua LIMI-inflaatioindikaattori laski jyrkästi mutta kääntyi nousuun vuoden 2021 puolivälissä.<sup>86</sup> HICPXX-inflaatio pitkälti vahvistaa tämän signaalin. Matkustamiseen liittyvien palvelujen voimakas heilahtelu pandemian aikana on vaikuttanut LIMI-inflaatioindikaattoriin sekä HICPXX-inflaatioon vähemmän kuin HICPX-inflaatioon, koska monien kyseessä olevien inflaatioerien tuonti-intensiteetti on korkeampi kuin kynnsarvo 18 %. LIMI-inflaatioindikaattori kertoo myös, että inflaation viimeaikainen korkea taso johtuu pääasiassa tuonnista, sillä globaalit kysyntään ja tarjontaan vaikuttavat sokit heijastuvat euroalueen talouteen tuontihintojen välityksellä (kuvio E).

#### Kuvio D

LIMI-inflaatioindikaattori verrattuna tavallisiin pohjainflaatioindikaattoreihin

(vuotuinen prosentimuutos)



Lähteet: Eurostat, tekijöiden laskelmat.

Huom. LIMI-inflaatioindikaattori perustuu tuonnin 18 prosentin enimmäisosuuteen. HICPX on YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja, ja HICPXX on YKHI-inflaatio ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien sekä vaatteiden ja jalkineiden hintoja. Tuoreimmat havainnot HICPX:stä ovat toukokuulta 2022 (pika-arvio) ja muista YKHI-eristä huhtikuulta 2022.

<sup>84</sup> Seuraavat muut teollisuustuotteet kuin energia sisältyvät indikaattoriin vuodesta 2017 lähtien: matot ja muut lattianpäällysteet, vesi sekä sekalaiset painotuotteet, paperitavarat ja piirustustarvikkeet.

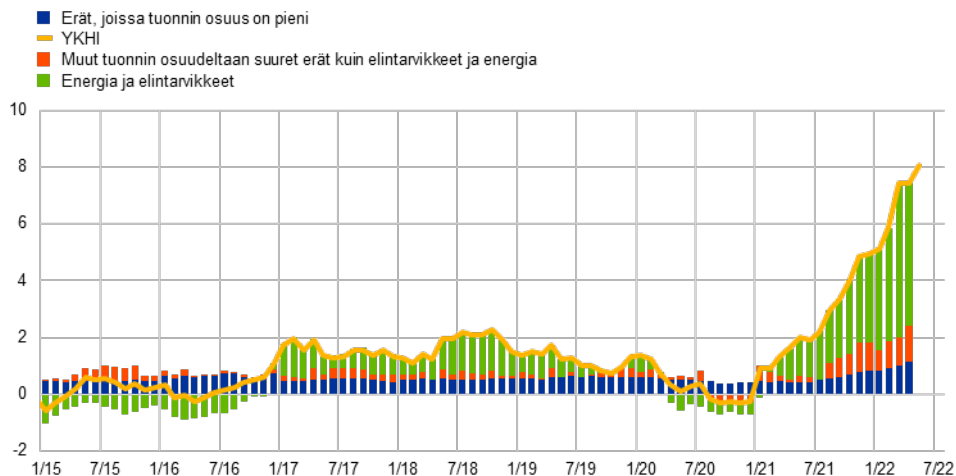
<sup>85</sup> Ks. Talouskatsauksen 5/2019 kehikko "What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?".

<sup>86</sup> Indikaattorin nousu saattaa johtua osittain hyödykkeiden maailmanmarkkinahintojen nousun välillisistä vaikutuksista YKHI-eriin, jotka sisältyvät LIMI-inflaatioindikaattoriin. Näiden vaikutusten suuruutta on kuitenkin vaikea määrittää.

## Kuvio E

### YKHI-inflaation hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos; prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, tekijöiden laskelmat.

Huom. Matalamman tuonti-intensiteetin erät korreloivat kotimaisen inflaation indikaattorin kanssa, kun tuontisisällön kynnyksarvona on 18 %. Tuoreimmat havainnot YKHI-inflaatiosta ovat toukokuulta 2022 (pika-arvio) ja YKHI-eristä huhtikuulta 2022.

### LIMI-inflaatioindikaattori voi tarjota lisätietoa pohjainflaatiopaineiden

**arviointiin.** Erityisesti aikoina, jolloin kansainväliset hyödykehinnat tai euron valuuttakurssi heilahtelevat voimakkaasti, tämä kotimaisen inflaation indikaattori voi auttaa pohjainflaatiokehityksen sitkeyden mittaamisessa.<sup>87</sup> Kuitenkin muiden pohjainflaatioindikaattorien tapaan myös LIMI-inflaatioindikaattorin tarkkuus voi vaihdella ajoittain.<sup>88</sup> Lisäksi koska tuonti-intensiteetit voivat vaihdella yli ajan, kotimaisen inflaation indikaattoriin sisältyvien YKHI-erien koostumus voi muuttua.<sup>89</sup> Yleisesti ottaen olisi hyödyllistä saada käytettäville yksityiskohtaisempia tietoja YKHI-erien tuonti-intensiteeteistä tarkemmin disaggregoituna. Kaiken kaikkiaan LIMI-inflaatioindikaattoria tulisi käyttää täydentävänä mittarina osana laajempaa pohjainflaatioindikaattorien joukkoa. Lisäksi näihin indikaattoreihin perustuvaa arviointia olisi syytä täydentää rakenteellisempia malleja hyödyntävällä analyysillä inflaatioprosessin ymmärtämiseksi paremmin.

<sup>87</sup> Olettaen, että tällaisilla hyödykkeiden hintojen ja valuuttakurssien vaihteluilla on kertaluonteisia vaikutuksia.

<sup>88</sup> Ks. luku 6 julkaisussa ”[Inflation measurement and its assessment in the ECB’s monetary policy strategy review](#)”, Work stream on inflation measurement, EKP:n Occasional Papers -julkaisusarja, nro 265, syyskuu 2021.

<sup>89</sup> Vaikka tällaisia koostumuksen muutoksia yleensä tapahtuu harvemmin, niillä saattaa olla vaikutusta LIMI-inflaatioindikaattorin kehityskulkuun, ja siksi niitä on syytä pitää silmällä.

## 8 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 9.2.–19.4.2022

**Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä vuoden 2022 ensimmäisellä ja toisella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla.** Tarkastelujakso alkoi 9.2.2022 ja päättyi 19.4.2022.

**Ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueen pankkijärjestelmässä kasvoi tarkastelujakson aikana 77,1 miljardia euroa ja oli ennätyselliset 4 490,6 miljardia euroa.** Kasvu johtui pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) ja omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) toteutetuista ostoista. Osan ostojen vaikutuksesta ylimääräiseen likviditeettiin kumosi riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kausiluonteinen kasvu ja huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin väheneminen hieman eli noin 4,5 miljardilla eurolla.

### 8.1 Likviditeettitarpeet

**Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – kasvoi edelliseen tarkastelujaksoon nähden 81,1 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana keskimäärin 2 575,9 miljardia euroa.** Kasvu edelliseen tarkastelujaksoon nähden johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvusta 81,2 miljardilla eurolla 2 422,1 miljardiin euroon (taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Vähimmäisvarantovelvoitteet puolestaan kasvoivat vain hiukan eli 0,6 miljardia euroa 155,4 miljardiin euroon.

**Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät kasvoivat tarkastelujaksolla 149,9 miljardia euroa ja olivat 3 321,9 miljardia euroa. Taustalla olivat ennen kaikkea muiden riippumattomien tekijöiden ja valtioiden talletusten kasvu.** Muut riippumattomat tekijät (taulukko A) kasvoivat tarkastelujaksolla 67,7 miljardia euroa 1 103,5 miljardiin euroon. Liikkeessä olevien setelien määrä kasvoi voimakkaasti 32,2 miljardia euroa ja oli 1 563,2 miljardia euroa. Kasvu johtui osaksi siitä, että joissakin euroalueen maissa setelien kysyntä kasvoi tilapäisesti Venäjän hyökkäyksestä Ukrainaan seuranneen varautumisen vuoksi, ja myös siitä, että joissakin maissa kotitaloudet nostivat tilanteen vuoksi myönnettyjä tukia käteisenä. Valtioiden talletukset noudattivat tyypillistä kausivaihtelua ja kasvoivat 50,0 miljardia euroa 655,2 miljardiin euroon.

**Likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi 68,7 miljardia euroa ja oli 900,1 miljardia euroa.** Tähän vaikutti euromääräisten nettosaamisten kasvaminen 26,9 miljardilla eurolla ja valuuttamääräisten nettosaamisten kasvaminen 41,8 miljardilla eurolla.

Taulukossa A esitetään yhteenveto edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä<sup>90</sup> ja niiden muutoksista.

## Taulukko A

### Eurojärjestelmän likviditeetti

#### Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso 9.2.2022–19.4.2022						Edellinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso 9.2.2022–15.3.2022		Toinen pitoajanjakso 16.3.2022–19.4.2022		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
<b>Riippumattomat tekijät</b>	3 321,9	(+149,9)	3 288,2	(+90,7)	3 355,5	(+67,3)	3 172,0	(+55,3)
Liikkeessä olevat setelit	1 563,2	(+32,2)	1 550,6	(+10,0)	1 575,9	(+25,3)	1 531,0	(+27,3)
Valtioiden talletukset	655,2	(+50,0)	642,6	(+60,5)	667,8	(+25,2)	605,2	(-48,3)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) <sup>1</sup>	1 103,5	(+67,7)	1 095,1	(+20,2)	1 111,8	(+16,7)	1 035,8	(+76,4)
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset</b>	<b>3 758,7</b>	<b>(+85,7)</b>	<b>3 746,8</b>	<b>(+89,9)</b>	<b>3 770,5</b>	<b>(+23,7)</b>	<b>3 673,0</b>	<b>(+58,5)</b>
Negatiivisesta talletuskorosta vapautetut vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset	923,0	(+0,4)	915,7	(-10,2)	930,4	(+14,8)	922,7	(+18,5)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät talletukset, joita vapautus ei koske	2 835,6	(+85,3)	2 831,2	(+100,1)	2 840,1	(+8,9)	2 750,3	(+40,8)
<b>Vähimmäisvarantovelvoitteet<sup>2</sup></b>	<b>155,4</b>	<b>(+0,6)</b>	<b>154,0</b>	<b>(-1,4)</b>	<b>156,8</b>	<b>(+2,8)</b>	<b>154,8</b>	<b>(+2,9)</b>
<b>Vapautettu kiintiö<sup>3</sup></b>	<b>932,3</b>	<b>(+3,3)</b>	<b>923,8</b>	<b>(-8,7)</b>	<b>940,8</b>	<b>(+17,0)</b>	<b>928,9</b>	<b>(+17,7)</b>
<b>Talletusmahdollisuus</b>	<b>730,4</b>	<b>(-9,2)</b>	<b>746,0</b>	<b>(+11,8)</b>	<b>714,9</b>	<b>(-31,1)</b>	<b>739,6</b>	<b>(-12,9)</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.

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

<sup>90</sup> Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin EKP:n Kuukausikatsauksen 5/2002 artikkelissa "EKP:n likviditeettihallinta".

## Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso 9.2.2022–19.4.2022						Edellinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso 9.2.2022–15.3.2022		Toinen pitoajanjakso 16.3.2022–19.4.2022		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
<b>Riippumattomat tekijät</b>	<b>900,1</b>	<b>(+68,7)</b>	<b>891,5</b>	<b>(+99,2)</b>	<b>908,6</b>	<b>(+17,1)</b>	<b>831,4</b>	<b>(-147,2)</b>
Valuuttamääräiset nettosaamiset	900,2	(+41,8)	887,2	(+9,6)	913,2	(+25,9)	858,4	(+27,5)
Euromääräiset nettosaamiset	-0,1	(+26,9)	4,3	(+89,7)	-4,5	(-8,8)	-27,0	(-174,7)
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	<b>7 066,4</b>	<b>(+158,1)</b>	<b>7 043,6</b>	<b>(+91,6)</b>	<b>7 089,3</b>	<b>(+45,7)</b>	<b>6 908,3</b>	<b>(+251,0)</b>
Avomarkkinaoperaatiot	7 066,4	(+158,1)	7 043,6	(+91,6)	7 089,3	(+45,7)	6 908,3	(+251,0)
Huutokauppaoperaatiot	2 200,8	(-4,5)	2 201,6	(-0,2)	2 200,1	(-1,5)	2 205,4	(-6,3)
Perusrahoitusoperaatiot	0,3	(+0,1)	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,0)	0,2	(+0,1)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	2 197,2	(-5,0)	2 197,9	(-0,2)	2 196,5	(-1,3)	2 202,2	(+7,2)
Pandemiaan liittyvät kohdentamattomat pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	3,2	(+0,4)	3,4	(+0,0)	3,1	(-0,2)	2,9	(-13,5)
Suorat arvopaperisijoitukset	4 865,6	(+162,7)	4 842,0	(+91,9)	4 889,2	(+47,2)	4 702,9	(+257,3)
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma	0,0	(-0,4)	0,0	(-0,3)	0,0	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	1,0	(-1,2)	1,1	(-0,7)	0,9	(-0,2)	2,1	(-0,3)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	296,3	(-1,4)	296,0	(-1,4)	296,6	(+0,6)	297,7	(+1,8)
Velkapaperiohjelma	4,2	(-2,3)	5,1	(-1,4)	3,3	(-1,8)	6,5	(-3,0)
Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	27,0	(-1,4)	26,9	(-1,1)	27,1	(+0,2)	28,3	(+1,3)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	2 525,6	(+37,9)	2 517,7	(+21,5)	2 533,5	(+15,8)	2 487,7	(+39,8)
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	326,5	(+16,4)	322,5	(+9,3)	330,6	(+8,1)	310,2	(+15,4)
Pandemiaan liittyvä väliaikainen osto-ohjelma	1 685,1	(+115,1)	1 672,8	(+66,0)	1 697,3	(+24,5)	1 570,0	(+202,4)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Lähde: EKP.

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

## Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso 9.2.2022–19.4.2022						Edellinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso 9.2.2022–15.3.2022		Toinen pitoajanjakso 16.3.2022–19.4.2022		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä <sup>1</sup>	2 575,9	(+81,1)	2 551,1	(-8,2)	2 600,7	(+49,7)	2 494,8	(+202,5)
Riippumattomat tekijät <sup>2</sup>	2 422,1	(+81,2)	2 396,9	(-8,5)	2 447,2	(+50,2)	2 340,8	(+202,5)
Ylimääräinen likviditeetti <sup>3</sup>	4 490,6	(+77,1)	4 492,6	(+99,9)	4 488,6	(-4,0)	4 413,5	(+48,5)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

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

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

## Korkokehitys

(keskikorko; prosenttia)

	Nykyinen tarkastelujakso 9.2.2022–19.4.2022						Edellinen tarkastelujakso 3.11.2021–8.2.2022	
	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso		Ensimmäinen pitoajanjakso 9.2.2022–15.3.2022		Toinen pitoajanjakso 16.3.2022–19.4.2022		Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR-korko	-0,580	(-0,003)	-0,577	(+0,002)	-0,582	(-0,005)	-0,576	(-0,007)
RepoFunds Rate Euro Index -korko	-0,638	(+0,108)	-0,633	(+0,245)	-0,644	(-0,011)	-0,746	(-0,156)

Lähde: EKP.

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

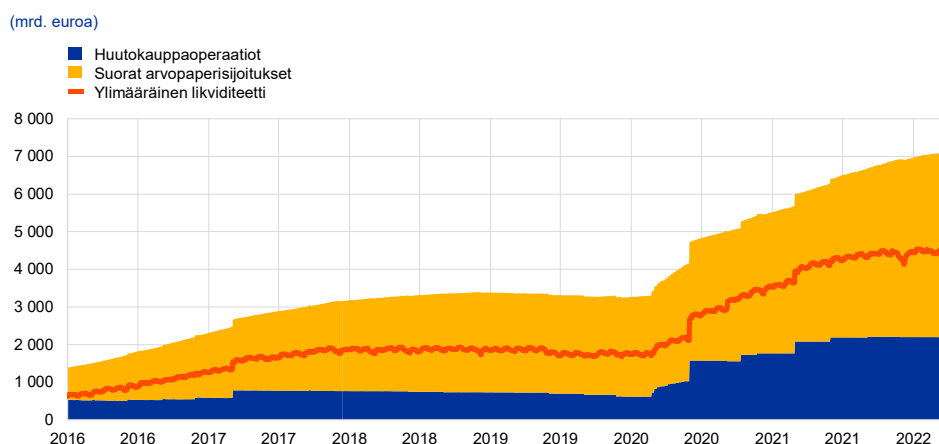
## 8.2 Likviditeetin tarjonta rahapoliittisissa operaatioissa

**Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 158,1 miljardia euroa ja oli 7 066,4 miljardia euroa (ks. kuvio A).** Likviditeetin kasvu johtui vuoden 2022 ensimmäisellä pitoajanjaksolla tehdyistä netto-ostoista omaisuususerien osto-ohjelmissa, tärkeimpänä niistä pandemiaan liittyvä osto-ohjelma. Yleisesti tämän osto-ohjelman likviditeettiä lisäävää vaikutusta rajoitti siinä tehtyjen netto-ostojen päättymisen toisella pitoajanjaksolla ensimmäisen neljänneksen lopussa. Eräänntyvät operaatiot ja takaisinmaksut TLTRO III -ohjelmassa puolestaan vähensivät likviditeettiä, joskin vain vähän.



## Kuvio A

### Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys



Lähde: EKP.  
Huom. Tuoreimmat havainnot 8.2.2022.

**Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 4,5 miljardia euroa.** Väheneminen johtui TLTRO III -operaation takaisinmaksuista toisella pitoajanjaksolla. Perusrahoitusoperaatioiden ja kolmen kuukauden pitempiä aikaisten rahoitusoperaatioiden vaikutus oli edelleen vähäinen. Edelliseen tarkastelujaksoon nähden kolmen kuukauden rahoitusoperaatioissa jaettu keskimääräinen likviditeetti pysyi jokseenkin ennallaan ja perusrahoitusoperaatioissa väheni hieman (0,1 miljardia).

**Samanaikaisesti eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 162,7 miljardia euroa ja oli 4 865,6 miljardia euroa. Tämä johtui omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa toteutetuista netto-ostoista.** Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyt keskimääräiset sijoitukset kasvoivat 115,1 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden ja olivat 1 685,1 miljardia euroa. Kaikista osto-ohjelmista pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen volyyymi kasvoi eniten. Seuraavaksi eniten volyyymi kasvoi julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka volyyymi oli 2 525,6 miljardia euroa (keskimääräinen kasvu 37,9 miljardia euroa) sekä yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jonka volyyymi oli 326,5 miljardia euroa (keskimääräinen kasvu 16,4 miljardia euroa). Arvopaperien eräänntyminen muissa kuin aktiivisissa osto-ohjelmissa vähensi suoria arvopaperisijoituksia 3,8 miljardia euroa.

## 8.3 Ylimääräinen likviditeetti

**Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 77,1 miljardia euroa eli 4 490,6 miljardiin euroon, joka on mittaushistorian suurin lukema (ks. kuvio A).** Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön summa miinus maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien likviditeettitarpeen välistä eroa.

Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät päivittäiset talletukset sekkitileillä kasvoivat 85,7 miljardia euroa keskimäärin 3 758,7 miljardiin euroon, kun taas talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö väheni 9,2 miljardia euroa 730,4 miljardiin euroon.

**Kaksiportaisessa järjestelmässä negatiivisesta talletuskorosta vapautetut varantovelvoitteen ylittävät talletukset<sup>91</sup> kasvoivat 0,4 miljardia euroa ja olivat 923,0 miljardia euroa. Negatiivisen talletuskoron alaiset varantovelvoitteen ylittävät talletukset puolestaan kasvoivat 76,1 miljardia euroa 3 566,1 miljardiin euroon.** Vapautetun kiintiön yhteenlaskettu käyttöaste (negatiivisesta talletuskorosta vapautettujen vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien talletusten määrän ja vapautetun kiintiön välinen suhde)<sup>92</sup>, joka on ollut vuoden 2020 kolmannelta pitoajanjaksosta lähtien yli 98 %, pysyi 99,0 prosentissa. Negatiivisesta talletuskorosta vapautettujen vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien talletusten osuus koko ylimääräisestä likviditeetistä oli 20,6 prosenttia (edellisellä tarkastelujaksolla 20,9 %).

## 8.4 Korkokehitys

**Keskimääräinen €STR-korko pysyi tarkastelujakson aikana jokseenkin ennallaan -0,580 prosentissa.** Ylimääräisen likviditeetin runsauden vuoksi €STR-korko on edelleen pysynyt suhteellisen muuttumattomana silloinkin, kun likviditeetin määrän vaihtelu on ollut voimakasta. EKP:n ohjauskorot eli talletusmahdollisuuden, perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusluoton korot pysyivät tarkastelujakson aikana ennallaan.

**Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko (RepoFunds Rate Euro Index) nousi tarkastelujakson aikana 0,108 prosenttiyksikköä ja oli 0,64 prosenttia.** Nousua voidaan pitää normalisoitumisena vuodenvaihteen ennätyskellisen alhaiselta tasolta, joka painoi keskikorkoa voimakkaasti alaspäin edellisellä tarkastelujaksolla. Vaikka keskikorko nousikin, vuosineljänneksen lopulle tyypillinen lasku oli maaliskuun lopussa erityisen voimakas. Tuolloin RepoFunds Rate Euro Index -korko oli -0,904 %, mikä on maaliskuussa 2017 päättyneestä neljänneksestä lähtien sen alhaisin taso vuodenvaihteita lukuun ottamatta.

<sup>91</sup> Varantovelvoitteen ylittävien talletusten kaksiportaista korkojärjestelmää selvitetään tarkemmin EKP:n verkkosivuilla.

<sup>92</sup> Enintään vähimmäisvarantovelvoitteiden ja vapautetun kiintiön summa, joka on yhtä kuin kuusi kertaa vähimmäisvarantovelvoite.

# 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

ECB statistics can be accessed from the Statistical Data Warehouse (SDW):	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Data from the statistics section of the Economic Bulletin are available from the SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
A comprehensive Statistics Bulletin can be found in the SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</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
2019	2.8	2.3	1.7	-0.2	6.0	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.2	-3.4	-9.3	-4.5	2.3	-6.3	1.4	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2021	6.1	5.6	7.4	1.7	8.1	5.4	4.0	2.9	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2021 Q2	0.5	1.6	5.6	0.5	1.2	2.2	3.7	2.8	4.8	2.0	-0.8	1.1	1.8
Q3	1.9	0.6	0.9	-0.7	0.7	2.3	4.4	3.2	5.3	2.8	-0.2	0.8	2.8
Q4	1.3	1.7	1.3	0.9	1.5	0.2	5.9	4.0	6.7	4.9	0.5	1.8	4.6
2022 Q1	.	-0.4	0.8	-0.2	1.3	0.6	7.9	5.5	8.0	6.2	0.9	1.1	6.1
2021 Dec.	-	-	-	-	-	-	6.6	4.6	7.0	5.4	0.8	1.5	5.0
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	7.2	5.1	7.5	5.5	0.5	0.9	5.1
Feb.	-	-	-	-	-	-	7.8	5.6	7.9	6.2	0.9	0.9	5.9
Mar.	-	-	-	-	-	-	8.8	5.9	8.5	7.0	1.2	1.5	7.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	8.3	9.0	2.5	.	7.4
May <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	8.1

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
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.4	-0.6
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.1	-4.3	-3.8
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.1	9.6	12.8
2021 Q2	57.5	65.3	61.9	49.6	53.0	56.8	53.9	58.8	52.9	1.9	1.6	2.1
Q3	53.0	56.8	56.3	47.4	50.6	58.4	51.7	53.4	50.3	-0.4	-0.2	-0.6
Q4	54.6	57.3	56.3	52.1	51.9	54.3	52.2	55.5	50.4	2.0	2.2	1.8
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	1.8	3.5	0.1
2021 Dec.	54.5	57.0	53.6	52.5	53.0	53.3	53.3	55.0	50.7	2.0	2.2	1.8
2022 Jan.	51.0	51.1	54.2	49.9	50.1	52.3	50.7	51.1	49.0	3.8	5.3	2.3
Feb.	53.2	55.9	59.9	45.8	50.1	55.5	51.6	53.7	50.3	3.6	4.9	2.3
Mar.	52.4	57.7	60.9	50.3	43.9	54.9	50.6	53.0	47.9	1.8	3.5	0.1
Apr.	50.5	56.0	58.2	51.1	37.2	55.8	48.3	51.1	48.1	.	.	.
May	51.0	53.6	53.1	52.3	42.2	54.8	49.4	51.5	47.9	.	.	.

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>												
2019	11,984.3	11,578.2	6,378.5	2,456.8	2,654.2	1,253.6	770.6	623.0	88.7	406.0	5,766.1	5,360.1
2020	11,413.1	10,988.4	5,913.3	2,570.9	2,498.0	1,216.9	682.8	591.3	6.2	424.7	5,170.0	4,745.3
2021	12,269.7	11,779.9	6,268.4	2,714.9	2,692.3	1,360.4	759.7	564.6	104.3	489.8	6,060.9	5,571.2
2021 Q2	3,021.8	2,891.1	1,536.0	675.6	663.6	336.9	189.3	135.5	15.9	130.7	1,476.7	1,346.1
Q3	3,128.0	2,993.1	1,618.4	683.5	671.7	344.4	188.1	137.3	19.5	134.9	1,546.0	1,411.1
Q4	3,162.6	3,074.5	1,636.9	691.8	703.5	351.0	193.7	156.9	42.2	88.1	1,633.0	1,544.8
2022 Q1	3,210.0	3,124.5	1,660.8	696.1	713.6	370.3	197.6	143.7	53.9	85.5	1,693.2	1,607.7
<i>as a percentage of GDP</i>												
2021	100.0	96.0	51.1	22.1	21.9	11.1	6.2	4.6	0.8	4.0	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q2	2.2	2.2	3.8	1.9	1.4	1.8	0.8	1.1	-	-	3.2	3.3
Q3	2.3	2.1	4.5	0.4	-0.9	-0.8	-1.8	0.2	-	-	1.9	1.4
Q4	0.2	1.0	-0.3	0.4	3.1	0.1	1.7	12.5	-	-	2.7	4.7
2022 Q1	0.6	0.2	-0.7	-0.3	0.1	3.4	1.5	-8.9	-	-	0.4	-0.6
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	2.5	1.3	1.9	6.8	3.3	1.8	22.3	-	-	2.7	4.7
2020	-6.3	-6.2	-7.8	0.9	-6.9	-4.5	-11.9	-5.8	-	-	-9.2	-9.1
2021	5.4	4.3	3.7	4.0	4.1	6.2	9.8	-6.5	-	-	10.9	8.8
2021 Q2	14.7	12.4	12.4	8.0	18.2	18.8	30.8	3.2	-	-	26.9	22.2
Q3	4.0	3.8	2.9	2.7	3.0	3.0	2.5	3.7	-	-	10.6	10.7
Q4	4.7	5.3	5.8	2.5	3.7	1.7	2.4	10.0	-	-	8.9	10.8
2022 Q1	5.4	5.6	7.5	2.3	3.7	4.5	2.1	3.9	-	-	8.4	9.1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021 Q2	2.2	2.0	1.9	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	-0.6	0.1	-	-
Q3	2.3	2.0	2.3	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.3	-	-
Q4	0.2	1.0	-0.1	0.1	0.7	0.0	0.1	0.6	0.4	-0.7	-	-
2022 Q1	0.6	0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.4	0.1	-0.4	0.6	0.5	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2019	1.6	2.4	0.7	0.4	1.4	0.3	0.1	1.0	-0.1	-0.8	-	-
2020	-6.3	-6.0	-4.1	0.2	-1.5	-0.5	-0.8	-0.3	-0.5	-0.4	-	-
2021	5.4	4.3	2.0	0.9	1.0	0.7	0.6	-0.3	0.4	1.3	-	-
2021 Q2	14.7	12.0	6.4	1.9	3.8	2.0	1.7	0.2	-0.2	2.7	-	-
Q3	4.0	3.5	1.5	0.6	0.6	0.3	0.2	0.2	0.7	0.5	-	-
Q4	4.7	5.0	3.0	0.6	0.8	0.2	0.2	0.5	0.7	-0.4	-	-
2022 Q1	5.4	5.4	3.8	0.5	0.8	0.5	0.1	0.2	0.3	0.1	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 2 Economic activity

### 2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2019	10,742.5	178.3	2,101.5	560.9	2,041.4	531.7	478.8	1,205.1	1,249.8	2,025.6	369.4	1,241.7
2020	10,283.0	176.5	1,971.8	554.9	1,808.5	541.8	476.5	1,211.7	1,167.1	2,053.4	320.8	1,130.0
2021	10,997.7	188.3	2,156.4	603.9	2,011.1	577.8	483.0	1,243.4	1,252.7	2,150.2	330.8	1,272.0
2021 Q2	2,708.7	46.3	532.6	150.7	484.7	143.1	120.1	308.5	308.3	533.3	81.0	313.0
Q3	2,798.9	47.7	544.1	151.3	527.4	144.9	120.6	311.3	318.8	545.3	87.7	329.1
Q4	2,824.3	49.6	552.2	153.8	538.2	148.6	121.3	312.6	323.3	541.3	83.5	338.3
2022 Q1	2,870.4	50.0	576.5	159.3	544.3	148.2	122.6	314.2	325.3	544.0	86.0	339.5
<i>as a percentage of value added</i>												
2021	100.0	1.7	19.6	5.5	18.3	5.3	4.4	11.3	11.4	19.6	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2021 Q2	1.9	0.9	0.3	1.5	4.6	1.9	0.4	0.7	1.8	1.8	5.6	4.7
Q3	2.5	-0.4	0.6	-0.6	7.4	1.4	-0.1	0.7	2.9	1.6	11.4	0.5
Q4	0.0	0.3	-0.4	0.4	0.3	2.7	0.2	0.2	1.1	-1.2	-2.7	2.7
2022 Q1	0.8	-1.9	0.9	3.0	0.8	0.8	0.2	1.0	0.5	0.1	3.2	-0.9
<i>annual percentage changes</i>												
2019	1.6	1.6	0.2	2.0	2.5	5.7	0.3	1.5	1.8	1.1	1.7	1.6
2020	-6.3	-1.4	-7.0	-4.8	-13.2	0.9	-0.4	-0.8	-7.8	-3.2	-17.7	-6.5
2021	5.2	-1.0	7.4	5.0	7.9	6.6	2.2	1.5	6.2	3.8	2.9	6.4
2021 Q2	14.5	0.1	21.6	18.0	24.1	11.2	4.3	3.4	15.6	10.3	14.7	16.2
Q3	4.1	-1.2	5.3	2.0	7.1	4.1	1.1	0.9	6.7	2.0	4.0	3.3
Q4	4.6	-2.0	1.4	0.5	11.6	8.3	1.8	1.5	6.3	2.4	13.7	5.7
2022 Q1	5.3	-1.1	1.3	4.3	13.6	7.0	0.8	2.6	6.5	2.4	18.1	7.1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021 Q2	1.9	0.0	0.1	0.1	0.8	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.2	-
Q3	2.5	0.0	0.1	0.0	1.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	-
Q4	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-
2022 Q1	0.8	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2019	1.6	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.3	0.0	-1.4	-0.3	-2.5	0.0	0.0	-0.1	-0.9	-0.6	-0.6	-
2021	5.2	0.0	1.5	0.3	1.5	0.4	0.1	0.2	0.7	0.8	0.1	-
2021 Q2	14.5	0.0	4.0	1.0	3.9	0.6	0.2	0.4	1.8	2.1	0.4	-
Q3	4.1	0.0	1.0	0.1	1.3	0.2	0.1	0.1	0.8	0.4	0.1	-
Q4	4.6	0.0	0.3	0.0	2.0	0.4	0.1	0.2	0.7	0.5	0.4	-
2022 Q1	5.3	0.0	0.3	0.2	2.4	0.4	0.0	0.3	0.7	0.5	0.5	-

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									
	1	Employees 2	Self-employed 3	Agriculture, forestry and fishing 4	Manufacturing, energy and utilities 5	Construction 6	Trade, transport, accommodation and food services 7	Information and communication 8	Finance and insurance 9	Real estate 10	Professional, business and support services 11	Public administration, education, health and social work 12	Arts, entertainment and other services 13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
2021	100.0	86.2	13.8	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.1	25.1	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.3	1.5	0.2	-2.4	1.1	2.5	1.5	3.3	0.0	1.7	1.4	1.4	0.4
2020	-1.5	-1.5	-1.7	-2.3	-1.9	0.8	-3.7	1.5	-0.6	-0.3	-2.4	0.8	-3.1
2021	1.2	1.4	-0.3	0.3	-0.4	3.0	0.0	4.7	0.3	0.5	2.5	2.0	-0.1
2021 Q2	2.1	2.5	-0.2	2.5	-0.5	4.8	0.9	4.5	0.5	1.3	4.4	2.8	1.8
Q3	2.1	2.4	0.4	0.1	0.4	2.9	2.0	5.5	0.9	0.0	4.3	2.2	0.8
Q4	2.1	2.5	0.0	-0.9	0.9	3.0	2.8	6.2	0.4	-0.1	3.4	1.7	0.6
2022 Q1	2.9	3.2	1.0	-1.2	1.3	3.4	4.8	5.7	-0.5	1.8	4.1	1.7	2.4
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.9	3.1	2.4	1.0	13.9	21.7	6.1
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.0	6.9	24.2	3.3	2.6	1.1	13.8	23.1	5.7
2021	100.0	81.8	18.2	4.2	14.9	7.1	24.4	3.4	2.5	1.1	14.0	22.8	5.7
<i>annual percentage changes</i>													
2019	1.0	1.3	-0.2	-3.3	0.5	2.3	1.1	3.4	0.4	2.0	1.3	1.3	0.2
2020	-7.9	-7.1	-11.4	-2.6	-7.6	-6.6	-14.0	-1.8	-2.8	-6.9	-8.3	-2.1	-13.1
2021	5.2	5.0	6.4	1.5	4.3	8.8	6.2	6.6	2.1	6.1	6.8	3.7	5.2
2021 Q2	16.6	15.1	24.2	7.0	15.0	26.4	24.9	11.1	5.6	18.7	18.7	8.1	25.7
Q3	3.2	3.6	1.5	-1.0	2.2	2.3	4.6	6.7	1.0	2.8	6.3	2.2	0.7
Q4	4.9	5.0	4.7	-1.2	2.3	4.0	10.6	5.9	0.6	2.4	5.4	1.8	7.4
2022 Q1	6.4	6.5	5.8	-1.5	2.7	4.7	14.8	5.8	-0.6	6.6	6.5	1.8	12.7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2019	-0.3	-0.2	-0.4	-1.0	-0.5	-0.2	-0.4	0.0	0.3	0.3	-0.1	-0.1	-0.2
2020	-6.5	-5.7	-9.8	-0.3	-5.8	-7.3	-10.7	-3.2	-2.2	-6.6	-6.0	-2.9	-10.3
2021	4.0	3.5	6.8	1.2	4.7	5.6	6.2	1.9	1.8	5.6	4.1	1.6	5.3
2021 Q2	14.2	12.3	24.5	4.4	15.6	20.7	23.8	6.2	5.1	17.1	13.7	5.2	23.6
Q3	1.1	1.2	1.1	-1.2	1.8	-0.5	2.5	1.1	0.0	2.8	1.9	0.0	-0.1
Q4	2.8	2.5	4.7	-0.2	1.4	1.0	7.6	-0.3	0.2	2.6	1.9	0.1	6.7
2022 Q1	3.5	3.3	4.8	-0.3	1.4	1.2	9.5	0.1	-0.2	4.7	2.3	0.1	10.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 2 Economic activity

### 2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment <sup>1)</sup>											Job vacancy rate <sup>3)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>2)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7			
2019	163.506	3.5	12.429	7.6	3.3	10.060	6.8	2.369	16.3	6.348	7.3	6.081	8.0	2.2
2020	160.953	3.5	12.833	8.0	3.0	10.280	7.0	2.553	18.1	6.581	7.7	6.252	8.3	1.8
2021	163.300	3.4	12.627	7.7	3.2	10.174	6.8	2.453	16.8	6.426	7.4	6.200	8.1	2.4
2021 Q2	163.097	3.5	13.006	8.0	3.3	10.411	7.0	2.595	17.8	6.587	7.6	6.419	8.4	2.3
Q3	164.012	3.3	12.371	7.5	3.1	9.935	6.7	2.436	16.4	6.295	7.2	6.077	7.9	2.6
Q4	164.446	3.3	11.760	7.2	3.0	9.573	6.4	2.188	14.8	6.038	6.9	5.722	7.4	2.8
2022 Q1	.	.	11.339	6.9	.	9.213	6.1	2.126	14.1	5.736	6.5	5.603	7.3	3.1
2021 Nov.	-	-	11.700	7.1	-	9.496	6.3	2.204	14.9	5.989	6.8	5.710	7.4	-
Dec.	-	-	11.568	7.0	-	9.408	6.3	2.160	14.5	5.938	6.8	5.630	7.3	-
2022 Jan.	-	-	11.429	6.9	-	9.288	6.2	2.141	14.3	5.822	6.6	5.607	7.3	-
Feb.	-	-	11.311	6.8	-	9.198	6.1	2.113	14.0	5.692	6.5	5.619	7.3	-
Mar.	-	-	11.277	6.8	-	9.154	6.1	2.123	14.0	5.695	6.5	5.581	7.2	-
Apr.	-	-	11.181	6.8	-	9.059	6.0	2.122	13.9	5.636	6.4	5.545	7.2	-

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 turnover <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													
2019	-1.0	-1.1	-2.6	-1.1	1.4	-1.8	2.2	2.4	1.0	3.7	0.8	2.9	1.8
2020	-8.0	-8.5	-7.2	-11.9	-4.3	-4.4	-5.7	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-8.8	-25.1
2021	7.8	8.6	9.4	8.8	7.8	1.6	5.2	5.0	0.9	7.8	9.4	13.3	-3.1
2021 Q2	23.2	25.3	25.6	31.7	18.5	5.6	18.0	11.8	1.8	18.7	29.7	26.1	53.4
Q3	6.0	6.8	7.6	5.2	8.8	-0.9	0.7	2.5	0.0	4.1	3.5	12.8	-23.6
Q4	0.2	0.0	2.0	-4.1	3.9	2.1	0.7	4.0	-0.5	6.3	13.9	16.9	-25.0
2022 Q1	-0.3	0.0	1.2	-5.0	6.1	-1.5	5.6	5.0	-2.2	9.7	11.7	.	-13.0
2021 Nov.	-1.3	-1.9	2.0	-9.3	5.6	4.6	0.5	8.5	0.8	12.8	19.7	-	-21.6
Dec.	1.8	1.9	1.7	0.3	4.9	2.6	-1.0	2.3	-1.1	3.8	13.7	-	-24.9
2022 Jan.	-1.5	-1.6	0.6	-8.8	6.7	0.2	4.5	8.5	-1.7	16.1	13.0	-	-10.0
Feb.	1.7	2.1	3.1	-3.4	9.0	-0.7	8.9	5.2	-2.0	9.9	12.1	-	-7.1
Mar.	-0.8	-0.4	-0.1	-2.7	3.0	-4.0	3.3	1.6	-2.7	4.0	10.2	-	-19.9
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	3.9	-4.0	8.9	14.6	-	-18.3
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2021 Nov.	2.5	2.6	1.1	2.3	2.3	1.7	0.1	1.3	0.2	2.1	-1.5	-	0.5
Dec.	1.7	1.2	0.7	4.8	-0.8	-0.2	-0.7	-2.2	0.6	-4.4	0.2	-	2.4
2022 Jan.	-0.8	-0.4	-0.3	-2.7	2.3	-1.4	3.4	0.1	-0.2	1.2	-1.9	-	-5.4
Feb.	0.5	0.7	0.8	-0.4	2.1	-2.1	1.1	0.5	-0.6	1.2	2.5	-	5.2
Mar.	-1.8	-1.6	-2.0	-2.7	-2.3	-1.7	0.0	0.3	0.9	-0.6	-1.4	-	-13.4
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	-1.3	-2.6	-0.7	1.9	-	1.1

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

1) Including wholesale trade.



## 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	98.8	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2019	103.6	-4.8	81.9	-6.8	6.8	-0.2	10.9	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.3	-13.3	74.4	-14.2	-6.8	-12.6	-15.9	86.4	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.8	9.3	81.8	-7.4	4.3	-1.8	8.2	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2021 Q2	111.0	9.4	81.9	-5.6	3.5	-1.3	6.7	87.3	63.1	62.7	54.7	56.8
Q3	117.3	13.6	82.8	-4.3	5.9	4.7	17.0	89.0	60.9	58.6	58.4	58.4
Q4	115.7	13.7	82.5	-7.6	9.9	3.1	16.1	88.8	58.2	53.6	54.5	54.3
2022 Q1	111.2	11.8	82.5	-13.6	9.6	2.0	12.8	88.9	57.8	54.7	54.1	54.2
2021 Dec.	114.1	13.8	-	-9.3	10.6	2.2	12.6	-	58.0	53.8	53.1	53.3
2022 Jan.	113.0	13.1	82.4	-9.7	9.6	3.4	11.1	88.1	58.7	55.4	51.1	52.3
Feb.	114.2	13.4	-	-9.5	10.2	4.5	14.2	-	58.2	55.5	55.5	55.5
Mar.	106.5	9.0	-	-21.5	9.0	-2.0	13.0	-	56.5	53.1	55.6	54.9
Apr.	104.9	7.7	82.6	-22.0	7.0	-3.9	13.6	89.7	55.5	50.7	57.7	55.8
May	105.0	6.3	-	-21.1	7.2	-4.0	14.0	-	54.6	51.3	56.1	54.8

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 ratio (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit share <sup>3)</sup>	Saving ratio (net)	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 net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12.5	93.0	1.9	1.9	6.2	2.5	4.6	35.4	5.6	75.0	2.1	7.7	1.7
2019	13.1	93.3	1.9	2.7	3.8	6.1	4.0	35.1	6.2	74.8	2.0	8.0	1.9
2020	19.4	96.3	-0.5	4.2	-3.5	4.5	3.6	31.1	4.4	81.8	3.1	-14.4	2.0
2021 Q1	20.6	96.6	0.1	4.6	10.8	7.0	3.9	32.0	5.5	82.9	3.8	-10.3	2.0
Q2	19.1	96.6	3.8	4.2	31.3	6.6	5.0	34.2	7.4	80.4	4.4	19.4	2.4
Q3	18.6	96.8	0.8	4.0	17.7	7.4	6.7	34.4	8.0	79.8	4.6	14.2	2.5
Q4	17.3	96.8	-0.2	3.4	18.4	7.0	7.0	34.8	8.0	80.0	5.4	17.1	3.2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

## 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	
2021 Q2	1,092.0	1,004.0	87.9	617.6	533.4	237.4	210.8	204.6	185.1	32.3	74.7	18.7	12.2
Q3	1,115.9	1,042.8	73.2	626.1	553.6	252.9	238.6	193.9	173.4	43.0	77.2	32.2	13.5
Q4	1,174.0	1,151.7	22.3	649.9	621.0	278.9	248.4	205.9	200.6	39.4	81.7	59.6	46.8
2022 Q1	1,217.7	1,181.9	35.8	690.8	677.7	291.3	246.9	200.1	187.3	35.5	70.1	27.7	19.9
2021 Oct.	380.5	375.4	5.1	208.8	197.5	90.4	83.8	67.6	66.8	13.7	27.2	9.0	4.9
Nov.	402.8	395.7	7.2	221.4	208.6	98.7	84.5	70.4	74.9	12.3	27.7	6.1	4.3
Dec.	390.7	380.6	10.0	219.7	214.8	89.8	80.1	67.8	58.9	13.3	26.8	44.5	37.6
2022 Jan.	405.6	384.0	21.6	229.7	217.9	96.4	79.7	67.7	61.9	11.7	24.5	8.3	5.6
Feb.	409.1	393.4	15.7	233.0	227.6	98.0	84.5	66.2	59.7	11.9	21.6	7.5	4.3
Mar.	403.0	404.6	-1.6	228.0	232.2	96.9	82.7	66.2	65.7	11.8	24.0	11.9	10.0
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2022 Mar.	4,599.6	4,380.4	219.2	2,584.4	2,385.6	1,060.5	944.6	804.5	746.4	150.2	303.8	138.2	92.4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2022 Mar.	36.7	35.0	1.8	20.6	19.1	8.5	7.5	6.4	6.0	1.2	2.4	1.1	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>													
2021 Q2	34.4	33.9	596.3	291.8	117.2	177.3	493.8	557.9	323.8	92.5	136.1	405.6	53.2
Q3	13.7	23.0	608.4	306.0	118.6	172.0	502.1	582.5	347.0	94.3	135.5	416.8	58.6
Q4	12.0	32.3	635.6	322.2	115.7	186.1	524.0	652.1	398.7	96.8	148.0	449.0	71.5
2022 Q1	16.6	39.7	670.6	.	.	.	550.1	707.8	.	.	.	472.1	.
2021 Oct.	7.4	25.3	207.7	104.8	37.8	60.9	171.1	208.1	126.6	30.9	47.6	143.6	23.0
Nov.	14.7	33.3	214.6	108.2	39.1	63.1	176.2	218.1	133.9	31.8	50.0	149.8	25.3
Dec.	14.1	38.6	213.4	109.2	38.9	62.1	176.8	225.9	138.3	34.2	50.4	155.6	23.3
2022 Jan.	19.8	45.2	222.0	111.4	42.2	64.7	183.4	230.3	142.6	34.2	49.7	157.6	24.5
Feb.	16.9	39.4	223.4	113.2	40.5	65.1	186.0	234.7	147.0	34.0	49.7	157.6	28.7
Mar.	14.0	35.4	225.3	.	.	.	180.7	242.8	.	.	.	156.8	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2021 Q2	29.1	20.5	104.5	109.5	101.3	101.5	103.3	109.5	110.6	113.7	108.4	111.9	86.1
Q3	4.4	5.5	103.6	110.3	100.6	96.7	102.2	108.2	109.7	112.7	105.3	110.9	85.6
Q4	0.8	9.4	105.3	112.5	96.1	101.9	104.1	115.2	119.6	109.0	110.4	114.6	94.1
2022 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Sep.	0.2	3.0	103.1	110.0	98.3	97.1	101.7	108.7	109.9	112.6	106.0	111.1	84.1
Oct.	-3.0	2.7	104.3	110.7	95.1	101.8	103.1	110.8	113.6	106.3	108.0	111.5	91.3
Nov.	3.1	9.9	106.9	113.8	98.4	103.2	105.4	115.6	120.7	107.8	111.3	114.4	97.2
Dec.	2.4	16.0	104.5	113.0	94.9	100.7	103.8	119.2	124.5	112.9	112.0	117.9	93.9
2022 Jan.	5.9	15.3	106.3	110.5	104.0	103.8	105.6	114.4	117.5	112.3	108.9	116.7	92.4
Feb.	2.7	11.7	106.0	111.8	100.0	102.9	106.9	115.2	118.2	113.5	109.1	117.0	97.0

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 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
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2021 Q2	107.4	1.8	0.9	2.5	0.9	0.5	0.3	0.9	-0.2	3.7	0.2	1.8	2.4
Q3	108.0	2.8	1.4	4.1	1.2	1.2	0.7	1.0	1.4	4.3	0.6	2.7	3.5
Q4	109.9	4.6	2.4	6.2	2.4	1.6	0.9	1.3	0.1	9.1	1.0	4.6	5.1
2022 Q1	112.3	6.1	2.7	8.8	2.5	2.7	1.6	3.1	1.5	14.4	0.7	6.0	6.9
2021 Dec.	110.4	5.0	2.6	6.8	2.4	0.3	0.5	1.0	0.4	0.4	0.1	4.9	5.6
2022 Jan.	110.7	5.1	2.3	7.1	2.3	1.1	0.5	1.0	0.7	6.2	0.2	4.9	6.3
Feb.	111.7	5.9	2.7	8.3	2.5	0.8	0.6	1.0	0.6	3.4	0.2	5.8	6.3
Mar.	114.5	7.4	3.0	10.9	2.7	1.7	0.6	1.5	0.1	12.2	0.3	7.3	8.1
Apr.	115.1	7.4	3.5	10.4	3.3	0.1	1.4	2.2	0.4	-4.0	0.5	7.4	8.0
May <sup>3)</sup>	116.1	8.1	3.8	.	3.5	0.8	1.6	-0.1	0.4	2.0	0.3	.	.

	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	21
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2021 Q2	0.6	0.8	-0.2	3.6	0.8	12.0	1.4	1.3	0.8	-0.1	0.5	1.6	
Q3	1.9	1.7	2.5	5.4	1.8	15.8	1.4	1.1	2.4	0.7	1.1	1.6	
Q4	2.5	2.4	2.7	8.4	2.4	25.7	1.6	1.1	4.0	1.2	3.1	1.7	
2022 Q1	4.2	3.6	6.4	11.5	2.9	35.1	1.8	1.2	3.3	0.1	4.1	1.6	
2021 Dec.	3.2	2.8	4.7	8.9	2.9	25.9	1.6	1.1	4.0	1.0	3.3	1.8	
2022 Jan.	3.5	3.0	5.2	9.3	2.1	28.8	1.7	1.2	3.1	0.0	3.8	1.6	
Feb.	4.2	3.5	6.2	10.9	3.1	32.0	1.8	1.2	3.3	-0.1	4.1	1.6	
Mar.	5.0	4.1	7.8	14.4	3.4	44.3	1.9	1.2	3.5	0.3	4.4	1.7	
Apr.	6.3	5.4	9.2	12.9	3.8	37.5	2.1	1.3	5.4	0.5	5.2	1.7	
May <sup>3)</sup>	7.5	7.0	9.1	.	4.2	39.2	.	.	.	.	.	.	

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	16.5	5.9	27.9			
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	3.1	4.2	4.5
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	2.0	5.3	1.7
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	2.0	1.8	32.3	5.3	8.1	-0.2
2021 Q2	109.4	9.2	6.8	4.7	9.0	1.7	1.8	1.8	1.2	23.7	4.4	7.3	-2.8
Q3	115.6	14.0	9.3	7.5	14.1	3.0	2.8	2.9	2.1	34.3	7.0	9.2	-0.3
Q4	127.3	24.0	12.3	9.7	18.0	4.3	4.0	3.9	3.0	67.5	7.2	9.6	3.7
2022 Q1	140.9	33.1	15.5	12.7	21.4	6.1	7.4	.	5.5	92.6	.	.	.
2021 Nov.	126.7	23.7	12.7	9.8	18.3	4.4	3.9	3.9	3.1	66.1	-	-	-
Dec.	130.6	26.4	12.3	10.2	18.7	4.7	4.6	4.7	3.2	73.8	-	-	-
2022 Jan.	137.5	30.8	14.1	11.9	20.5	5.7	6.4	6.3	5.0	86.0	-	-	-
Feb.	138.9	31.5	14.6	12.3	20.9	6.0	7.0	.	5.5	87.4	-	-	-
Mar.	146.3	36.9	17.7	13.7	22.7	6.5	8.7	.	6.0	104.1	-	-	-
Apr.	148.0	37.2	19.3	15.6	25.1	7.2	10.9	.	6.7	99.2	-	-	-

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	
2019	105.3	1.7	1.5	1.1	1.8	2.3	0.8	0.3	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.2	-2.3
2020	107.1	1.7	1.2	0.6	3.8	1.1	-1.3	-2.7	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8
2021	109.3	2.0	2.8	2.2	1.6	3.5	5.7	7.8	59.8	29.5	21.3	37.2	28.8	21.7	37.1
2021 Q2	108.5	0.6	1.5	1.5	-1.2	2.6	4.6	7.1	57.0	38.3	20.2	56.4	35.7	20.5	54.4
Q3	109.8	2.8	3.7	2.7	2.7	4.6	7.3	9.8	61.9	31.0	26.1	35.4	32.3	28.2	36.7
Q4	110.7	3.1	4.5	3.8	2.2	5.5	9.9	13.8	69.4	30.7	30.0	31.3	33.7	33.4	34.0
2022 Q1	111.7	3.3	5.2	4.7	2.5	6.3	11.5	16.4	88.7	32.6	36.0	29.7	36.1	39.8	32.5
2021 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	65.7	29.1	32.3	26.4	33.7	38.0	29.4
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	75.5	29.1	29.5	28.7	33.3	34.7	31.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	84.4	29.5	31.7	27.7	32.4	34.3	30.4
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	104.6	38.8	46.3	32.6	42.4	49.6	35.0
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98.2	34.8	50.8	22.0	38.1	52.6	23.7
May	-	-	-	-	-	-	-	-	106.2	23.1	47.1	4.9	26.6	47.8	6.6

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
2019	4.4	7.3	9.1	7.7	18.1	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-0.4	2.0	-0.6	-5.0	11.4	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.5	24.0	10.3	20.1	30.3	84.0	61.9	66.8	53.4
2021 Q2	30.2	18.1	7.7	16.8	22.2	85.9	60.1	68.2	53.1
Q3	36.4	28.8	13.2	27.0	37.5	87.7	63.8	70.3	55.1
Q4	46.1	41.7	19.7	36.5	52.4	88.4	69.5	72.1	56.9
2022 Q1	50.7	49.1	23.8	39.3	59.9	84.2	74.2	72.9	59.8
2021 Dec.	47.8	42.1	20.7	36.4	54.6	86.7	69.6	70.2	57.2
2022 Jan.	46.8	43.4	22.3	36.4	55.7	83.5	70.9	72.7	57.9
Feb.	48.8	48.3	23.4	36.9	61.8	82.0	72.2	71.7	58.8
Mar.	56.5	55.6	25.6	44.6	62.1	87.0	79.6	74.2	62.6
Apr.	60.0	56.4	29.5	52.0	68.5	87.7	78.7	77.3	65.2
May	56.1	56.7	28.4	49.3	71.6	84.2	77.4	76.2	64.6

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

### 3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 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	
2019	106.9	2.4	2.5	2.0	2.4	2.4	2.2
2020	110.2	3.1	3.8	1.0	2.8	3.8	1.8
2021	111.7	1.3	1.3	1.4	1.2	1.6	1.5
2021 Q2	115.8	-0.2	-0.6	1.0	-0.9	1.4	1.8
Q3	107.5	2.4	2.3	2.6	2.4	2.2	1.4
Q4	118.7	1.9	1.4	3.3	2.1	1.3	1.6
2022 Q1	.	.	.	.	.	.	2.8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2019	105.3	1.8	-1.5	2.3	1.8	0.7	0.9	1.8	2.5	2.4	2.6	2.0
2020	110.1	4.5	-0.4	3.1	4.0	5.5	1.3	0.4	1.3	5.6	6.8	14.2
2021	110.0	0.0	4.3	-3.2	2.7	-1.5	1.9	1.1	4.7	1.1	0.3	1.6
2021 Q2	109.1	-4.4	5.5	-10.6	-1.3	-7.8	0.4	-1.9	8.0	-1.7	-4.9	-2.0
Q3	110.1	1.5	4.4	-0.9	2.8	0.1	4.6	2.7	3.1	1.1	2.3	0.3
Q4	111.1	1.3	4.5	2.5	4.6	-0.7	1.0	2.7	4.4	1.2	1.0	-6.1
2022 Q1	112.1	1.8	3.1	3.8	2.6	-0.3	1.6	2.1	4.8	2.3	2.0	-5.0
Compensation per employee												
2019	107.4	2.1	2.5	1.4	1.4	1.6	3.2	2.1	2.4	2.8	2.3	3.3
2020	106.8	-0.6	0.5	-2.3	-1.7	-4.9	0.7	0.7	0.8	-0.2	2.5	-3.0
2021	111.2	4.1	2.9	4.4	4.7	6.3	3.8	3.1	5.7	4.6	2.0	4.6
2021 Q2	109.8	7.4	3.0	9.2	11.1	13.5	6.8	1.8	10.3	8.8	2.1	10.4
Q3	112.3	3.4	3.1	3.9	1.9	5.1	3.2	2.8	4.0	3.5	2.1	3.4
Q4	113.1	3.8	3.4	3.0	2.1	7.7	3.0	4.1	6.1	4.1	1.7	6.1
2022 Q1	114.1	4.4	3.2	3.9	3.5	8.1	2.7	3.4	5.6	4.7	2.7	9.6
Labour productivity per person employed												
2019	102.0	0.3	4.1	-0.8	-0.4	0.9	2.3	0.3	-0.1	0.3	-0.3	1.3
2020	97.0	-4.9	0.9	-5.2	-5.6	-9.8	-0.6	0.3	-0.5	-5.5	-4.0	-15.1
2021	101.0	4.2	-1.3	7.8	2.0	7.9	1.8	1.9	1.0	3.5	1.7	3.0
2021 Q2	100.7	12.3	-2.4	22.1	12.6	23.1	6.4	3.8	2.1	10.7	7.3	12.7
Q3	102.0	1.8	-1.3	4.9	-0.9	5.0	-1.3	0.2	0.9	2.3	-0.2	3.2
Q4	101.8	2.5	-1.1	0.5	-2.4	8.5	2.0	1.3	1.7	2.8	0.7	13.0
2022 Q1	101.8	2.5	0.1	0.1	0.9	8.4	1.1	1.2	0.8	2.3	0.6	15.3
Compensation per hour worked												
2019	107.3	2.3	3.1	1.9	1.7	2.0	3.1	1.7	2.1	2.8	2.4	3.7
2020	113.1	5.4	2.7	3.3	4.3	5.9	3.2	2.2	5.6	5.0	5.0	6.3
2021	113.7	0.5	0.5	0.0	-0.4	0.7	2.0	1.6	1.6	1.0	0.7	0.5
2021 Q2	112.6	-4.4	-3.0	-4.5	-6.5	-6.3	1.2	-2.6	-0.7	-2.7	-2.2	-6.1
Q3	114.0	2.2	3.0	2.2	2.0	2.2	1.7	3.0	1.1	1.6	2.4	3.0
Q4	115.2	1.3	1.8	1.8	1.6	0.2	3.4	4.4	3.2	2.4	1.8	0.8
2022 Q1	115.6	1.1	2.4	2.7	2.5	-1.5	2.5	3.4	2.9	2.1	2.7	0.7
Hourly labour productivity												
2019	102.5	0.6	5.1	-0.3	-0.2	1.3	2.3	0.0	-0.5	0.4	-0.2	1.5
2020	104.2	1.7	1.2	0.6	1.9	0.9	2.7	2.5	6.5	0.5	-1.1	-5.3
2021	104.3	0.1	-2.5	2.9	-3.4	1.7	0.0	0.2	-4.4	-0.6	0.1	-2.2
2021 Q2	104.2	-1.7	-6.5	5.7	-6.7	-0.6	0.1	-1.2	-12.9	-2.6	2.0	-8.8
Q3	104.4	0.7	-0.1	3.1	-0.4	2.4	-2.4	0.1	-1.8	0.4	-0.1	3.3
Q4	104.7	-0.3	-0.9	-0.9	-3.3	0.8	2.3	1.2	-0.9	0.9	0.6	5.9
2022 Q1	104.0	-0.9	0.4	-1.3	-0.4	-1.0	1.1	1.4	-3.8	0.0	0.5	4.8

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>	Overnight deposits (EONIA) <sup>3)</sup>	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021	-0.57	-0.48	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.16	-0.08
2021 Nov.	-0.57	-0.49	-0.57	-0.57	-0.53	-0.49	0.16	-0.09
Dec.	-0.58	-0.49	-0.60	-0.58	-0.54	-0.50	0.21	-0.08
2022 Jan.	-0.58	-	-0.56	-0.56	-0.53	-0.48	0.25	-0.03
Feb.	-0.58	-	-0.55	-0.53	-0.48	-0.34	0.43	-0.02
Mar.	-0.58	-	-0.54	-0.50	-0.42	-0.24	0.84	-0.01
Apr.	-0.58	-	-0.54	-0.45	-0.31	0.01	1.10	-0.01
May	-0.58	-	-0.55	-0.39	-0.14	0.29	1.47	-0.02

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

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

### 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	
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2021 Nov.	-0.90	-0.85	-0.82	-0.64	-0.35	0.50	1.23	0.49	-0.81	-0.73	-0.30	0.07
Dec.	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022 Jan.	-0.70	-0.66	-0.57	-0.27	0.03	0.69	1.00	0.37	-0.59	-0.36	0.17	0.40
Feb.	-0.73	-0.68	-0.54	-0.11	0.22	0.90	0.81	0.44	-0.56	-0.21	0.42	0.59
Mar.	-0.70	-0.49	-0.09	0.42	0.62	1.11	0.73	0.35	-0.05	0.58	0.81	0.81
Apr.	-0.59	-0.26	0.21	0.74	0.94	1.20	0.85	0.42	0.30	0.94	1.13	1.14
May	-0.38	-0.08	0.36	0.97	1.22	1.30	0.78	0.58	0.40	1.10	1.47	1.47

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	
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021 Nov.	478.7	4,306.4	1,020.6	311.7	191.9	100.4	176.9	859.8	1,002.3	380.2	286.3	933.0	4,668.9	29,370.6
Dec.	469.1	4,207.9	1,020.3	303.9	189.5	99.9	172.3	846.9	961.1	383.4	283.8	909.0	4,677.0	28,514.2
2022 Jan.	471.0	4,252.3	1,031.4	300.2	190.1	107.0	185.0	846.7	910.8	385.5	281.3	887.8	4,573.8	27,904.0
Feb.	452.7	4,084.1	978.2	285.0	180.8	107.8	185.6	805.7	823.6	374.5	286.1	863.7	4,436.0	27,066.5
Mar.	422.1	3,796.6	942.7	253.7	172.5	103.1	160.8	762.7	791.8	351.9	279.7	858.7	4,391.3	26,584.1
Apr.	428.9	3,837.3	984.0	255.1	179.2	106.2	164.1	751.7	772.3	370.6	298.1	912.6	4,391.3	27,043.3
May	413.5	3,691.8	974.9	238.2	172.6	113.1	158.1	725.8	724.2	369.5	298.3	864.5	4,040.4	26,653.8

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
2021 May	0.01	0.34	0.18	0.57	4.88	16.07	5.21	5.32	5.95	2.04	1.31	1.43	1.26	1.31	1.61	1.32
June	0.01	0.34	0.16	0.59	4.89	16.01	5.21	5.16	5.78	1.94	1.31	1.43	1.26	1.30	1.60	1.32
July	0.01	0.34	0.19	0.58	4.78	15.98	5.37	5.25	5.86	1.97	1.34	1.45	1.27	1.30	1.61	1.32
Aug.	0.01	0.34	0.17	0.59	4.83	16.01	5.75	5.31	5.92	2.04	1.34	1.47	1.24	1.28	1.60	1.32
Sep.	0.01	0.34	0.18	0.57	4.90	15.93	5.50	5.25	5.88	1.93	1.31	1.45	1.25	1.29	1.59	1.30
Oct.	0.01	0.34	0.19	0.58	4.82	15.91	5.62	5.21	5.85	2.00	1.32	1.47	1.26	1.30	1.60	1.31
Nov.	0.01	0.34	0.19	0.57	4.82	15.86	5.11	5.20	5.83	2.06	1.32	1.48	1.30	1.32	1.61	1.32
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.60	4.74	15.89	5.11	5.05	5.66	1.87	1.34	1.46	1.30	1.30	1.60	1.31
2022 Jan.	0.01	0.35	0.20	0.56	4.76	15.82	5.58	5.28	5.87	1.95	1.35	1.46	1.31	1.32	1.61	1.33
Feb.	0.01	0.46	0.19	0.56	4.81	15.78	5.28	5.27	5.87	2.09	1.35	1.49	1.39	1.38	1.66	1.38
Mar.	0.01	0.47	0.19	0.52	4.81	15.76	5.46	5.24	5.81	2.08	1.40	1.53	1.54	1.47	1.75	1.47
Apr. <sup>6)</sup>	0.01	0.47	0.20	0.56	4.74	15.78	5.76	5.38	5.98	2.24	1.43	1.72	1.77	1.58	1.89	1.61

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
2021 May	-0.01	-0.23	0.19	1.78	1.85	1.95	2.04	1.57	1.45	1.42	1.16	1.17	1.27	1.46
June	-0.02	-0.31	0.27	1.83	1.88	1.97	2.02	1.55	1.43	1.54	1.20	1.13	1.24	1.46
July	-0.02	-0.31	0.13	1.71	1.81	2.14	1.99	1.58	1.43	1.37	1.27	1.32	1.16	1.48
Aug.	-0.03	-0.35	0.17	1.75	1.78	1.93	2.02	1.55	1.45	1.36	1.23	1.12	1.14	1.44
Sep.	-0.03	-0.35	0.15	1.77	1.79	1.99	1.99	1.51	1.43	1.34	1.27	1.25	1.28	1.49
Oct.	-0.03	-0.36	0.17	1.71	1.79	2.09	1.99	1.54	1.42	1.32	1.15	1.19	1.24	1.43
Nov.	-0.03	-0.35	0.16	1.68	1.78	2.01	2.03	1.49	1.43	1.36	1.07	1.11	1.23	1.38
Dec.	-0.03	-0.33	0.17	1.67	1.84	1.96	1.95	1.51	1.43	1.32	1.14	0.97	1.19	1.36
2022 Jan.	-0.04	-0.32	0.20	1.67	1.91	1.94	2.00	1.52	1.41	1.37	1.13	1.24	1.29	1.43
Feb.	-0.04	-0.32	0.41	1.67	1.77	1.93	2.08	1.50	1.43	1.42	1.07	1.08	1.46	1.42
Mar.	-0.04	-0.30	0.64	1.69	1.77	1.96	2.11	1.50	1.45	1.52	1.25	1.17	1.54	1.49
Apr. <sup>6)</sup>	-0.04	-0.30	0.44	1.67	1.89	1.97	2.17	1.52	1.46	1.67	1.19	1.12	1.57	1.51

Source: ECB.

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

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



## 4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Short-term</b>														
2019	1,283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1,530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021	1,463	460	145	.	93	669	95	428	204	46	.	35	107	36
2021 Oct.	1,534	486	141	.	104	686	117	421	203	41	.	41	105	32
Nov.	1,533	499	143	.	98	680	113	428	223	45	.	31	102	27
Dec.	1,463	460	145	.	93	669	95	312	138	46	.	37	76	15
2022 Jan.	1,491	482	152	.	101	650	106	449	199	56	.	43	106	44
Feb.	1,461	465	150	.	102	642	103	407	192	47	.	33	98	39
Mar.	1,494	463	160	.	111	646	113	536	241	77	.	52	111	56
<b>Long-term</b>														
2019	16,314	3,817	3,401	.	1,319	7,152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17,288	3,891	3,206	.	1,459	8,006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021	18,500	4,053	3,514	.	1,548	8,590	795	284	63	77	.	20	111	13
2021 Oct.	18,375	4,038	3,469	.	1,528	8,553	787	298	64	106	.	22	92	13
Nov.	18,524	4,062	3,516	.	1,556	8,598	792	268	50	82	.	36	90	9
Dec.	18,500	4,053	3,514	.	1,548	8,590	795	191	45	91	.	7	42	6
2022 Jan.	18,633	4,083	3,536	.	1,550	8,659	805	350	111	75	.	14	135	15
Feb.	18,772	4,108	3,560	.	1,548	8,748	808	283	78	69	.	8	118	10
Mar.	18,922	4,150	3,584	.	1,560	8,816	812	326	94	84	.	23	117	8

Source: ECB.

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

### 4.7 Growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares				
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Outstanding amount</b>												
2019	17,597.2	4,367.2	3,581.8	.	1,403.5	7,558.3	686.5	8,560.4	537.8	1,410.5	6,612.1	
2020	18,817.6	4,346.0	3,351.4	.	1,556.4	8,720.5	843.2	8,442.0	468.4	1,312.2	6,661.4	
2021	19,962.9	4,513.7	3,658.7	.	1,640.9	9,259.3	890.2	10,325.5	597.3	1,544.1	8,184.1	
2021 Oct.	19,909.1	4,524.1	3,609.9	.	1,631.6	9,239.4	904.0	10,305.7	613.8	1,701.7	7,990.2	
Nov.	20,057.2	4,560.8	3,658.7	.	1,654.2	9,277.7	905.7	10,021.7	566.5	1,619.3	7,835.9	
Dec.	19,962.9	4,513.7	3,658.7	.	1,640.9	9,259.3	890.2	10,325.5	597.3	1,544.1	8,184.1	
2022 Jan.	20,124.1	4,564.7	3,688.4	.	1,651.0	9,309.5	910.6	9,876.4	606.9	1,537.9	7,731.6	
Feb.	20,232.7	4,573.0	3,709.6	.	1,650.2	9,389.4	910.5	9,319.5	552.5	1,416.4	7,350.5	
Mar.	20,415.4	4,613.1	3,744.1	.	1,670.7	9,462.6	925.0	9,370.4	539.5	1,425.2	7,405.7	
<b>Growth rate</b>												
2019	3.1	3.8	4.9	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0	
2020	7.4	1.2	2.7	.	12.3	10.9	24.3	1.0	0.6	2.3	0.8	
2021	5.1	2.2	7.0	.	5.0	5.9	4.5	1.9	1.7	5.9	1.1	
2021 Oct.	4.3	1.4	5.6	.	4.1	5.3	5.6	2.0	1.9	5.1	1.3	
Nov.	5.1	2.2	7.1	.	5.0	5.7	5.3	1.9	2.0	5.6	1.1	
Dec.	5.1	2.2	7.0	.	5.0	5.9	4.5	1.9	1.7	5.9	1.1	
2022 Jan.	5.0	2.2	7.8	.	5.1	5.4	3.7	1.7	1.6	4.5	1.2	
Feb.	4.7	2.6	7.2	.	4.1	5.1	3.2	1.4	1.5	4.2	0.9	
Mar.	4.5	2.0	7.5	.	4.8	4.7	2.7	1.2	0.2	3.9	0.7	

Source: ECB.

## 4 Financial market developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98.1	93.1	92.9	88.7	77.5	87.0	115.4	92.4
2020	99.6	93.5	94.1	89.3	76.9	87.6	119.4	93.9
2021	99.6	93.4	94.5	88.5	72.6	85.7	120.8	94.2
2021 Q2	100.5	94.0	94.9	89.1	72.5	86.0	121.9	94.9
Q3	99.5	93.4	94.4	88.6	72.6	85.2	120.5	94.0
Q4	97.7	91.8	93.3	86.4	71.3	83.8	119.1	92.7
2022 Q1	96.4	91.4	94.6	.	.	.	118.6	92.6
2021 Dec.	97.1	91.2	93.1	-	-	-	119.0	92.5
2022 Jan.	96.6	91.2	94.1	-	-	-	118.6	92.3
Feb.	96.9	91.6	94.6	-	-	-	118.9	92.7
Mar.	95.9	91.3	95.1	-	-	-	118.4	92.8
Apr.	95.2	89.9	95.6	-	-	-	116.4	90.4
May	95.6	90.0	97.1	-	-	-	116.2	89.9
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2022 May	0.4	0.0	1.5	-	-	-	-0.2	-0.6
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2022 May	-5.2	-4.5	2.0	-	-	-	-4.9	-5.6

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	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2021 Q2	7.784	7.528	25.638	7.436	354.553	131.930	4.529	0.862	4.9240	10.141	1.098	1.206
Q3	7.626	7.497	25.500	7.437	353.871	129.763	4.566	0.855	4.9319	10.195	1.083	1.179
Q4	7.310	7.518	25.374	7.438	364.376	130.007	4.617	0.848	4.9489	10.128	1.054	1.144
2022 Q1	7.121	7.544	24.653	7.441	364.600	130.464	4.623	0.836	4.9465	10.481	1.036	1.122
2021 Dec.	7.199	7.520	25.246	7.436	367.499	128.800	4.614	0.849	4.9492	10.273	1.041	1.130
2022 Jan.	7.192	7.525	24.470	7.441	358.680	130.009	4.552	0.835	4.9454	10.358	1.040	1.131
Feb.	7.196	7.534	24.437	7.441	356.970	130.657	4.549	0.838	4.9458	10.534	1.046	1.134
Mar.	6.992	7.571	25.007	7.440	376.640	130.711	4.752	0.836	4.9482	10.546	1.025	1.102
Apr.	6.960	7.558	24.435	7.439	374.865	136.606	4.649	0.837	4.9442	10.318	1.021	1.082
May	7.083	7.536	24.750	7.441	384.454	136.241	4.648	0.850	4.9460	10.496	1.035	1.058
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2022 May	1.8	-0.3	1.3	0.0	2.6	-0.3	0.0	1.6	0.0	1.7	1.4	-2.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2022 May	-9.3	0.2	-3.2	0.1	8.7	2.8	2.7	-1.5	0.4	3.4	-5.6	-12.9

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>												
2021 Q1	29,821.1	30,376.6	-555.5	11,449.4	9,502.1	11,520.0	13,674.5	-128.2	6,130.5	7,200.0	849.4	15,505.2
Q2	30,326.6	30,718.8	-392.2	11,492.5	9,503.9	12,026.4	14,021.1	-134.1	6,072.8	7,193.8	869.0	15,393.1
Q3	31,085.0	31,357.5	-272.5	11,728.7	9,470.0	12,229.3	14,334.7	-102.8	6,227.5	7,552.8	1,002.4	15,787.6
Q4	32,029.1	32,209.3	-180.2	11,881.1	9,729.9	12,851.5	14,659.5	-96.9	6,336.4	7,820.0	1,057.0	16,025.3
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2021 Q4	261.0	262.5	-1.5	96.8	79.3	104.7	119.5	-0.8	51.6	63.7	8.6	130.6
<i>Transactions</i>												
2021 Q2	207.4	104.4	103.0	-0.5	-5.7	230.4	70.3	-2.5	-27.1	39.8	7.1	-
Q3	387.3	302.5	84.8	45.8	-61.2	121.3	67.2	24.2	72.9	296.6	123.2	-
Q4	163.7	141.5	22.2	-24.1	-71.4	143.9	24.1	44.5	-3.5	188.8	2.9	-
2022 Q1	311.6	316.7	-5.1	66.7	17.7	-37.9	8.5	0.9	282.4	290.4	-0.4	-
2021 Oct.	297.6	274.3	23.3	16.3	0.8	50.7	17.4	13.9	213.5	256.1	3.2	-
Nov.	143.6	146.1	-2.5	52.1	52.8	60.1	-4.7	26.3	4.6	98.0	0.6	-
Dec.	-277.4	-278.9	1.4	-92.4	-125.1	33.1	11.5	4.3	-221.5	-165.3	-0.8	-
2022 Jan.	229.5	221.4	8.1	54.5	50.1	18.6	-7.5	3.8	154.8	178.9	-2.2	-
Feb.	126.8	120.7	6.1	25.3	-22.1	-4.8	16.8	-1.0	105.7	126.0	1.7	-
Mar.	-44.7	-25.4	-19.3	-13.2	-10.3	-51.7	-0.7	-1.9	22.0	-14.5	0.1	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2022 Mar.	1,070.0	865.2	204.9	87.8	-120.7	457.6	170.2	67.1	324.7	815.7	132.8	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2022 Mar.	8.5	6.9	1.6	0.7	-1.0	3.7	1.4	0.5	2.6	6.5	1.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	Repos		9	Debt securities with a maturity of up to 2 years	11	12
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Money market fund shares							
1	2	3	4	5	6	8	10					
Outstanding amounts												
2019	1,222.4	7,721.9	8,944.3	1,069.7	2,364.2	3,433.9	12,378.2	79.3	528.8	-1.4	606.6	12,984.8
2020	1,360.8	8,886.2	10,247.0	1,034.9	2,450.1	3,485.0	13,731.9	101.5	636.5	-0.7	737.2	14,469.2
2021	1,464.7	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.5	12.2	788.3	15,484.8
2021 Q2	1,419.7	9,350.5	10,770.2	936.3	2,489.6	3,425.9	14,196.1	111.9	613.7	27.5	753.1	14,949.1
Q3	1,444.6	9,617.8	11,062.4	903.2	2,493.4	3,396.6	14,458.9	120.6	600.9	38.7	760.2	15,219.1
Q4	1,464.7	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.5	12.2	788.3	15,484.8
2022 Q1	1,525.0	9,938.1	11,463.1	936.0	2,519.6	3,455.6	14,918.7	123.0	596.4	33.0	752.3	15,671.0
2021 Nov.	1,459.9	9,698.3	11,158.1	928.9	2,499.4	3,428.3	14,586.5	126.1	644.5	33.7	804.3	15,390.8
Dec.	1,464.7	9,796.8	11,261.5	927.4	2,507.6	3,435.0	14,696.5	117.6	658.5	12.2	788.3	15,484.8
2022 Jan.	1,482.0	9,827.9	11,309.9	945.9	2,512.8	3,458.7	14,768.5	129.8	615.2	29.9	774.9	15,543.5
Feb.	1,494.0	9,914.0	11,408.0	931.8	2,520.3	3,452.1	14,860.1	131.1	590.6	24.6	746.3	15,606.5
Mar.	1,525.0	9,938.1	11,463.1	936.0	2,519.6	3,455.6	14,918.7	123.0	596.4	33.0	752.3	15,671.0
Apr. <sup>(p)</sup>	1,524.4	9,964.9	11,489.4	954.1	2,518.8	3,472.9	14,962.3	115.3	603.2	35.8	754.3	15,716.5
Transactions												
2019	57.7	604.8	662.5	-61.6	62.4	0.8	663.3	4.2	-4.1	-58.5	-58.3	605.0
2020	138.4	1,250.1	1,388.5	-28.9	86.7	57.8	1,446.3	19.5	113.7	0.1	133.4	1,579.7
2021	105.2	903.2	1,008.5	-118.5	67.2	-51.3	957.1	12.0	22.7	10.1	44.8	1,001.9
2021 Q2	26.9	217.3	244.2	-54.0	12.6	-41.4	202.8	2.9	-3.6	11.7	11.0	213.8
Q3	25.1	256.1	281.3	-34.4	11.7	-22.6	258.6	5.7	-12.8	10.0	2.9	261.5
Q4	21.1	190.9	212.0	16.9	14.4	31.3	243.4	-3.5	57.7	-29.7	24.5	267.9
2022 Q1	60.3	133.6	193.9	11.8	9.6	21.4	215.3	5.1	-62.0	20.7	-36.2	179.0
2021 Nov.	8.1	44.4	52.5	-5.0	3.6	-1.4	51.1	-8.1	25.6	-2.1	15.4	66.5
Dec.	4.8	98.9	103.7	-2.0	8.5	6.5	110.2	-8.6	14.0	-21.8	-16.4	93.8
2022 Jan.	17.2	27.1	44.4	20.7	3.2	23.8	68.2	11.8	-43.2	16.7	-14.7	53.5
Feb.	12.0	83.8	95.8	-13.1	7.6	-5.5	90.3	1.5	-24.5	-4.4	-27.5	62.8
Mar.	31.0	22.7	53.7	4.3	-1.2	3.1	56.8	-8.2	5.8	8.3	6.0	62.7
Apr. <sup>(p)</sup>	-0.5	10.8	10.3	13.4	-0.6	12.8	23.1	-8.8	6.8	1.4	-0.6	22.6
Growth rates												
2019	5.0	8.5	8.0	-5.4	2.7	0.0	5.7	5.5	-0.8	-	-8.8	4.9
2020	11.3	16.2	15.6	-2.7	3.7	1.7	11.7	24.4	21.6	-	22.0	12.2
2021	7.7	10.2	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9
2021 Q2	9.0	12.2	11.8	-12.9	3.8	-1.4	8.3	13.5	8.5	-	10.6	8.4
Q3	8.5	11.5	11.1	-15.5	3.2	-2.5	7.6	12.7	1.0	-	7.5	7.6
Q4	7.7	10.2	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9
2022 Q1	9.6	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.4	77.8	0.3	6.3
2021 Nov.	8.1	10.3	10.0	-11.0	2.6	-1.4	7.1	20.6	8.1	66.1	11.4	7.3
Dec.	7.7	10.2	9.8	-11.4	2.7	-1.5	7.0	11.9	3.6	-	6.1	6.9
2022 Jan.	7.7	9.4	9.2	-7.0	2.5	-0.3	6.8	14.0	-3.0	73.6	0.9	6.5
Feb.	7.8	9.3	9.1	-6.8	2.3	-0.3	6.8	17.0	-4.2	-9.8	-1.3	6.4
Mar.	9.6	8.7	8.8	-6.0	2.0	-0.3	6.6	9.4	-3.4	77.8	0.3	6.3
Apr. <sup>(p)</sup>	8.8	8.2	8.2	-2.8	1.7	0.4	6.3	1.3	-1.7	23.1	-0.4	6.0

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>													
2019	2,483.9	2,070.3	256.7	150.5	6.4	7,044.4	4,399.1	492.0	2,152.4	1.0	1,026.5	215.7	464.7
2020	2,976.1	2,522.8	309.9	140.1	3.2	7,663.7	4,965.2	437.3	2,260.4	0.9	1,097.0	234.6	501.2
2021	3,244.5	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.8	228.4	551.6
2021 Q2	3,087.3	2,651.4	290.7	136.7	8.5	7,918.9	5,207.3	407.1	2,303.8	0.7	1,164.8	222.5	494.6
Q3	3,155.5	2,731.4	283.8	130.8	9.6	8,025.8	5,319.1	388.9	2,317.2	0.7	1,210.6	227.4	515.6
Q4	3,244.5	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.8	228.4	551.6
2022 Q1	3,269.7	2,841.8	287.3	129.8	10.8	8,189.2	5,480.1	357.7	2,350.3	1.1	1,272.4	229.7	555.7
2021 Nov.	3,207.3	2,778.9	291.5	129.4	7.5	8,063.4	5,359.0	377.8	2,325.6	1.0	1,233.1	231.9	517.0
Dec.	3,244.5	2,818.6	290.7	128.6	6.5	8,088.1	5,380.3	372.8	2,334.2	0.7	1,236.8	228.4	551.6
2022 Jan.	3,242.1	2,810.2	294.5	127.1	10.3	8,133.6	5,424.9	364.7	2,343.3	0.8	1,264.7	238.7	537.2
Feb.	3,266.0	2,843.1	284.7	126.6	11.6	8,170.2	5,457.7	360.8	2,350.8	1.0	1,280.5	234.8	545.7
Mar.	3,269.7	2,841.8	287.3	129.8	10.8	8,189.2	5,480.1	357.7	2,350.3	1.1	1,272.4	229.7	555.7
Apr. (p)	3,278.6	2,841.7	297.9	129.5	9.6	8,201.6	5,495.1	356.5	2,349.0	1.0	1,282.6	224.3	566.0
<b>Transactions</b>													
2019	149.5	167.0	-18.9	1.8	-0.4	396.1	361.2	-26.3	61.7	-0.5	25.1	9.8	29.3
2020	515.9	469.8	55.8	-6.8	-2.9	611.8	560.4	-53.8	105.3	0.0	142.6	20.4	36.7
2021	254.5	279.6	-21.3	-6.9	3.0	423.5	411.3	-65.1	77.5	-0.2	145.9	-8.2	48.2
2021 Q2	41.4	53.0	-9.2	-3.5	1.1	93.9	94.4	-14.9	14.5	-0.1	34.3	5.6	3.6
Q3	60.8	69.0	-8.0	-1.2	0.9	108.6	111.6	-18.3	15.4	-0.1	46.0	1.9	21.9
Q4	85.1	84.8	5.7	-2.3	-3.1	60.4	59.3	-16.1	17.2	0.1	38.1	2.4	32.7
2022 Q1	19.6	18.2	-3.9	1.1	4.2	99.7	98.6	-11.3	12.0	0.4	35.0	1.5	4.3
2021 Nov.	20.0	23.2	-2.8	0.5	-0.8	17.1	20.8	-5.8	2.2	-0.1	-1.6	-5.9	5.2
Dec.	36.9	38.9	-0.3	-0.7	-1.0	23.7	20.2	-5.0	8.8	-0.2	5.1	-3.6	34.5
2022 Jan.	-1.6	-9.0	3.3	0.5	3.7	44.1	43.9	-4.8	5.0	0.0	25.8	8.9	-14.4
Feb.	25.6	34.3	-9.5	-0.5	1.4	37.0	32.6	-3.4	7.6	0.2	12.5	-3.8	8.5
Mar.	-4.4	-7.1	2.4	1.2	-0.9	18.7	22.1	-3.1	-0.5	0.2	-3.3	-3.6	10.2
Apr. (p)	0.0	-6.3	8.3	-0.5	-1.5	9.8	12.5	-1.6	-0.9	-0.2	0.9	-6.1	10.3
<b>Growth rates</b>													
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.5	6.0	8.9	-5.1	3.0	-35.6	2.5	4.8	6.7
2020	20.8	22.7	21.6	-4.5	-47.0	8.7	12.7	-10.9	4.9	-5.2	14.3	9.4	7.9
2021	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.2	-3.5	9.6
2021 Q2	8.4	11.4	-8.3	-5.7	47.4	7.6	11.0	-11.8	4.5	-20.2	15.9	-2.7	5.6
Q3	7.1	10.3	-12.1	-5.4	38.0	7.0	10.2	-13.1	4.0	-31.8	15.1	-6.8	9.1
Q4	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.2	-3.5	9.6
2022 Q1	6.8	8.6	-5.1	-4.2	40.4	4.6	7.1	-14.4	2.6	27.6	13.6	5.4	12.7
2021 Nov.	7.9	10.6	-7.6	-6.1	35.6	6.0	9.0	-14.4	3.4	0.0	15.7	-3.9	6.9
Dec.	8.5	11.1	-6.9	-5.0	98.2	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.6	13.2	-3.5	9.6
2022 Jan.	7.8	9.7	-3.6	-4.1	55.9	5.3	8.0	-14.7	3.1	-13.8	14.8	2.7	6.9
Feb.	8.0	9.9	-4.1	-4.9	96.0	5.1	7.7	-14.6	2.9	1.6	14.6	2.0	10.0
Mar.	6.8	8.6	-5.1	-4.2	40.4	4.6	7.1	-14.4	2.6	27.6	13.6	5.4	12.7
Apr. (p)	6.9	8.3	-0.8	-4.1	22.0	4.4	6.9	-13.9	2.2	8.1	12.5	-1.1	14.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 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			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans <sup>2)</sup>	6	7	8	9	10	11
Outstanding amounts												
2019	4,654.5	989.2	3,653.5	13,856.8	11,446.4	11,835.1	4,474.3	5,930.1	891.0	151.0	1,560.5	849.9
2020	5,914.6	998.8	4,903.9	14,333.2	11,919.8	12,299.4	4,708.3	6,132.0	911.7	167.8	1,548.2	865.3
2021	6,552.1	997.2	5,553.1	14,814.1	12,341.7	12,726.6	4,864.0	6,372.4	944.1	161.2	1,583.3	889.0
2021 Q2	6,217.0	1,003.7	5,211.6	14,488.0	12,077.6	12,441.9	4,730.9	6,255.4	942.1	149.1	1,523.2	887.2
Q3	6,364.7	999.2	5,363.9	14,611.0	12,182.5	12,536.2	4,769.9	6,316.1	951.8	144.7	1,531.9	896.6
Q4	6,552.1	997.2	5,553.1	14,814.1	12,341.7	12,726.6	4,864.0	6,372.4	944.1	161.2	1,583.3	889.0
2022 Q1	6,551.8	1,002.7	5,546.4	15,022.7	12,561.0	12,690.7	4,917.7	6,471.5	1,018.7	153.0	1,595.0	866.8
2021 Nov.	6,476.2	987.3	5,487.3	14,738.5	12,310.2	12,659.5	4,815.9	6,365.0	968.8	160.6	1,540.8	887.4
Dec.	6,552.1	997.2	5,553.1	14,814.1	12,341.7	12,726.6	4,864.0	6,372.4	944.1	161.2	1,583.3	889.0
2022 Jan.	6,545.9	992.4	5,551.7	14,903.9	12,453.4	12,607.6	4,874.9	6,415.2	990.6	172.8	1,564.5	886.0
Feb.	6,560.7	996.5	5,561.5	14,939.7	12,499.5	12,656.6	4,885.9	6,436.0	1,007.5	170.2	1,561.6	878.5
Mar.	6,551.8	1,002.7	5,546.4	15,022.7	12,561.0	12,690.7	4,917.7	6,471.5	1,018.7	153.0	1,595.0	866.8
Apr. <sup>(p)</sup>	6,508.3	1,003.0	5,480.4	15,077.7	12,631.7	12,778.2	4,944.2	6,490.8	1,035.8	161.0	1,606.2	839.8
Transactions												
2019	-88.4	-23.2	-65.6	449.6	376.1	422.9	115.0	200.3	40.6	20.2	30.2	43.4
2020	1,042.0	13.5	1,028.3	737.1	538.1	559.0	288.2	209.1	23.9	16.9	170.8	28.2
2021	667.2	-0.5	677.3	569.4	480.6	513.8	176.7	261.6	51.9	-9.7	79.4	9.4
2021 Q2	163.8	9.1	154.1	53.3	43.5	51.7	-18.0	74.8	-10.9	-2.4	4.8	5.0
Q3	152.2	-4.7	156.9	136.4	122.5	125.5	40.2	65.8	23.5	-7.0	9.2	4.8
Q4	201.1	-1.1	202.0	229.1	175.1	225.5	98.5	60.4	0.0	16.1	62.7	-8.7
2022 Q1	91.9	4.8	87.1	194.2	186.0	168.2	45.6	76.3	72.4	-8.3	24.7	-16.6
2021 Nov.	65.0	1.0	64.0	52.1	72.9	65.7	25.6	23.1	18.6	5.6	-14.2	-6.7
Dec.	104.1	9.9	94.1	97.5	54.1	99.3	53.5	14.2	-14.2	0.6	41.8	1.6
2022 Jan.	11.3	-5.2	16.5	63.8	78.9	65.5	6.5	25.8	35.7	10.9	-13.8	-1.3
Feb.	52.1	4.1	47.9	51.4	52.3	61.6	13.5	22.1	19.3	-2.6	2.6	-3.5
Mar.	28.6	5.9	22.7	79.0	54.8	41.1	25.6	28.4	17.4	-16.6	35.9	-11.8
Apr. <sup>(p)</sup>	0.9	0.4	-0.2	73.9	64.5	82.0	23.4	20.2	13.1	7.7	14.3	-4.9
Growth rates												
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.0	2.0	5.5
2020	22.2	1.4	27.8	5.4	4.7	4.7	6.4	3.5	2.7	10.3	11.4	3.4
2021	11.3	0.0	13.8	4.0	4.0	4.2	3.8	4.3	5.7	-4.7	5.3	1.1
2021 Q2	13.1	0.5	16.2	3.6	3.1	3.0	1.4	4.5	3.4	-3.5	5.3	7.5
Q3	11.0	0.0	13.5	3.4	3.2	3.3	1.6	4.3	6.4	-10.1	3.0	7.3
Q4	11.3	0.0	13.8	4.0	4.0	4.2	3.8	4.3	5.7	-4.7	5.3	1.1
2022 Q1	10.1	0.8	11.9	4.3	4.4	4.6	3.5	4.5	9.1	-1.1	6.7	-1.7
2021 Nov.	10.8	-1.2	13.5	3.8	3.7	3.7	2.4	4.4	6.2	0.5	3.1	6.2
Dec.	11.3	0.0	13.8	4.0	4.0	4.2	3.8	4.3	5.7	-4.7	5.3	1.1
2022 Jan.	10.8	0.1	13.0	4.3	4.5	4.6	3.8	4.4	7.4	11.5	4.5	0.9
Feb.	10.7	0.0	12.8	4.3	4.7	4.8	3.9	4.4	8.9	11.1	4.5	-0.1
Mar.	10.1	0.8	11.9	4.3	4.4	4.6	3.5	4.5	9.1	-1.1	6.7	-1.7
Apr. <sup>(p)</sup>	9.3	0.3	11.1	4.8	4.9	5.3	4.5	4.4	10.8	3.8	7.9	-1.7

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 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		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
		Adjusted loans <sup>4)</sup>					Adjusted loans <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	4,474.3	4,576.5	966.7	877.5	2,630.1	5,930.1	6,221.7	720.1	4,523.5	686.5
2020	4,708.3	4,829.7	897.2	1,009.7	2,801.4	6,132.0	6,400.5	700.6	4,724.7	706.7
2021	4,864.0	4,995.0	888.8	1,006.6	2,968.7	6,372.4	6,635.7	698.2	4,970.9	703.4
2021 Q2	4,730.9	4,852.0	831.7	969.3	2,929.9	6,255.4	6,514.4	694.1	4,852.6	708.7
Q3	4,769.9	4,884.9	834.3	971.1	2,964.4	6,316.1	6,574.4	696.6	4,914.4	705.0
Q4	4,864.0	4,995.0	888.8	1,006.6	2,968.7	6,372.4	6,635.7	698.2	4,970.9	703.4
2022 Q1	4,917.7	4,892.1	911.5	1,002.4	3,003.8	6,471.5	6,671.4	700.7	5,063.2	707.6
2021 Nov.	4,815.9	4,928.1	869.1	979.3	2,967.5	6,365.0	6,620.5	702.5	4,956.9	705.6
Dec.	4,864.0	4,995.0	888.8	1,006.6	2,968.7	6,372.4	6,635.7	698.2	4,970.9	703.4
2022 Jan.	4,874.9	4,851.1	891.3	1,000.9	2,982.7	6,415.2	6,616.4	697.5	5,011.3	706.4
Feb.	4,885.9	4,858.5	899.4	998.8	2,987.7	6,436.0	6,643.9	701.0	5,028.2	706.9
Mar.	4,917.7	4,892.1	911.5	1,002.4	3,003.8	6,471.5	6,671.4	700.7	5,063.2	707.6
Apr. <sup>(p)</sup>	4,944.2	4,919.0	924.5	1,012.0	3,007.6	6,490.8	6,696.6	702.2	5,082.1	706.6
<b>Transactions</b>										
2019	115.0	142.5	-13.0	44.8	83.2	200.3	216.2	41.0	168.5	-9.2
2020	288.2	325.3	-54.1	138.7	203.6	209.1	193.0	-11.8	210.7	10.2
2021	176.7	208.7	-1.3	2.9	175.1	261.6	266.6	10.7	255.0	-4.1
2021 Q2	-18.0	-21.8	-57.5	-42.9	82.4	74.8	70.2	2.3	72.1	0.4
Q3	40.2	44.6	4.1	2.0	34.2	65.8	67.4	4.1	64.0	-2.3
Q4	98.5	127.6	55.9	37.2	5.5	60.4	70.9	6.5	55.7	-1.8
2022 Q1	45.6	48.3	18.9	-4.6	31.3	76.3	82.6	4.8	68.9	2.6
2021 Nov.	25.6	22.8	10.6	9.6	5.4	23.1	24.2	4.7	18.8	-0.3
Dec.	53.5	78.9	21.5	28.5	3.6	14.2	23.9	-1.0	16.6	-1.4
2022 Jan.	6.5	5.3	0.2	-6.8	13.1	25.8	23.9	1.0	24.4	0.3
Feb.	13.5	15.3	8.7	-1.4	6.2	22.1	29.6	3.8	17.4	0.8
Mar.	25.6	27.7	10.0	3.5	12.0	28.4	29.1	0.0	27.0	1.4
Apr. <sup>(p)</sup>	23.4	25.1	11.8	7.6	4.1	20.2	24.8	1.8	18.5	-0.1
<b>Growth rates</b>										
2019	2.6	3.2	-1.3	5.3	3.2	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.4	7.1	-5.7	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2021 Q2	1.4	1.9	-11.8	-2.2	7.3	4.5	4.0	0.6	5.7	0.5
Q3	1.6	2.1	-8.6	-3.6	6.9	4.3	4.1	0.5	5.6	-0.2
Q4	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022 Q1	3.5	4.1	2.4	-0.8	5.4	4.5	4.5	2.6	5.4	-0.2
2021 Nov.	2.4	2.9	-3.6	-2.2	6.0	4.4	4.1	1.6	5.5	-0.4
Dec.	3.8	4.3	-0.1	0.3	6.3	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022 Jan.	3.8	4.5	0.6	0.1	6.2	4.4	4.3	2.0	5.5	-0.4
Feb.	3.9	4.6	1.5	0.1	6.0	4.4	4.4	2.3	5.4	-0.3
Mar.	3.5	4.1	2.4	-0.8	5.4	4.5	4.5	2.6	5.4	-0.2
Apr. <sup>(p)</sup>	4.5	5.2	5.8	1.9	5.1	4.4	4.5	3.0	5.3	-0.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2019	363.4	7,055.1	1,944.5	50.2	2,155.2	2,905.3	1,474.7	417.4	178.9	187.2
2020	744.6	6,961.4	1,914.8	42.1	1,991.8	3,012.7	1,437.6	489.8	130.1	139.2
2021	797.1	6,891.6	1,839.0	37.1	1,998.1	3,017.4	1,364.0	443.2	118.8	136.8
2021 Q2	680.1	6,847.3	1,868.8	40.2	1,956.0	2,982.3	1,411.7	359.9	123.7	134.5
Q3	690.9	6,856.6	1,850.7	38.6	1,975.9	2,991.4	1,375.7	415.2	139.0	146.0
Q4	797.1	6,891.6	1,839.0	37.1	1,998.1	3,017.4	1,364.0	443.2	118.8	136.8
2022 Q1	740.4	6,873.8	1,847.3	35.8	1,983.6	3,007.1	1,362.0	348.6	153.0	164.4
2021 Nov.	706.9	6,905.3	1,830.9	37.7	2,011.7	3,025.1	1,388.8	399.5	144.5	149.9
Dec.	797.1	6,891.6	1,839.0	37.1	1,998.1	3,017.4	1,364.0	443.2	118.8	136.8
2022 Jan.	723.6	6,900.3	1,846.5	36.8	2,013.4	3,003.5	1,359.3	358.2	165.3	158.8
Feb.	731.5	6,882.4	1,836.6	36.5	2,007.6	3,001.8	1,375.0	345.1	166.0	159.4
Mar.	740.4	6,873.8	1,847.3	35.8	1,983.6	3,007.1	1,362.0	348.6	153.0	164.4
Apr. <sup>(p)</sup>	768.5	6,893.2	1,845.5	35.6	2,010.8	3,001.3	1,344.3	448.1	180.6	171.6
<b>Transactions</b>										
2019	-25.0	107.2	-5.5	-2.9	28.0	87.6	311.8	14.2	-2.7	-2.5
2020	316.3	-34.8	-14.9	-8.0	-101.1	89.1	-60.2	142.3	-48.8	-48.0
2021	53.1	-33.2	-74.2	-5.0	-39.8	85.8	-121.0	-93.8	-11.3	-2.3
2021 Q2	-24.0	-19.4	-21.9	-1.0	-24.5	28.1	-16.6	-30.1	-3.6	4.3
Q3	10.8	1.8	-18.1	-1.5	8.2	13.3	-44.1	29.7	15.3	11.5
Q4	106.7	11.6	-13.3	-1.6	6.1	20.3	-71.2	27.2	-20.2	-9.2
2022 Q1	-53.2	-41.6	-18.1	-1.3	-31.3	9.1	-24.0	-177.9	34.0	34.7
2021 Nov.	-32.3	-12.1	-13.4	-0.5	0.8	1.0	-31.3	-63.6	4.6	2.2
Dec.	90.4	6.6	7.8	-0.6	-18.4	17.8	-37.5	26.6	-25.7	-13.1
2022 Jan.	-69.5	-7.8	-10.2	-0.3	5.0	-2.3	-2.5	-96.4	46.4	29.0
Feb.	7.9	-18.8	-10.2	-0.3	-6.3	-2.0	-8.6	-43.0	0.5	0.7
Mar.	8.4	-15.0	2.3	-0.7	-30.0	13.4	-12.9	-38.6	-12.9	5.0
Apr. <sup>(p)</sup>	28.1	32.4	-4.9	-0.2	0.1	37.4	-43.9	52.2	27.6	7.2
<b>Growth rates</b>										
2019	-6.4	1.6	-0.3	-5.3	1.3	3.1	-	-	-1.5	-1.5
2020	87.4	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.9	-	-	-8.7	-1.7
2021 Q2	-10.3	-0.6	-2.7	-8.2	-4.8	3.9	-	-	-22.3	-22.9
Q3	-12.9	-0.7	-3.5	-9.9	-4.4	3.9	-	-	-0.6	-0.9
Q4	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.9	-	-	-8.7	-1.7
2022 Q1	5.7	-0.7	-3.8	-13.1	-2.1	2.4	-	-	20.1	31.9
2021 Nov.	-5.6	-0.4	-5.1	-11.2	-1.5	3.5	-	-	-2.4	1.9
Dec.	7.1	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.9	-	-	-8.7	-1.7
2022 Jan.	5.4	-0.2	-4.2	-12.2	-0.6	2.8	-	-	12.1	13.1
Feb.	6.2	-0.5	-4.4	-11.9	-0.7	2.4	-	-	14.0	14.3
Mar.	5.7	-0.7	-3.8	-13.1	-2.1	2.4	-	-	20.1	31.9
Apr. <sup>(p)</sup>	7.4	0.0	-3.1	-13.3	-1.9	3.4	-	-	35.8	36.6

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
2018	-0.4	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.7	-1.0	0.0	0.0	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.6
2021	-5.1	-5.0	-0.1	0.0	-0.1	-3.6
2021 Q1	-8.1	.	.	.	.	-6.6
Q2	-6.8	.	.	.	.	-5.3
Q3	-6.1	.	.	.	.	-4.7
Q4	-5.1	.	.	.	.	-3.6

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

### 6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46.4	45.9	12.9	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019	46.3	45.8	12.9	13.0	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.6	22.4	3.8
2020	46.5	46.1	12.9	12.7	15.6	0.5	53.6	49.1	10.7	5.9	1.5	25.5	4.5
2021	47.3	46.6	13.3	13.2	15.3	0.7	52.4	47.7	10.3	6.0	1.5	24.2	4.8
2021 Q1	46.7	46.2	12.9	12.8	15.7	0.5	54.8	50.2	10.8	6.1	1.5	25.8	4.6
Q2	46.6	46.0	12.9	12.9	15.5	0.6	53.3	48.7	10.5	6.0	1.5	25.0	4.7
Q3	46.8	46.2	13.0	13.0	15.4	0.6	53.0	48.3	10.4	6.0	1.4	24.6	4.7
Q4	47.4	46.7	13.3	13.2	15.3	0.7	52.5	47.7	10.3	6.0	1.5	24.3	4.8

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

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other curren- cies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85.8	3.1	13.7	69.0	48.2	32.5	37.6	8.2	77.7	16.1	28.3	41.4	84.4	1.5
2019	83.8	3.0	12.9	67.9	45.5	30.7	38.3	7.7	76.1	15.7	27.7	40.5	82.5	1.3
2020	97.2	3.2	14.2	79.9	54.5	39.1	42.7	11.3	85.9	19.1	31.5	46.6	95.5	1.7
2021	95.6	3.0	13.6	79.0	55.7	41.8	39.8	10.0	85.6	17.9	31.0	46.6	94.2	1.4
2021 Q1	99.9	3.2	14.1	82.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98.1	3.1	13.8	81.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.5	3.0	13.8	80.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95.6	3.0	13.6	79.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
2020	13.4	5.6	2.1	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.4	0.0	5.7	9.6
2021	-1.6	3.6	0.0	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-5.3	5.2
2021 Q1	13.9	6.6	1.8	2.1	1.5	0.5	-0.1	0.2	-0.4	0.1	5.5	10.3
Q2	3.5	5.3	-1.3	-0.5	-1.0	0.3	0.0	0.2	-0.3	-0.5	-0.5	5.7
Q3	0.6	4.7	-1.2	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.2	-0.3	-0.5	-2.9	5.2
Q4	-1.6	3.6	0.0	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-5.3	5.2

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

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

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

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

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption			
	1											2	3	4
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1	
2020	14.9	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2021	14.3	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2021 Q1	14.7	13.2	5.1	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.1	2.1	0.0	0.5	
Q2	14.5	13.2	4.8	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5	
Q3	14.6	13.3	4.4	1.4	0.3	7.9	1.7	1.1	-0.3	2.0	1.8	-0.1	0.5	
Q4	14.3	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2021 Nov.	14.5	13.1	4.0	1.4	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
Dec.	14.3	12.9	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2022 Jan.	14.2	12.9	4.9	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.9	-0.1	0.6	
Feb.	14.1	12.9	5.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.5	
Mar.	14.7	13.5	5.0	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.4	
Apr.	14.2	12.9	4.4	1.3	0.3	8.0	1.5	1.1	-0.3	1.9	1.7	-0.1	0.5	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.9	1.9	-0.6	0.1	0.9	-2.6	-2.3	-2.2	-3.6	
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	1.1	-3.1	-3.1	-1.5	1.3	
2020	-9.0	-4.3	-5.6	-5.1	-10.2	-10.3	-8.9	-9.6	-5.8	
2021	-5.5	-3.7	-2.4	-1.9	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
2021 Q1	-8.9	-5.6	-5.6	-5.7	-12.6	-11.3	-9.7	-10.1	-7.5	
Q2	-6.6	-4.9	-4.3	-4.4	-11.0	-8.4	-8.3	-8.9	-6.4	
Q3	-6.9	-4.2	-3.9	-3.3	-9.8	-7.8	-8.0	-8.0	-4.7	
Q4	-5.5	-3.7	-2.4	-1.9	-7.4	-6.9	-6.5	-7.2	-1.7	
Government debt										
2018	99.8	61.2	8.2	63.1	186.4	100.5	97.8	134.4	98.4	
2019	97.7	58.9	8.6	57.2	180.7	98.3	97.4	134.1	91.1	
2020	112.8	68.7	19.0	58.4	206.3	120.0	114.6	155.3	115.0	
2021	108.2	69.3	18.1	56.0	193.3	118.4	112.9	150.8	103.6	
2021 Q1	116.9	69.9	19.6	60.6	209.3	125.2	117.9	159.3	120.9	
Q2	113.7	69.6	19.6	59.2	207.5	122.7	114.4	155.6	111.4	
Q3	111.3	69.3	19.7	57.7	201.6	121.7	115.7	154.6	109.0	
Q4	108.2	69.3	18.1	56.0	193.3	118.4	113.3	150.8	103.6	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2018	-0.8	0.5	3.0	2.1	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.3	0.6	1.7	0.6	0.1	0.4	-1.3	-0.9
2020	-4.5	-7.3	-3.4	-9.5	-3.7	-8.0	-5.8	-7.8	-5.5	-5.5
2021	-7.3	-1.0	0.9	-8.0	-2.5	-5.9	-2.8	-5.2	-6.2	-2.6
2021 Q1	-6.9	-7.3	-2.5	-9.2	-5.2	-10.8	-7.1	-8.3	-6.5	-6.4
Q2	-7.7	-5.4	-0.6	-7.7	-3.9	-9.3	-5.9	-6.6	-6.3	-5.0
Q3	-6.3	-3.5	-0.1	-8.1	-3.6	-7.9	-4.0	-6.5	-5.8	-4.5
Q4	-7.3	-1.0	0.9	-8.0	-2.5	-5.9	-2.8	-5.2	-6.2	-2.6
Government debt										
2018	37.1	33.7	20.8	43.7	52.4	74.1	121.5	70.3	49.6	59.8
2019	36.7	35.9	22.3	40.7	48.5	70.6	116.6	65.6	48.1	59.6
2020	43.3	46.6	24.8	53.4	54.3	83.3	135.2	79.8	59.7	69.0
2021	44.8	44.3	24.4	57.0	52.1	82.8	127.4	74.7	63.1	65.8
2021 Q1	45.4	45.1	28.0	57.3	54.9	87.0	138.9	85.0	59.8	69.7
Q2	43.2	44.6	26.1	58.9	54.1	86.2	135.3	80.1	61.1	68.7
Q3	43.4	45.1	25.3	56.6	52.5	84.2	130.6	79.7	61.2	68.0
Q4	44.8	44.3	24.4	57.0	52.1	82.8	127.4	74.7	63.1	65.8

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2022

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 8.6.2022 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565  
Luettelonumero QB-BP-22-004-FI-N