



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

6/2024



Sisällys

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	8
2 Talouskehitys	14
3 Hinnat ja kustannukset	23
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	30
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	36
6 Julkisen talouden kehitys	42
Kehikot	45
1 Elpyminen pandemian jälkeen – miksi euroalue kasvaa hitaammin kuin Yhdysvallat?	45
2 Luontotilinpito euroalueen talouskasvun osana	50
3 Miksi euroalueen kotitalouksien tunnelma on edelleen synkkä ja mitä se tarkoittaa yksityisen kulutuksen kannalta?	55
4 Työmarkkinoiden kehitys ja generatiivisen tekoälyn käyttöönotto – johtaville yrityksille suunnatun kyselyn tulokset	60
5 Palkkojen ja palkkaliikuman viimeaikainen kehitys	65
6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 17.4.–23.7.2024	71
7 Rahan määrän ja luotonannon kehitys euroalueella ja vertailu Yhdysvaltoihin	77
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti 12.9.2024 pitämässään kokouksessa laskea talletuskorkoa, jolla se säätelee rahapolitiikan mitoitusta. Korkoa alennettiin 0,25 prosenttiyksikköä. EKP:n neuvosto katsoi inflaationäkymiä koskevan päivitetyn arvionsa, pohjainflaation kehityksen ja rahapolitiikan tehokkaan välittymisen perusteella, että rahapolitiikan rajoittavuutta oli aiheellista lieventää entisestään.

Viimeisimmät inflaatiotiedot ovat olleet suurin piirtein odotusten mukaiset, ja euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arviot osoittavat inflaationäkymien pysyneen ennallaan. Kuten jo eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuussa 2024 laatimissa arvioissa, kokonaisinflaation arvioidaan olevan keskimäärin 2,5 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. Inflaation odotetaan nopeutuvan jälleen vuoden loppupuolella osittain siksi, että energian aiemmat jyrkät hinnanalaskut jäävät pois vuotuisista inflaatioluvuista. Sen jälkeen inflaation odotetaan hidastuvan ja lähestyvän EKP:n neuvoston tavoitetta ensi vuoden jälkipuoliskolla. Energia- ja elintarvikehinnoista puhdistetun inflaation arvioidaan nyt olevan hieman nopeampaa vuosina 2024 ja 2025, koska palvelujen hintainflaatio on kiihtynyt odotettua enemmän. Energia- ja elintarvikehinnoista puhdistetun inflaation odotetaan kuitenkin edelleen hidastuvan nopeasti. Sen ennakoidaan olevan 2,9 % tänä vuonna, 2,3 % vuonna 2025 ja 2,0 % vuonna 2026.

Euroalueen sisäinen inflaatio on yhä nopeaa, koska palkkoja korotetaan edelleen ripeään tahtiin. Työvoimakustannusten nousupaineet ovat kuitenkin lievenemässä, ja palkankorotusten vaikutusta inflaatioon on vaimennettu osittain tinkimällä voitoista. Rahoitusolot ovat yhä kireät ja talouskasvu on edelleen vaimeaa yksityisen kulutuksen ja investointien heikkouden vuoksi. Talouden arvioidaan kasvavan 0,8 % vuonna 2024 ja 1,3 % vuonna 2025 sekä 1,5 % vuonna 2026. Kasvu on nyt arvioitu hieman hitaammaksi kuin kesäkuisissa asiantuntija-arvioissa pääasiassa siksi, että kotimaisen kysynnän kasvuvaikutus jäänee vähäisemmäksi muutaman seuraavan vuosineljänneksen aikana.

EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiouauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. Tavoitteen saavuttamiseksi ohjauskorot pidetään riittävän rajoittavina niin kauan kuin on tarpeen. EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin kokouskohtaisesti tuoreimpien tietojen perusteella. Sen korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkymiä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. EKP:n neuvosto ei sitoudu ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

Talous

Talous kasvoi ensimmäisellä vuosineljänneksellä 0,3 % ja toisella vuosineljänneksellä 0,2 % eli hitaammin kuin mitä kesäkuun 2024 asiantuntija-arvioissa ennakoitiin. Kasvu oli peräisin lähinnä nettoviennistä ja julkisesta kulutuksesta. Yksityinen kysyntä heikkeni euroalueella, kun kotitaloudet vähensivät kulutusta, yritykset leikkasivat investointejaan ja asuntoinvestoinnit vähenivät. Palvelualat tukivat kasvua, kun taas teollisuus ja rakennusala hidastivat sitä. Kyselyindikaattorien mukaan elpymisen tiellä on edelleen joitakin esteitä.

Työmarkkinat vetävät edelleen hyvin. Työttömyysaste oli heinäkuussa 6,4 % eli se pysyi suurin piirtein ennallaan. Työllisyyden kasvu kuitenkin hidastui. Se oli toisella vuosineljänneksellä 0,2 % oltuaan ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 %. Tuoreiden kyselyindikaattorien mukaan työvoiman kysyntä vaimenee entisestään, ja avoimien työpaikkojen aste on laskenut lähemmäksi pandemiaa edeltänyttä tasoaan.

Viimeisimmät indikaattorit viittaavat siihen, että kasvu jatkuu lyhyellä aikavälillä, mutta se on hitaampaa kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arvioissa. Kotitalouksien käytettävissä olevien reaalityulojen arvioidaan kasvavan entisestään palkkojen vankan nousun tukemana. Myös luottamuksen arvioidaan paranevan asteittain, mikä vahvistaa kulutusvetoista elpymistä. Kulutuksen vaikutus on kuitenkin hieman kesäkuisia arvioita heikompi, sillä tuoreimpien tietojen ja kyselytutkimuksien perusteella kuluttajien luottamus on edelleen heikkoa ja kotitaloudet aikovat lisätä säästämistä. Tuoreiden tietojen mukaan myös yritysten investointien kasvu hidastuu. Euroalueen sisäinen kysyntä kuitenkin vahvistuu, kun rahapolitiikan kiristämisen vaikutukset hälvenevät ja rahoitusolojen keveneminen jatkuu noudatellen markkinaosapuolten odotuksia tulevasta korkokehityksestä. Lisäksi ulkoisen kysynnän arvioidaan kasvavan, mikä tukee euroalueen vientinäkymiä. Työmarkkinoiden arvioidaan vetävän edelleen hyvin, ja työttömyysasteen odotetaan pysyvän ennätyksellisen alhaisella tasolla. Arvioiden mukaan joidenkin tuottavuuden viimeaikaista kasvua hidastaneiden suhdannetekijöiden vaikutus vaimenee, ja tuottavuuden odotetaan kohenevan arviointijakson mittaan. BKT:n keskimääräisen vuotuisen kasvun odotetaan olevan 0,8 % vuonna 2024 ja 1,3 % vuonna 2025 sekä 1,5 % vuonna 2026. BKT:n kasvu on nyt arvioitu kunakin arviointijakson vuonna aavistuksen hitaammaksi kuin kesäkuisissa asiantuntija-arvioissa.

Finanssi- ja rakennepolitiikan tavoitteena tulisi olla talouden tuottavuuden ja kilpailukyvyn lisääminen. Tämä auttaisi vahvistamaan potentiaalista kasvua ja vähentämään hintapaineita keskipitkällä aikavälillä. Euroopan kilpailukyvyn tulevaisuutta koskevassa Mario Draghin raportissa ja sisämarkkinoiden vahvistamista koskevassa Enrico Lettan raportissa korostetaan kiireellistä uudistustarvetta ja esitetään konkreettisia ehdotuksia tavoitteen saavuttamiseksi. EU:n talouden tarkistetun ohjausjärjestelmän täytäntöönpano kaikilta osin, avoimesti ja viipymättä auttaa valtioita supistamaan julkistalouden alijäämiä ja velkasuhteita kestävältä pohjalta. Valtioiden tulisi nyt saattaa tämän suuntainen kehitys hyvälle alulle keskipitkän aikavälin finanssi- ja rakennepoliittisissa suunnitelmissaan.

Inflaatio

Eurostatin ennakkoarvion mukaan vuotuinen inflaatio hidastui elokuussa 2,2 prosenttiin. Heinäkuussa se oli 2,6 %. Energian hinnat laskivat 3,0 prosentin vuosivauhtia noustuaan edellisessä kuussa 1,2 %. Elintarvikkeiden hintainflaatio kiihtyi hieman ja oli 2,4 % elokuussa. Tavaroiden ja palvelujen hintainflaatiot kehittyivät eri suuntiin. Tavaroiden hintainflaatio hidastui 0,4 prosenttiin oltuaan 0,7 % heinäkuussa, kun taas palvelujen hintainflaatio nopeutui 4,2 prosenttiin oltuaan 4,0 % heinäkuussa.

Useimmat pohjainflaation mittarit pysyivät heinäkuussa suurin piirtein ennallaan. Euroalueen inflaatio hidastui vain hieman. Se oli 4,4 % heinäkuussa ja 4,5 % kesäkuussa, sillä etenkin palkoista aiheutui voimakkaita hintapaineita. Sopimuspalkkojen kasvu pysyy voimakkaana ja vaihtelee loppuvuoden ajan, koska palkantarkistukset tehdään asteittain ja koska huomattava osa niistä suoritetaan joissakin maissa kertamaksuina. Työvoimakustannusten yleinen nousu on kuitenkin maltillistumaan päin. Palkansaajakorvausten kasvu hidastui edelleen. Se oli toisella vuosineljänneksellä 4,3 % eli se hidastui neljättä kertaa peräkkäin. EKP:n asiantuntijat arvioivat sen hidastuvan tuntuvasti taas ensi vuonna. Yksikkötyökustannusten nousu vaimeni heikosta tuottavuudesta huolimatta. Se oli 4,6 % toisella vuosineljänneksellä oltuaan 5,2 % ensimmäisellä neljänneksellä. Sen odotetaan heikkenevän edelleen arviointijakson kuluessa, kun palkkojen nousu hidastuu ja tuottavuus elpyy. Voitot tasoittavat edelleen osan työvoimakustannusten nousun vaikutuksista inflaatioon.

Inflaation hidastuminen saanee tukea siitä, että työvoimakustannusten nousupaineet vaimenevat ja rahapolitiikan aiemmat kiristykset välittyvät asteittain kuluttajahintoihin. Pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat useimpien mittarien mukaan 2 prosentin tuntumassa, ja markkinapohjaisten mittarienkin arvot ovat laskeneet lähelle samaa tasoa 18.7.2024 pidetyn EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen.

Kokonaisinflaatio on viime aikoina vaimentunut, mutta sen arvioidaan nopeutuvan jonkin verran tämän vuoden viimeisellä neljänneksellä ja hidastuvan sen jälkeen inflaatiotavoitteeseen vuoden 2025 loppuun mennessä. Inflaatiiovauhdin odotetaan nopeutuvan lyhyellä aikavälillä pitkälti energiaerästä johtuvan vertailuajankohdan vaikutuksen vuoksi. Keskipitkällä aikavälillä energian hintainflaatio asettunee hieman yli nolnaan, kun otetaan huomioon markkinaosapuolten odotukset energiaraaka-aineiden ja energian tukkuhintojen tulevasta kehityksestä ja suunnitellut finanssipoliittiset ilmastotoimet. Elintarvikkeiden hintainflaatio on hidastunut tuntuvasti viime vuosineljänneksen aikana, kun hintapaineet ovat vaimentuneet energia- ja elintarvikeraaka-aineiden hintojen laskun myötä. Elintarvikkeiden hintainflaation odotetaan pysyvän jokseenkin ennallaan ja hidastuvan vuoden 2025 lopusta lähtien. Ilman energia- ja elintarvikehintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan pysyvän kokonaisinflaatiota nopeampana lähes koko arviointijakson ajan, mutta sen odotetaan hidastuvan edelleen. Palvelujen hintainflaatio on viime kuukausina pysynyt itsepintaisen nopeana. Sen odotetaan kuitenkin vähitellen hidastuvan myöhemmin arviointijakson aikana, kun palkkojen nousu ja muut kustannuspaineet vähenevät ja rahapolitiikan aiemman kiristämisen viivästyneet

vaikutukset välittyvät edelleen kuluttajahintoihin. Voimakkaana pysynyt nimellispalkkojen nousu on viime vuosineljänneksinä alkanut vaimeta aiemmin arvioitua nopeammin. Palkkojen nousun arvioidaan laantuvan tulevina vuosina vielä asteittain lisää, kun sitä voimistava inflaatiokompensaation paine kireillä työmarkkinoilla vaimenee edelleen. Työvoimakustannuspaineiden odotetaan vaimenevan tuottavuuden kasvun elpymisen myötä. Lisäksi yritysten voittojen kasvu on heikentynyt merkittävästi, mikä hillitsee osittain työvoimakustannusten välittymistä hintoihin etenkin lyhyellä aikavälillä. Talousnäkyimiä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioissa vuotuisen kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan ja olevan keskimäärin 2,5 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. Vuonna 2023 se oli keskimäärin 5,4 %. YKHI-inflaatiota koskeva arvio on sama kuin talousnäkyimiä koskevissa kesäkuun 2024 asiantuntija-arvioissa. Ilman energia- ja elintarvikehintoja laskettu YKHI-inflaatio on ollut odotettua hieman nopeampaa viime kuukausina, joten vuosien 2024 ja 2025 inflaatioarviota on tarkistettu sen osalta vähän ylöspäin.

Riskiarvio

Taloukasvuun kohdistuvat riskit painottuvat edelleen arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. Kasvu voi jäädä arvioitua vaimeammaksi, jos esimerkiksi maailmantalouden heikkeneminen tai suurten kansantalouksien välisten kauppapoliittisten jännitteiden voimistuminen vähentävät euroalueen vientikysyntää. Venäjän oikeudeton sota Ukrainassa ja Lähi-idän murheellinen konflikti suurentavat huomattavasti geopoliittista riskiä, mikä saattaa heikentää yritysten ja kotitalouksien luottamusta tulevaisuuteen ja häiritä maailmankauppaa. Kasvu voi jäädä arvioitua heikommaksi myös, jos aiempaa kireämmän rahapolitiikan viivästyneet vaikutukset osoittautuvat odotettua voimakkaammiksi. Toisaalta kasvu voi olla odotettua vahvempaa, jos inflaatio hidastuu ennakoitua nopeammin ja reaalityulojen ja luottamuksen kasvu lisää kulutusta enemmän tai maailmantalous kasvaa voimakkaammin kuin mitä on arvioitu.

Inflaatio voi osoittautua ennakoitua nopeammaksi, jos palkat nousevat tai voitot kasvavat enemmän kuin mitä on odotettu. Ennakoitua nopeamman inflaation riskejä aiheuttavat myös voimakkaat geopoliittiset jännitteet, joiden vuoksi energia ja rahtikustannukset voivat lähiaikoina kallistua arvioitua enemmän ja häiritä maailmankauppaa. Lisäksi sään ääri-ilmiöt ja ilmastokriisin laajeneminen voivat johtaa elintarvikkeiden hintojen nousuun. Inflaatio voi jäädä sen sijaan ennakoitua hitaammaksi, jos rahapolitiikka vaimentaa kysyntää odotettua enemmän tai talouden toimintaympäristö muualla maailmassa äkkiä huononee.

Rahoitusolot ja rahatalouden tilanne

Markkinakorot ovat laskeneet tuntuvasti EKP:n neuvoston heinäkuun kokouksen jälkeen lähinnä maailmantalouden kasvunäkymien heikkenemisen vuoksi ja siksi, että inflaatiopaineet aiheuttavat aiempaa vähemmän huolta. Maailmanmarkkinoiden

kesän aikaiset jännitteet johtivat rahoitusolojen tilapäiseen kiristymiseen riskipitoisemmissa markkinasegmenteissä.

Rahoituskustannukset pysyvät kaiken kaikkiaan kurissa, kun EKP:n neuvoston aiemmat koronnostot jatkavat etenemistään välittymisketjun läpi. Uusien yritys- ja asuntoluottojen keskikorot olivat heinäkuussa edelleen korkeat: yritysluotoissa 5,1 % ja asuntoluotoissa 3,8 %.

Luotonannon kasvu on edelleen verikkaista heikon kysynnän vuoksi. Pankkien luotonanto yrityksille kasvoi 0,6 prosentin vuosivauhtia heinäkuussa eli hieman vaisummin kuin kesäkuussa. Luotonanto kotitalouksille kasvoi 0,5 % eli kesäkuuta voimakkaammin. Lavean rahan määrä – mitattuna raha-aggregaatilla M3 – kasvoi 2,3 % heinäkuussa eli samaa vauhtia kuin kesäkuussa.

Rahapoliittisia päätöksiä

EKP:n neuvosto päätti 12.9.2024 pitämässään kokouksessa laskea talletuskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä. Talletuskorko on korko, jolla EKP:n neuvosto säätelee rahapolitiikan mitoitusta. Kuten jo 13.3.2024 ilmoitettiin, perusrahoitusoperaatioiden koron ja talletuskoron väliseksi eroksi asetettiin 0,15 prosenttiyksikköä rahapolitiikan ohjauksjärjestelmän uudelleentarkastelun perusteella. Maksuvalmiusluoton koron ja perusrahoitusoperaatioiden koron välinen ero pysyi ennallaan 0,25 prosenttiyksikössä. Sen vuoksi talletuskorko laskettiin 3,50 prosenttiin. Perusrahoitusoperaatioiden korko laskettiin 3,65 prosenttiin ja maksuvalmiusluoton korko 3,90 prosenttiin. Muutokset tulivat voimaan 18.9.2024.

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

Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) hankittujen arvopaperien eräännyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta kokonaisuudessaan uudelleen, vaan eurojärjestelmän PEPP-omistuksia vähennetään keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa. Uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa aiotaan lopettaa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

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

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

Yhteenveto

EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. Tavoitteen saavuttamiseksi ohjauskorot pidetään riittävän rajoittavina niin kauan kuin on tarpeen. EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin kokouskohtaisesti tuoreimpien tietojen perusteella. Sen korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkymiä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. EKP:n neuvosto ei sitoudu ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia mandaattiinsa kuuluvia välineitä sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu keskipitkän aikavälin tavoitteeseen ja rahapolitiikka välittyy sujuvasti talouteen.

Ulkoinen ympäristö

Talouskasvu jatkui vahvana vuoden 2024 toisella neljänneksellä, ja sen arvioidaan pysyvän vakaana kolmannella neljänneksellä. Tuoreet tiedot viittaavat kuitenkin siihen, että tehdasteollisuuden kasvu on hidastumassa, ja rahapolitiikka jarruttaa edelleen kasvua. Nämä tekijät yhdessä kiristyneiden geopolittisten jännitteiden ja rahoitusmarkkinoiden heilahtelujen kanssa kertovat kasvun rajoitteiden mahdollisesta voimistumisesta. Tällainen kuva maailmantalouden kasvu- ja inflaationäkymistä välittyy myös euroalueen talousnäkyviä koskevista EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioista, jotka ovat pitkälti samankaltaiset kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arviot. Maailmankaupan ennakoitaan elpyvän tänä vuonna ja myötäilevän sen jälkeen tiiviimmin maailmantalouden kasvua. Vuoden 2024 arviota maailmankaupasta tarkistettiin hieman korkeammaksi kesäkuuseen nähden, kun toisen neljänneksen toteutunut kasvu ylitti odotukset, mutta syyskuun asiantuntija-arvioihin sisältyvät lyhyen aikavälin näkymät viittaavat siihen, ettei toisen neljänneksen vahva kasvu kestä. Keskeisten kehittyneiden talouksien ja nousevien markkinatalouksien inflaation ennakoitaan hidastuvan vähitellen arviointijaksolla.

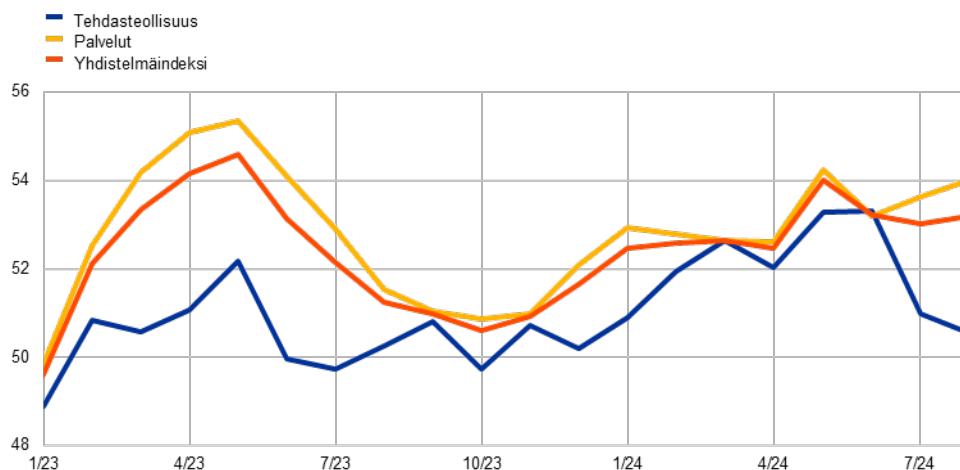
Maailmantalouden kasvu jatkuu positiivisena, mutta kasvua hidastavat tekijät saattavat voimistua lyhyellä aikavälillä. Globaalia (pl. euroalue) kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopäälikkoindeksi nousi elokuussa 53,2 pisteeseen heinäkuun 53,0 pisteestä. Indeksien vahvistuminen perustui palvelusektorin keskiarvoaan vahvempaan tuotantoon, kun taas tehdasteollisuuden tuotanto painui pysyen vielä juuri nollakasvua kuvaavan raja-arvon yläpuolella (kuvio 1).¹ Lasku liittyi Yhdysvaltojen tehdasteollisuuden tuotannon selvään vaimenemiseen elokuussa, kun taas Kiinan tehdasteollisuuden tuotanto elpyi tuolloin hienoisesti edelliskuun voimakkaan supistumisen jälkeen. Sekä tilasto- että kyselytiedot viittaavat globaalin tehdasteollisuussuhdanteen vaimenemiseen kasvua rahoittavan rahapolitiikan ja maltillistuvan palkkojen kasvun ympäristössä. Nämä signaalit yhdessä kiristyneiden geopolittisten jännitteiden ja globaalien rahoitusmarkkinoiden viimeaikaisten heilahtelujen kanssa viittaavat maailmantalouden kasvuun kohdistuvien rajoitteiden mahdolliseen voimistumiseen lyhyellä aikavälillä. Globaalin BKT:n arvioidaan kasvaneen toisella vuosineljänneksellä 0,7 % eli hieman ensimmäisen neljänneksen vauhtiaan hitaammin. Kasvu oli kuitenkin edelleen sopusoinnussa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuisten arvioiden kanssa, ja sen odotetaan pysyvän samalla tasolla kolmannella neljänneksellä.

¹ Koska tässä osassa tarkastellaan erityisesti euroalueen ulkoisen talousympäristön kehitystä, viittaukset maailmantalouteen ja/tai globaaleihin aggregaateihin eivät sisällä euroaluetta.

Kuvio 1

Globaali kokonaistuotannon PMI-indeksi

(diffuusioindeksit)



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

Maailmantalouden kasvun arvioidaan jatkuvan maltilliseen ja suunnilleen kesäkuisissa asiantuntija-arvioissa ennakoituun tahtiin.

Globaalin BKT:n määrä kasvoi 3,5 % vuonna 2023 ja sen arvioidaan kasvavan 3,4 % vuosina 2024 ja 2025 sekä 3,3 % vuonna 2026. Kasvun lievä hidastuminen arviointijaksolla heijastaa yksityistä kulutusta aiemmin tukeneiden tekijöiden vaikutuksen hälvenemistä, kun rahapolitiikan mitoitus pysyy kireänä arviointijakson ensimmäisinä vuosina, geopoliittiset jännitteet ovat koholla ja talouspolitiikkaan liittyy tavanomaista enemmän epävarmuutta. Kesäkuisiin asiantuntija-arvioihin verrattuna globaalin BKT:n määrän kasvu arviointijaksolla on nyt arvioitu 0,1 prosenttiyksikköä nopeammaksi. Tarkistuksen taustalla on aiempaan arvioon nähden reippaampi kehittyvien markkinoiden kasvu vuonna 2024 sekä Yhdysvaltojen talouskasvu vuosina 2025 ja 2026. Jälkimmäinen perustuu nettomaahanmuuton aiemmin oletettua vahvempaan positiiviseen vaikutukseen sekä oletukseen, että vuonna 2017 päätettyjä pienituloisten kotitalouksien veronalennuksia jatketaan, koska se kuuluu molempien presidenttiehdokkaiden ohjelmaan.

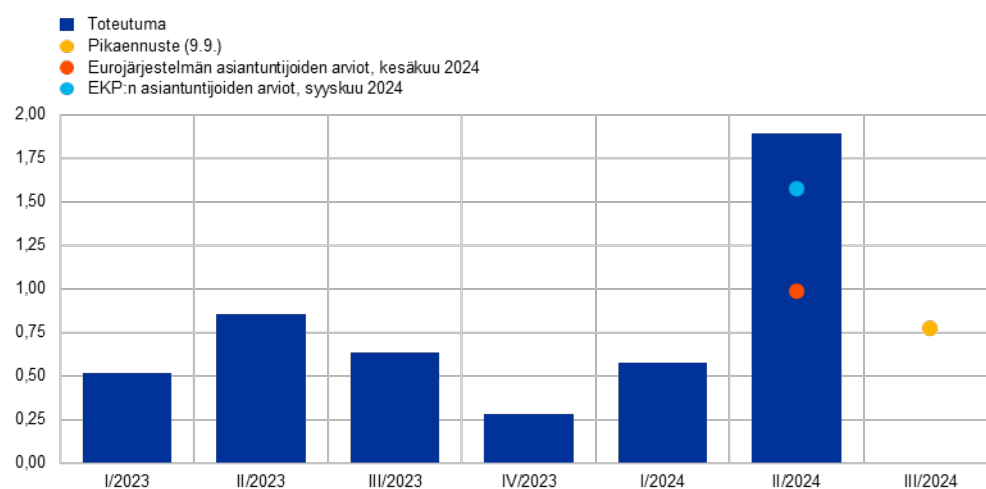
Maailmankaupan kasvu kiihtyi voimakkaasti vuoden toisella neljänneksellä, kun tavaroiden maahantuontia kehittyneisiin maihin aikaistettiin.

Globaali tuonti kasvoi toisella vuosineljänneksellä 1,9 % edellisestä neljänneksestä eli yli kolme kertaa niin nopeasti kuin alkuvuonna ja selvästi nopeammin kuin kesäkuun asiantuntija-arvioissa ennakoitiin. Vahva kasvu sai tukea siitä, että kehittyneet maat aikaistivat tuontiaan Kiinasta ja muista nousevista Aasian maista. Kuukausitasoiset tiedot viittaavat siihen, että yritykset täyttivät varastojaan joulua varten noin kuusi viikkoa normaalivuotta aiemmin, mikä johtui todennäköisesti uusiin tarjontakapeikkoihin ja ulkomaankaupan jännitteisiin liittyvistä peloista kasvavan geopoliittisen riskin ympäristössä. Vaikka maailmankaupan luvut ovat luonteeltaan heilahtelevaisia, syyskuun asiantuntija-arviot viittaavat siihen, ettei kasvun viimeaikainen vahvuus kestä lyhyellä aikavälillä, kun tilausten aikaistamisen vaikutus

hävvenee.² Arvio on sopusoinnussa tilastotietoja ja ennakoivia kyselytietoja hyödyntävästä EKP:n pikaennustetyökalusta saatujen signaalien kanssa (kuvio 2). Erityisesti ostopääällikkökyselyissä näkyneet heikot vientitilaukset sekä laivaliikenteeseen perustuvat ulkomaankaupan vaihtoa koskevat arviot viittaavat ulkomaankaupan hidastumiseen kolmannella neljänneksellä. Kaikesta huolimatta normalisoituva varastosykli ja suotuisampi kysynnän rakenne luultavasti tukevat ulkomaankaupan kehitystä loppuvuonna.

Kuvio 2 Globaali tuonti

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Kansalliset lähteet (Haver Analyticsin kokoamat) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Globaali aggregaatti ei sisällä euroaluetta. Pikaennuste viittaa dynaamiseen faktorimalliin, joka perustuu 30:een teollisuustuotantoa, vähittäiskauppaa, ulkomaankauppaa, työmarkkinoita, kyselytutkimuksia ja asuntomarkkinoita koskevaan kuukausittaiseen muuttajaan. Tuoreimmat havainnot pikaennusteesta ovat elokuulta 2024.

Maailmankaupan ennakoitaan elyvän tänä vuonna ja kasvavan arvointijakson ajan aiempaa tiiviimmin maailmantalouden kasvua myötäillen. Pandemiaa seuranneen heikkokasvuisen jakson jälkeen, jonka aikana kysyntä painottui tavaroista palveluihin, maailmankauppa alkoi elpyä vuodenvaihteessa ja sai lisävauhtia kehittyneiden talouksien tuonnin aikaistumisesta toisella vuosineljänneksellä. Globaalin tuonnin arvioidaan nyt kasvavan tänä vuonna 3,1 % eli 0,5 prosenttiyksikköä enemmän kuin kesäkuisissa arvioissa. Tämä johtuu pääasiassa odotettua ripeämmästä kasvusta toisella vuosineljänneksellä, kun taas vuoden 2024 jälkipuoliskon neljännesvuotuiset kasvuennusteet ovat ennallaan. Globaalin tuonnin kasvun arvioidaan nopeutuvan ja olevan 3,4 % vuonna 2025 sekä 3,3 % vuonna 2026.

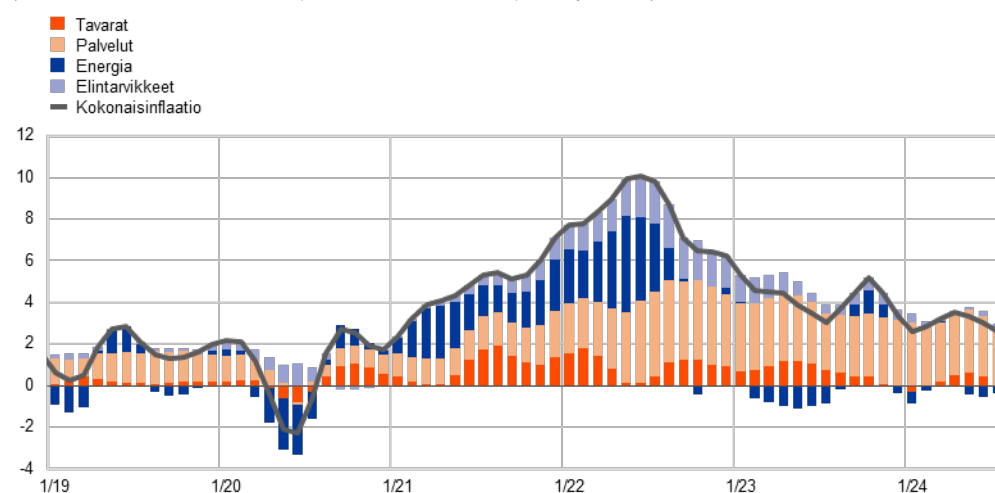
Tuoreimmat tiedot viittaavat inflaation hiipumisen jatkumiseen, vaikka inflaatio kiihtyi hieman heinäkuussa. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden kuluttajahintaindeksin (KHI) mukainen vuotuinen inflaatio oli

² Mikäli yritysten aikaistamat tilaukset riittävät tyydyttämään kuluttajien kysynnän, maailmankaupan kehitys saattaa lyhyellä aikavälillä osoittautua myös odotettua heikommaksi.

heinäkuussa 3,0 %, johon se kiihtyi edelliskuun 2,8 prosentista.³ Pohjainflaatio (pl. energia ja elintarvikkeet) kiihtyi heinäkuussa hieman eli 3,2 prosenttiin kesäkuun 3,1 prosentista. Hitaampi kuluttajahintaindeksin mukainen kolmen kuukauden liukuva annualisoitu kokonaisinflaatio viittaa OECD-maiden inflaation hidastumisen jatkumiseen lyhyellä aikavälillä (kuvio 3), kun se saa tukea työmarkkinoiden jäähtymisestä päätalousalueilla.

Kuvio 3 OECD:n kokonaisinflaatio

(liukuva kolmen kuukauden annualisoitu prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat

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

Öljyn hinta on laskenut EKP:n neuvoston edellisen kokouksen jälkeen, kun taas kaasun hinta Euroopassa on noussut. Brent-raakaöljyn hinta on laskenut lähes 10 % EKP:n neuvoston edellisen kokouksen aikaisesta tasosta. Tämä johtuu monista eri tekijöistä, kuten kysyntäpuolella Kiinaan suuntautuvan raakaöljyn tuonnin supistumisesta alimmilleen moneen vuoteen talouskasvun heikkouden takia. Negatiivinen riskinottotunnelma rahoitusmarkkinoiden elokuun alun notkahduksen jälkeen painoi myös osaltaan raakaöljyn hintaa, kun taas samaan aikaan tarjontapuolella Lähi-idän jännitteet ja Libyan öljyntuotannon katkokset aiheuttivat hinnannousupaineita. Kaasun hinta Euroopassa nousi 17,7 % geopoliittisten huoltien myötä. Niihin lukeutuivat Lähi-idän kiristyneet jännitteet ja Ukrainan joukkojen hyökkäys Venäjän alueelle. Jälkimmäinen herätti sijoittajien keskuudessa huolta mahdollisista kaasun toimitushäiriöistä Ukrainan kauttakulkureitillä.

Yhdysvaltojen talouskasvu on edelleen voimakasta, kun työmarkkinoiden sopeutuminen jatkuu ja inflaatio hidastuu asteittain. BKT:n määrä kasvoi vuoden toisella neljänneksellä 0,7 %, kun se sai tukea vahvasta kotimaisesta kysynnästä ja varastojen kehityksestä, joiden vaikutus oli tuonnin huomattavan kasvun negatiivista

³ Turkki ei sisälly OECD:n kokonais- tai pohjainflaatiolukuihin, koska Turkin luvut pysyivät lähes kolminumeroisina. Turkki mukaan lukien OECD:n jäsenmaiden kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio olisi ollut 5,4 % heinäkuussa 2024 ja (5,6 % kesäkuussa) sekä pohjainflaatio 5,4 % heinäkuussa 2024 ja (5,9 % kesäkuussa)

vaikutusta voimakkaampi. Vankka yksityinen kulutus tuki talouskasvua. Tiheästi päivittyvät indikaattorit viittaavat kestävään, joskin hieman hidastuvaan talouskasvuun lyhyellä aikavälillä, eikä välittömän taantumän uhkia ole havaittavissa. Markkinoiden huolet mahdollisesta taantumasta lisääntyivät elokuussa Yhdysvaltojen heinäkuun työllisyysraportin julkaisun ja sitä seuranneen globaalien rahoitusmarkkinoiden volatiliteetin myötä, joka on sittemmin rauhoittunut. Sekä EKP:n asiantuntijoiden pikaennusteet että Yhdysvaltojen alueellisten keskuspankkien pikaennusteet viittaavat kasvun lievään hidastumiseen kolmannella neljänneksellä, mikä on sopusoinnussa myös Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikan kiristymisen talouskasvua hillitsevän vaikutuksen kanssa. Yhdysvaltojen työmarkkinat ovat alkaneet vaimentua mutta pysyivät kuitenkin yleisesti ottaen terveinä. Työllisyyden (pl. maatalous) kasvu jäi elokuussa hieman markkinoiden odotuksia heikommaksi ja myös pienemmäksi kuin 12 edellisen kuukauden aikana keskimäärin. Samaan aikaan työttömyysaste laski hieman eli 4,2 prosenttiin osallistumisasteen pysyessä ennallaan. Kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio hidastui elokuussa hieman odotettua enemmän eli 2,5 prosenttiin heinäkuun 2,9 prosentista. Näin ollen vuotuinen kokonaisinflaatio laski alimmilleen sitten maaliskuun 2021. Sitä vastoin vuotuinen kuluttajahintaindeksin mukainen pohjainflaatio oli elokuussa 3,2 % eli sama kuin heinäkuussa.

Kiinan talouskasvu hidastuu, eikä uusi kiinteistöalan tuki ole vielä onnistunut vakauttamaan asuntomarkkinoita. BKT:n määrän kasvu hidastui toisella neljänneksellä selvästi eli 0,7 prosenttiin ensimmäisen neljänneksen 1,5 prosentista, kun kiinteistömarkkinan taantuma jarrutti yksityistä kulutusta ja loppuvuoden 2023 elvytysohjelman vaikutukset haihtuivat. Heinäkuun talousluvut olivat pääasiassa heikkoja, joskin joiltakin tehdasteollisuuden sektoreilta ja viennistä saatiin myös positiivisia signaaleja. Vähittäismyynnin kasvu oli vaimeaa ja teollisuustuotanto hiipui entisestään. Kiinteän pääoman muodostus jatkui aneemisena, kun kiinteistöinvestoinnit supistuivat, vaikka tehdasteollisuus ja infrastruktuuri-investoinnit olivat verrattain vahvoja. Kasvun pääveturina toimi edelleen vienti, joka sai tukea vientihintojen laskusta. Nimellisarvoisen viennin kasvu oli vielä heinäkuussa vahvaa, vaikka se hidastuikin odotettua enemmän. Kiinalaisten tuottajien vientivolyymit kasvoivat merkittävästi kaikissa päätavararyhmissä, kun vientihintojen lasku tuki niiden kilpailukykyä. Kiinteistömarkkinat eivät edelleenkään osoita merkkejä nousukäänteestä, ja siten ne jarruttavat talouden kasvua. Toukokuun puolivälissä julkistetulla uudella talouspoliittisella toimenpideohjelmalla ja aiemmillä toimenpiteillä ei ole tähän mennessä ollut vaikutusta. Koska kasvunäkymät ovat varsin ankeat, Kiinan viranomaiset ovat huolestuneet yhä enemmän siitä, että kasvutavoitetta, joka on "noin 5 %", ei välttämättä saavuteta, ja Kiinan kommunistisen puolueen politbyroo vaatii 30.7. lisätoimenpiteitä kulutuksen tukemiseksi. Kiinan kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio kiihtyi hieman elokuussa, kun taas sekä pohjainflaatio että tuottajahintainflaatio hidastuivat edelleen. Kiinteistömarkkinan huono vireen vaivaama kotimainen kysyntä ja erityisesti heikko yksityinen kulutus sekä heikot teollisuuden hinnat viittaavat siihen, että inflaatiopaineet Kiinan taloudessa pysyvät vaimeina.

Ison-Britannian BKT:n määrän kasvu kiihtyi voimakkaasti toisella neljänneksellä, jolloin myös inflaatio kiihtyi. BKT:n määrä kasvoi vuoden 2024

toisella neljänneksellä 0,6 % eli vain hieman vähemmän kuin edellisen neljänneksen 0,7 %. Viime vuoden lievän teknisen taantuman jälkeen Ison-Britannian talous elpyi yllättävän voimakkaasti tämän vuoden alkupuoliskolla pääasiassa kotimaisen kysynnän voimin. Tuonti erityisesti nousevilta markkinoilta kasvoi voimakkaasti, mikä saattoi johtua kausivaihtelun aikaistumisesta, jota oli nähtävissä myös maailmanlaajuisesti. Kasvun odotetaan hidastuvan tämän vuoden jälkipuoliskolla. Talouden viimeaikaisesta vahvuudesta huolimatta kasvun arvioidaan hidastuvan kireänä jatkuvan finanssi- ja rahapolitiikan myötä. Uusi Labour-puolueen hallitus on sitoutunut pitkäjänteisten finanssipoliittisten sääntöjen noudattamiseen, mikä rajoittaa sen liikkumavaraa kysynnän elvyttämiseksi. Mitä tulee rahapolitiikkaan, reaalikorot ovat nousseet tuntuvasti, kun inflaatio on hidastunut viime kuukausina lähelle Englannin keskuspankin tavoitetasoa. Näistä kasvun hidasteista huolimatta myös odotettua vahvempi kasvu on mahdollista kotitalouksien ja yritysten sitkeyden ansiosta. Kun säästämisaste nousee edelleen ja reaalityypit nousevat vahvan nimellispalkkojen nousun ja työttömyyden hyvin vähäisen kasvun myötä, brittiläisten kotitalouksien voi olla mahdollista kasvattaa kulutusta kireästä talouspolitiikasta huolimatta. Kuluttajahintainflaatio nopeutui heinäkuussa 2,2 prosenttiin touko- ja kesäkuuisesta 2,0 prosentista. Kiihtyminen oli odotettua ja perustui energian hintaan liittyneisiin negatiivisiin vertailuajankohdan vaikutuksiin. Kuluttajahintaindeksin mukainen pohjainflaatio (ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja) hidastui kesäkuun 3,5 prosentista heinäkuussa 3,3 prosenttiin palvelujen inflaation hidastumisen myötä. Palvelujen inflaatio maltillistui markkinoiden ja Englannin keskuspankin odotuksia enemmän, mikä johtui osaltaan korkeaan energian hintaan liittyneiden kerrannaisvaikutusten hitaasta hälvemisestä. Inflaation hidastumiseen liittyy kuitenkin edelleen myös odotettua nopeampana pysyvän inflaation riskejä, sillä palvelujen inflaatio on ollut tänä vuonna odotettua sitkeämpää. Englannin keskuspankki aloitti heinäkuussa dataperusteisen koronlaskujakson alentamalla ohjaukorkoaan 5,25 prosentista 5,0 prosenttiin.

2 Talouskehitys

Talous kasvoi toisella vuosineljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,3 %, jääden siten eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2024 arvioissa ennakoitua heikommaksi. Nettoviennin kasvuvaikutus oli toisella neljänneksellä positiivinen, kun taas kotimainen kysyntä supistui. Tuoreimmat tiedot viittaavat edelleen positiiviseen, joskin hitaaseen, kasvuun vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä. Yrityksille suunnattujen kyselytutkimusten tulokset ovat heikentyneet jonkin verran työmarkkinatunnelmien vaimenemisen myötä. Toimialoitain tarkastellen elpymisen veturina toimivat edelleen palvelut, jotka saivat merkittävän kasvusysäyksen Pariisin olympialaisista kolmannella vuosineljänneksellä. Samaan aikaan teollisuussektorit ovat pysyneet heikkoina sekä tuotannon että uusien tilausten valossa epävarmuuden jatkuessa korkeana. Jatkossa BKT:n määrän kasvun odotetaan elpävän edelleen sitä mukaa, kun reaalityulojen kasvu jatkuu, ulkomainen kysyntä vahvistuu ja kireän rahapolitiikan kasvua hillinneet vaikutukset jäävät taakse. Käytettävissä olevien reaalityulojen kasvun jatkumisen odotetaan tukevan yksityistä kulutusta, josta odotetaan kasvun pääveturia vuoden 2024 jälkipuoliskosta eteenpäin. Niin ikään työmarkkinoiden sitkeyden, asteittain vahvistuvan kuluttajien luottamuksen ja epävarmuuden vähenemisen voi olettaa tukevan kotitalouksien kulutusta.

Samankaltainen näkemys välittyy myös euroalueen talousnäkymiä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioista, joissa euroalueen BKT:n kasvun ennakoitaan olevan 0,8 % vuonna 2024 ja kiihtyvän sitten 1,3 prosenttiin vuonna 2025 sekä edelleen 1,5 prosenttiin vuonna 2026.⁴

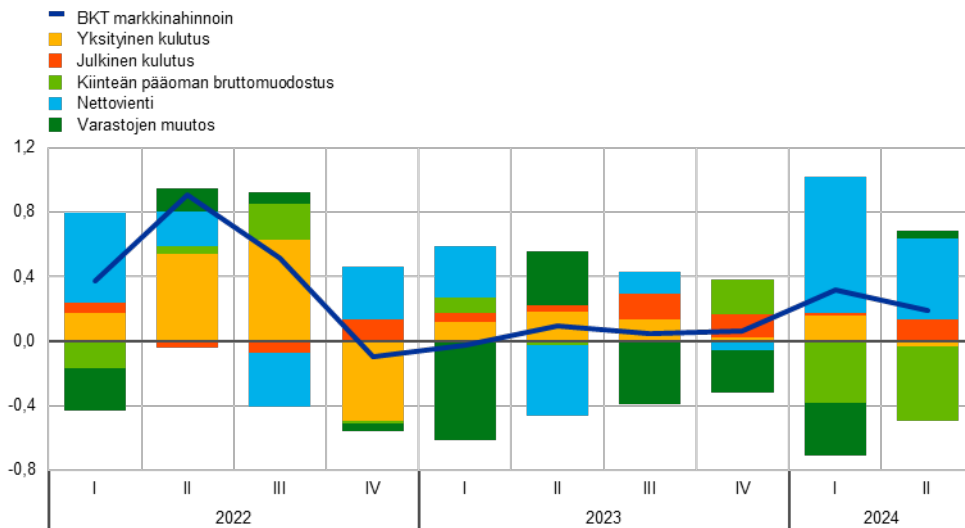
Eurostatin tuoreimman arvion mukaan BKT:n määrä kasvoi vuoden 2024 toisella neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli puolestaan kasvanut 0,3 % (kuvio 4). Nettoviennin kasvuvaikutus oli toisella neljänneksellä positiivinen, kun taas kotimaisella kysynnällä oli negatiivinen vaikutus ja varastojen muutoksella neutraali. Kokonaisarvonlisäyksen paraneminen perustui kokonaan palveluihin, kun taas teollisuus ja rakentaminen supistuivat.

⁴ Ks. EKP:n verkkosivustolla 12.9.2024 julkaistut euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot, syyskuu 2024.

Kuvio 4

Euroalueen BKT ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaihtokerto prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2024 toiselta neljännekseltä.

Kyselytiedot viittaavat palveluvetoisen kasvun jatkumiseen vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä.

Kokonaistuotantoa kuvaava ostopääallikköindeksi (PMI) oli heinä- ja elokuussa keskimäärin 50,6 pistettä eli alempi kuin vuoden 2024 toisen neljänneksen 51,6 pistettä. Viimeaikaisesta laskustaan huolimatta indeksi viittaa edelleen positiiviseen kasvuun ja on siten säilyttänyt noususuuntansa lokakuusta 2023 lähtien. Toimialoittain tarkastellen tehdasteollisuuden tuotantoa kuvaava PMI-indeksi pysyi heinä- ja elokuussa negatiivisen kasvun alueella, joten sen kesällä 2023 käynnistynyt nousu katkesi (kuvio 5, kohta a). Uusien tilausten indeksin, jonka pitäisi olla luonteeltaan enemmän tulevaisuutta ennakoiva, kehitys oli vastaavaa. Kaiken kaikkiaan nämä indikaattorit viittaavat teollisuuden vaimean kehityksen jatkumiseen, kun tavaroiden kysyntä on vaisua ja rahapolitiikan taannoisen kiristymisen vaikutus tuntuu edelleen. Tähän saakka kasvun veturina toimineen palvelusektorin ostopääallikkökyselyt sekä tuotannon että uusien tilausten osalta viittaavat positiivisen kasvun jatkumiseen (kuvio 5, kohta b). Palvelusektori hyötyi myös Pariisin olympialaisten henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvilla palveluille antamasta kasvusysäyksestä. PMI-indeksien kehitys viittaa siihen, että viimeaikaiset erot sektorien välillä todennäköisesti jatkuvat lyhyellä aikavälillä.

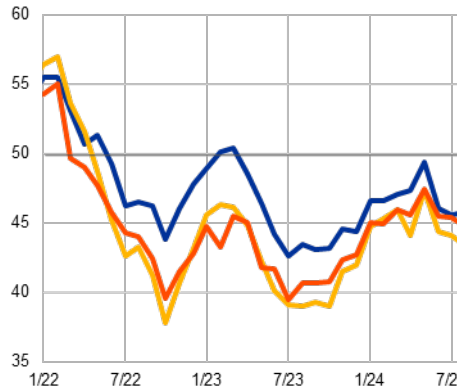
Kuvio 5

Sektorikohtaiset PMI-indikaattorit

a) Tehdasteollisuus

(diffuusioindeksit)

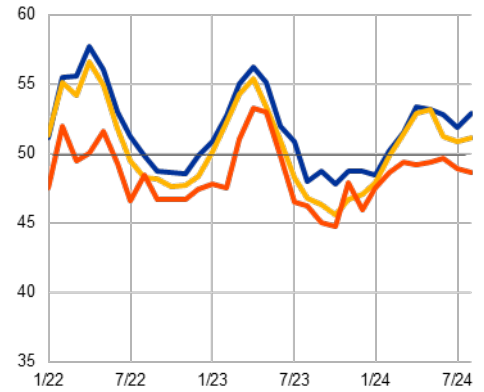
— Tuotanto
— Uudet tilaukset
— Uudet vientitilaukset



b) Palveluala

(diffuusioindeksit)

— Tuotanto
— Uudet tilaukset
— Uudet vientitilaukset



Lähde: S&P Global Market Intelligence.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2024.

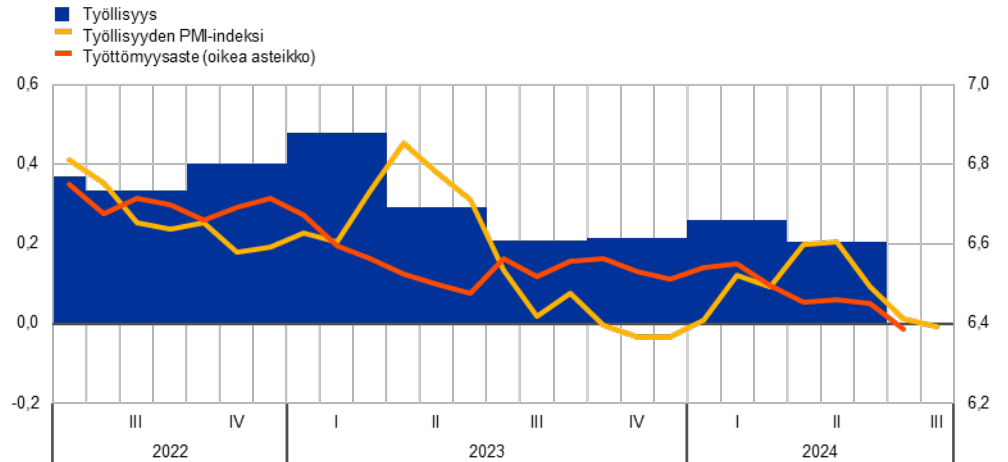
Työllisyys kääntyi kasvuun vuoden 2024 toisella neljänneksellä. Työllisten määrä kasvoi vuoden toisella neljänneksellä 0,2 % (kuviot 6, kohta a) lähinnä työvoiman jatkuvan, joskin hitaan, kasvun myötä. Tuottavuus työntekijää ja keskimääräistä tehtyä työtuntia kohden pysyi vuoden 2024 toisella neljänneksellä vakaana. Työttömyysaste laski heinäkuussa vähän eli 6,4 prosenttiin kesäkuun 6,5 prosentista, koska työttömien määrä laski ja työvoiman kasvu hidastui. Työvoiman kysyntä on vähentynyt hieman pandemian jälkeiseltä korkealta tasoltaan ja vapaiden työpaikkojen aste laski toisella neljänneksellä 0,3 prosenttiyksikköä edellisestä neljänneksestä 2,6 prosenttiin eli lähelle pandemiaa edeltänyttä huippuaan.

Kuvio 6

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

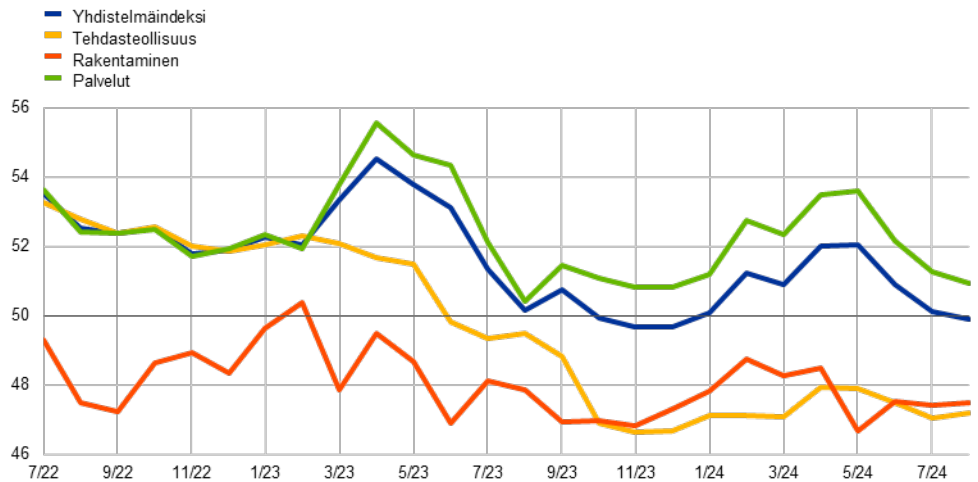
a) Euroalueen työllisyys, työllisyyden PMI-indeksi ja työttömyysaste

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



b) Sektorikohtaiset työllisyyden PMI-indeksit

(diffuusioindeksit)



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

Huom. Kohdan a kaksi viivaa kuvaavat kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. Työllisyyden neljännesvuotuista kasvua mittaava PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä, työllisyyden PMI-indeksistä elokuulta 2024 ja työttömyysasteesta heinäkuulta 2024. Kohdan b tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2024.

Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat vain pieneen työllisyyden kasvuun vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä. Kuukausitasoinen työllisyyden PMI-yhdistelmäindikaattori pysyi elokuussa jokseenkin ennallaan 49,9 pisteessä eli hieman heinäkuun 50,1 pistettä alempana, mikä viittasi työllisyyden kasvun hidastumisen todennäköiseen jatkumiseen (kuvion 6 kohta b). Palvelusektorin PMI-indeksi laski heinäkuun 51,3 pisteestä elokuussa 50,9 pisteeseen. Sitä vastoin tehdasteollisuuden ja rakennusalan PMI-indikaattorit nousivat hieman mutta pysyivät negatiivista kasvua kuvaavalla puolella.

Yksityinen kulutus heikkeni vuoden 2024 toisella neljänneksellä mutta sen odotetaan vahvistuvan lyhyellä aikavälillä. Yksityinen kulutus supistui

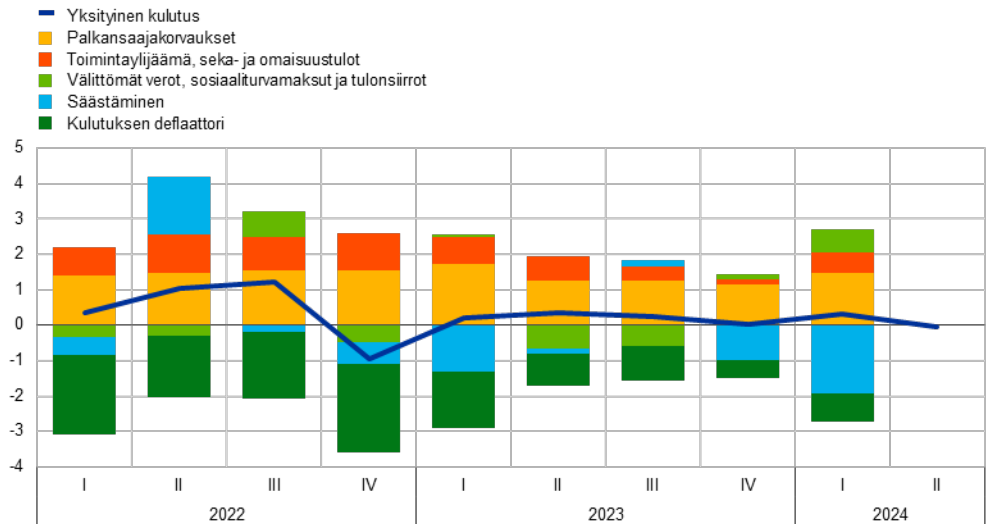
marginaalisesti vuoden 2024 toisella neljänneksellä edellisten neljännesten keskimäärin heikon kasvun jälkeen. Vaimea kasvu oli ristiriidassa siihen nähden, että kotitalouksien ostovoima on vahvistunut selvästi vuoden 2023 loppupuolelta inflaation hidastuessa sekä työtulojen ja muiden tulojen kasvaessa. Tulojen kehitys on tukenut kotitalouksien säästämisen kasvua, jonka taustalla ovat ilmeisesti myös rahoitusolojen kiristyminen (korkojen nousun ja ankarampien luotonantokriteerien myötä) ja vaimea lainanotto sekä vahvan työmarkkinatilanteen ansiosta vähentynyt tarve kuluttaa varautumissäästöjä. Lisäksi epävarmuus on edelleen koholla ja kuluttajien luottamus on vaimeaa (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 3). Tuoreimmat kyselytiedot viittaavat kotitalouksien kulutuksen kasvuun lyhyellä aikavälillä. Euroopan komission indikaattorit, jotka kuvaavat yritysten odotuksia lähikontakteja sisältävien palvelujen kysynnästä seuraaville 12 kuukaudelle sekä vähittäiskaupan odotuksia seuraaville kolmelle kuukaudelle, paranivat elokuussa. Ensin mainittu pysyi pandemiaa edeltänyttä keskiarvotasoaan korkeamana ja jälkimmäinen lähestyi sitä (kuvio 7, kohta b). Kulutuskysynnän vahvistumiseen viittaa myös se, että kuluttajien odotukset suurista hankinnoista seuraaville 12 kuukaudelle ylittivät heinäkuussa pandemiaa edeltäneen tasonsa ja pysyivät elokuussakin sen tuntumassa. Myös EKP:n tuorein kuluttajaodotuskysely kertoi kasvavasta alltiudesta suuriin hankintoihin seuraavien 12 kuukauden aikana, ja myös lomamatkojen hankintaodotukset pysyivät korkealla tasolla.

Kuvio 7

Yksityisen kulutuksen kasvun hajotelma ja odotukset lähikontakteja sisältävien palvelujen ja vähittäiskaupan kehityksestä sekä suurista hankinnoista

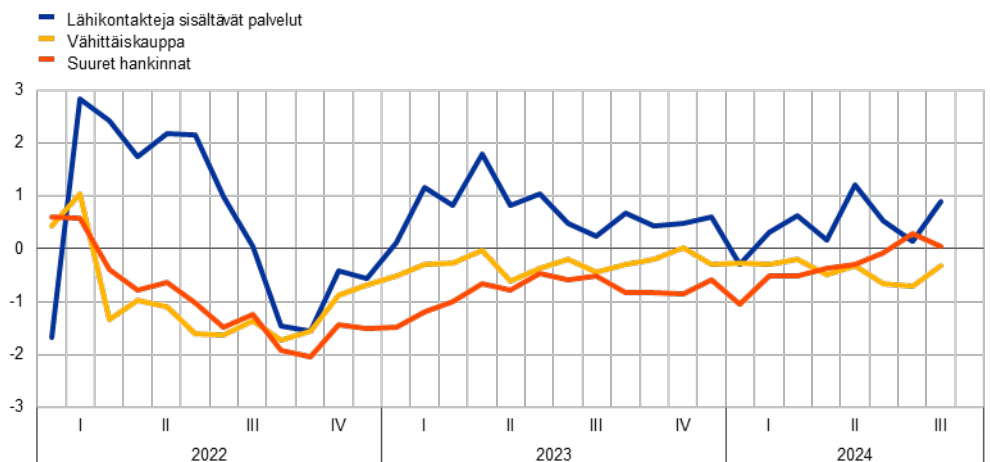
a) Yksityisen kulutuksen kasvun hajotelma

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaihtokukset prosenttiyksikkönä)



b) Odotukset

(standardoituja saldolukuja)



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

Huom. Kohdassa a tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä yksityisestä kulutuksesta ja vuoden 2024 viimeiseltä neljännekseltä kasvukontribuutioista. Kohdassa b yritysten odotukset lähikontakteja sisältävien palvelujen kysynnästä sekä vähittäiskaupan odotukset koskevat kolme seuraavaa kuukautta, kun taas kuluttajien odotukset suurista hankinnoista koskevat seuraavia 12 kuukautta. Ensimmäinen aikasarja on standardoitu tietojen saatavuuden mukaan ajanjaksolle tammikuusta 2005 vuoteen 2019, kun taas jälkimmäiset kaksi aikasarjaa on standardoitu ajanjaksolle vuodesta 1999 vuoteen 2019; "lähikontakteja sisältävät palvelut" tarkoittaa majoitus-, matkailu- ja ravitsemispalveluja. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2024.

Yritysten investoinnit kasvoivat maltillisesti vuoden 2024 toisella neljänneksellä, mutta kasvu todennäköisesti hidastuu vuoden jälkipuoliskolla.

Muut kuin rakennusinvestoinnit (pois lukien Irlannin henkiset omaisuustuotteet) kasvoivat 0,7 % vuoden 2024 toisella neljänneksellä (ja supistuivat 3,7 % mukaan lukien Irlannin henkiset omaisuustuotteet). Elokuuhun saakka ulottuvat lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat pääomahyödykesektorin heikkouden jatkumiseen kolmannella neljänneksellä (kuvio 8, kohta a). PMI-indeksi on tänä vuonna pitkälti heilahdellut saman tason tuntumassa, ja Euroopan komission luottamusindikaattori

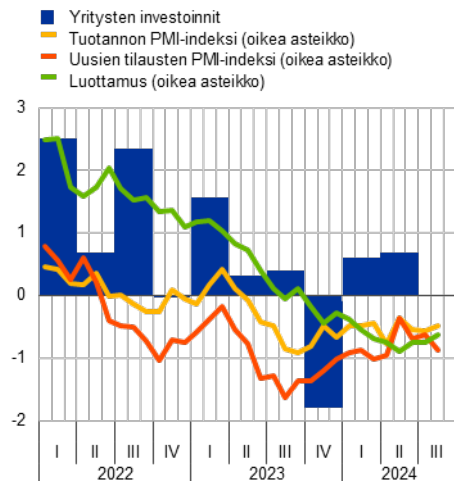
on viime kuukausina hieman noussut matalalta tasoltaan. Sektorin ennakoivat indikaattorit, kuten elokuun uusien tilausten PMI-indeksi, putosivat. Heikon kysynnän odotetaan hillitsevän investointeja lyhyellä aikavälillä, kun kapasiteetin käyttöaste on matala ja epävarmuus edelleen suurta. Komission heinäkuussa julkistetun vuoden 2024 kolmatta neljännestä koskevan kyselyn mukaan kysyntä antaa nyt aiempaa vähemmän tukea pääomahyödykesektorin tuotannolle. Komission kyselytiedot kertovat vähenevästä kapasiteetin käytöstä sekä siitä, että tiloja ja laitteistoa koskevia näkökohtia pidetään yrityksissä aiempaa vähemmän taloudellisen tuotannon rajoitteina. Tämä puolestaan viittaa siihen, että välitön investointitarve on vähentynyt. Investointisuunnitelmia on saatettu lykätä myös lisääntyneen epävarmuuden ja geopoliittisten riskien takia. Yritysten investointien odotetaan jatkavan kasvuaan keskipitkällä aikavälillä sitä mukaa, kun ne saavat vauhtia kysynnän ennustetusta kasvusta, rahoitusolojen kireyden helpottumisesta sekä suuresta vihreiden ja digitalisaatioinvestointien tarpeesta.

Kuvio 8

Reaali-investointien kehitys ja kyselytiedot

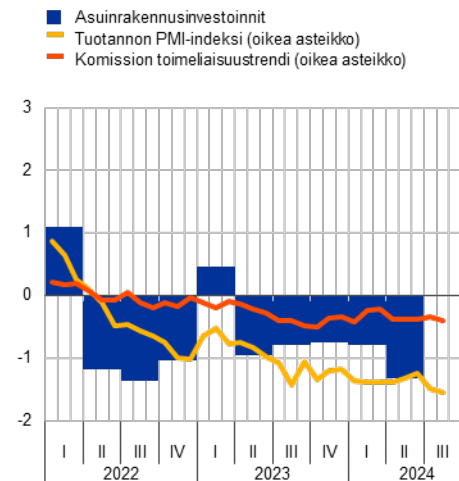
a) Yritysten investoinnit

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, saldoluuvut ja diffuusioindeksit)



b) Asuinrakennusinvestoinnit

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, saldoluuvut ja diffuusioindeksit)



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

Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksit ilmaistaan poikkeamana 50:stä. Kohdassa a yritysten investoinnit tarkoittavat muita kuin rakennusinvestointeja pois lukien Irlannin henkiset omaisuustuotteet. PMI-viivat tarkoittavat pääomahyödykesektorilta saatuja vastauksia. Tuoreimmat havainnot yritysten investoinneista ovat vuoden 2024 toiselta neljänneksellä ja kaikista muista eristä elokuulta 2024. Kohdassa b Euroopan komission laatima tuotantotrendin indikaattori viittaa talonrakentamisen ja erikoistuneen rakennustoiminnan painotettuun keskiarvoon kolmeen edelliseen kuukauteen verrattuna, skaalattuna samaan keskihajontaan kuin PMI-indeksi. PMI-viiva viittaa asuinrakennustuotantoon. Tuoreimmat havainnot asuinrakennusinvestoinneista ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä sekä tuotantoa kuvaavasta PMI-indeksistä ja Euroopan komission tuotantotrendistä elokuulta 2024.

Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat merkittävästi vuoden 2024 toisella neljänneksellä, ja lyhyellä aikavälillä niiden odotetaan supistuvan edelleen, joskin aiempaa hitaammin.

Asuinrakennusinvestoinnit euroalueella supistuivat vuoden 2024 toisella neljänneksellä 1,3 %, kun taas talonrakentamisen ja erikoistuneen rakennustoiminnan indikaattorit laskivat 0,2 %. Lyhyen aikavälin kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat asuinrakennusinvestointien heikkenemisen jatkumiseen vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä, kun sekä asuinrakentamisen PMI-indeksi että Euroopan komission talonrakentamisen ja erikoistuneen

rakennustoiminnan indikaattorit pysyivät elokuuhun päättyneellä kolmen kuukauden jaksolla negatiivista kasvua kuvaavissa lukemissa (kuvio 8, kohta b). Asuinrakennusinvestointien supistuminen on kuitenkin todennäköisesti hidastumaan päin. Komission kyselyn mukaan kotitalouksien lyhyen aikavälin asunnon remontointi-, osto- tai rakennussuunnitelmat vahvistuivat edelleen vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä. Samaan aikaan EKP:n kuluttajaodotuskyselyn mukaan asuntoa hyvänä sijoituskohteena pitävien kotitalouksien osuus kasvoi edelleen heinäkuussa korkokehitystä koskevien odotusten vakiintuessa. Lisäksi heinäkuuisessa pankkien luotonantokyselyssä pankit odottivat asuntolainojen kysynnän kasvavan edelleen vuoden kolmannella neljänneksellä. Nämä kaikki havainnot tukevat näkemystä asuntojen kysynnän paranemisesta, minkä voi odottaa ennen pitkää johtavan asuinrakennusinvestointien kääntymiseen kasvuun.

Euroalueen viennin kasvu vaimeni selvästi vuoden 2024 toisella

neljänneksellä. Kiihdyttyään vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä euroalueen viennin neljännesvuotuinen kasvu hidastui toisella neljänneksellä 0,1 prosenttiin (pl. Irlanti, jonka kasvuluvut vaihtelivat voimakkaasti). Kasvun hidastuminen korostaa kilpailukykyhaasteita, jotka vaivaavat euroalueen vientiyrityksiä maailmantalouden elpyessäkin. Samaan aikaan palvelujen vienti tuki kokonaisviennin kasvua matkustuspalvelujen, liike-elämän palvelujen sekä tieto- ja viestintätekniikkapalvelujen voimakkaan kysynnän ansiosta. Tuoreimmat vientitilauksia kuvaavat ostopäällikköjen kyselytiedot viittaavat viennin jatkumiseen vaimeana lyhyellä aikavälillä. Samaan aikaan euroalueen tuonnin kasvun taannoinen elpyminen näyttää menettävän puhtiaan. Viennin kasvu tyrehtyi (ja oli ilman Irlantia nollassa) toisella neljänneksellä, jolloin euroalueen tehdasteollisuusyritykset supistivat tuotantopanosten hankintojaan kysynnän heikkenemisen vuoksi. Kasvun hidastuminen johtui pääasiassa tavaraviennin heikentymisestä. Nettoviennin kontribuutio oli positiivinen ja suuruudeltaan 0,5 % BKT:stä, koska vienti kasvoi tuontia enemmän. Tuontihintojen alettua vakiintua vaihtosuhteen paraneminen on kuitenkin tyrehtymässä.

Euroalueen talouden odotetaan jatkavan elpymistä keskipitkällä aikavälillä pitkälti yksityisen kulutuksen vahvistumisen ansiosta.

Jatkossa BKT:n määrän kasvun odotetaan elpävän edelleen sitä mukaa kun reaalityulojen kasvu jatkuu, ulkomainen kysyntä vahvistuu ja kireän rahapolitiikan kasvua hillinneet vaikutukset jäävät taakse. Käytettävissä olevien reaalityulojen kasvun jatkumisen odotetaan tukevan yksityistä kulutusta, josta odotetaan kasvun pääveturia vuoden 2024 jälkipuoliskosta eteenpäin. Niin ikään työmarkkinoiden sitkeyden, asteittain vahvistuvan kuluttajien luottamuksen ja epävarmuuden vähenemisen voi olettaa tukevan kotitalouksien kulutusta. Yritysten investointien ennustetaan paranevan myöhemmin sitä mukaa, kun rahapolitiikan taannoisen kiristymisen edelleen jossain määrin kasvua jarruttava vaikutus jää taakse ja investoinnit saavat tukea sekä koti-että ulkomaisesta kysynnästä.

EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioissa euroalueen talousnäkymistä BKT:n määrän odotetaan kasvavan 0,8 % vuonna 2024 ja 1,3 % vuonna 2025 sekä 1,5 % vuonna 2026.

Kasvuarvioita on tarkistettu hieman kesäkuuisia arvioita pienemmiksi (-0,1 prosenttiyksikön alennus kullekin vuodelle) pääasiassa siksi, että

kotimaisen kysynnän kasvuvaikutuksen odotetaan nyt jäävän tulevilla neljänneksillä vähäisemmäksi.

Hinnat ja kustannukset

Euroalueen kokonaisinflaatio hidastui elokuussa 2,2 prosenttiin heinäkuun 2,6 prosentista pääasiassa energian inflaation vaimenemisen takia. Useimmat pohjainflaatioindikaattorit pysyivät jokseenkin ennallaan heinäkuussa, jolloin erityisesti palkkakehityksestä aiheutui voimakasta hintapainetta.

Työvoimakustannusten yleinen kasvu on kuitenkin maltillistumassa, ja yhä koholla olevista työvoimakustannuksista aiheutuvia inflaatiopaineita katetaan osittain voitoilla. Tämä tukee meneillään olevaa inflaation hidastumista. Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset pysyivät tarkastelujaksolla jokseenkin ennallaan – useimmat niiden indikaattorit olivat 2 prosentin tuntumassa – ja markkinapohjaiset mittarit ovat laskeneet lähemmäs samaa tasoa tarkastelujakson mittaan.

Talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioissa euroalueen vuotuinen inflaatiovauhti hidastuu asteittain ja on keskimäärin 2,5 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026.⁵

Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattu euroalueen kokonaisinflaatio putosi elokuussa 2,2 prosenttiin heinäkuun 2,6 prosentista (kuvio 9).⁶ YKHI-inflaation hidastuminen johtui muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatiovauhdin hidastumisesta, jolla oli suurempi vaikutus kuin elintarvikkeiden ja palvelujen inflaatiovauhtien kiihtymisellä. Energian vuotuinen inflaatio putosi tuntuvasti eli heinäkuun 1,2 prosentista -3,0 prosenttiin elokuussa. Se puolestaan johtui vertailuajankohdan vaikutuksesta, sillä energiatuotteiden hinnat olivat nousseet voimakkaasti elokuussa 2023. Elintarvikkeiden inflaatio kiihtyi elokuussa hieman eli 2,4 prosenttiin heinäkuun 2,3 prosentista, kun jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vuotuinen muutosvauhti kasvoi ja jalostettujen elintarvikkeiden hintojen muutos pysyi ennallaan. YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) hidastui elokuussa 2,8 prosenttiin heinäkuun 2,9 prosentista, koska muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatio hidastui (elokuussa 0,4 % ja heinäkuussa 0,7 %) tuntuvammin kuin palvelujen inflaatio kiihtyi (elokuussa 4,2 % ja heinäkuussa 4,0 %). Muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaation palautuminen pitkälti normaaliksi liittyi toimitusketjun taannoisten hintapaineiden helpottumisesta, kun taas sitkeämpi palvelujen inflaatio liittyi työvoimakustannusten keskeisempään rooliin joissakin aluerissä sekä viipeellisistä hintojen tarkistuksista toisissa aluerissä.

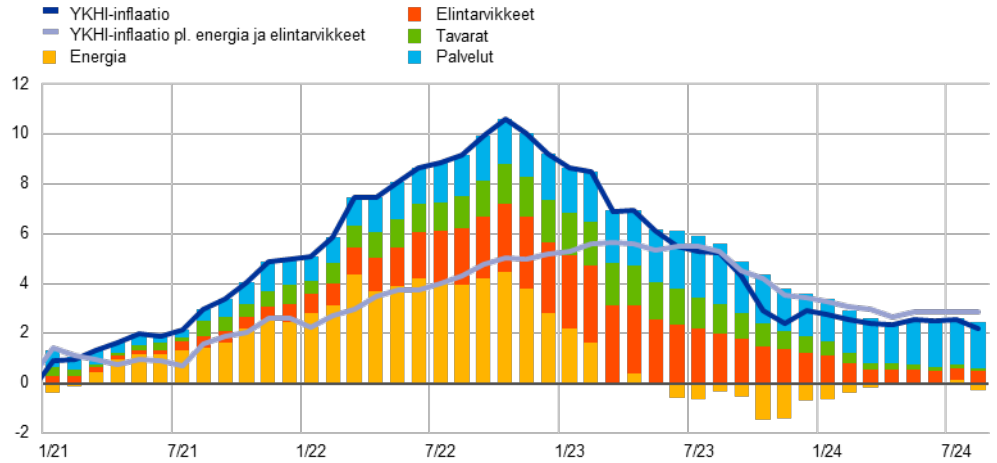
⁵ Ks. EKP:n verkkosivustolla 12.9.2024 julkaistut [euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot, syyskuu 2024](#).

⁶ Tämän *Talouksatsauksen* viimeinen aineistopäivä oli 11.9.2024. Sitten 18.9.2024 julkistetut YKHI-inflaatiotilastot (täydellinen arvio) vahvistivat elokuun 2024 kokonaisinflaatioksi 2,2 %. Elintarvikkeiden inflaatio pysyi elokuussa 2,3 prosentissa (samana kuin heinäkuussa), mutta palvelujen inflaatio kiihtyi heinäkuun 4,0 prosentista elokuussa 4,1 prosenttiin.

Kuvio 9

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksiköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tavaroina tarkoitetaan muita teollisuusyödykkeitä pl. energia. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2024 (pika-arviot).

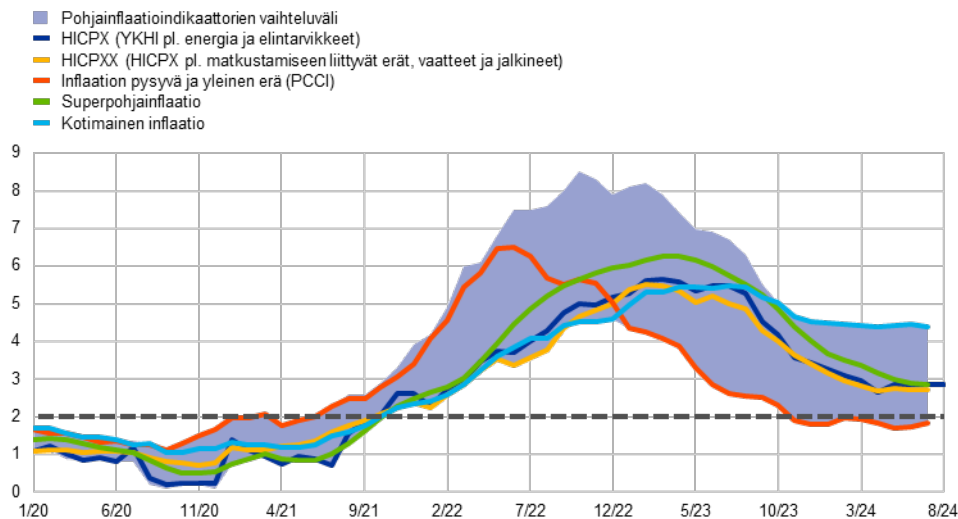
Useimmat pohjainflaatioindikaattorit pysyvät heinäkuussa vakaina, joskin keskenään eri tasoilla (kuvio 10).

Pohjainflaatioindikaattorien vaihteluväli oli heinäkuussa 2024 (tuorein käytettävissä oleva tieto) 1,8–4,4 %. Inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) -indikaattori on kehitetty tunnistamaan yleinen inflaatiotekijä kattavasta hintamuutosten joukosta, ja se on nykyisellä pandemian jälkeisellä jaksolla paras keskipitkän aikavälin inflaation mittari. PCCI on tällä hetkellä pohjainflaatioindikaattorien vaihteluvälin alimpana, kun taas ylimpänä on kotimainen inflaatio (josta on suljettu pois korkean tuontisisällön YKHI-erät). Suhdanneherkistä eristä koostuva superpohjainflaatio (supercore) oli heinäkuussa 2,9 % eli sama kuin edelliskuussa, ja myös HICPXX-inflaatio (YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja) pysyi heinäkuussa ennallaan eli 2,7 prosentissa, kun taas inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) nousi heinäkuussa 1,8 prosenttiin kesäkuun 1,7 prosentista. Kotimaisen inflaation indikaattori laski heinäkuussa hieman eli 4,4 prosenttiin pysyen kuitenkin sitkeästi korkeana. Tämä johtui siitä, että indikaattori sisältää korkeilla painoilla vakuutus-, majoitus- ja vapaa-ajan palvelujen kaltaisia palvelueriä.

Kuvio 10

Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

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

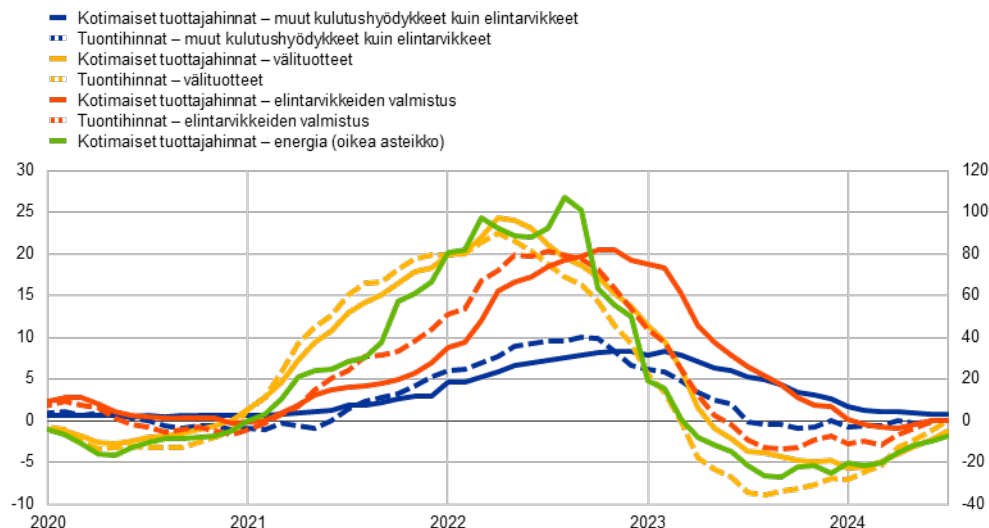
Toimitusketjun hintapaineet pysyivät maltillisena, joskin niiden lähtemisestä nousuun matalalta nykytasoltaan on merkkejä (kuvio 11).

Hinnoitteluketjun alkupäässä energian tuottajahintainflaatio, joka on ollut negatiivinen maaliskuusta 2023 lähtien, kiihtyi heinäkuussa -6,9 prosenttiin kesäkuun -9,6 prosentista. Myös välituotteiden kotimarkkinakaupan tuottajahintojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi negatiivisena, joskin edelliskuukautta lievemmin (-1,2 % heinäkuussa ja -2,3 % kesäkuussa). Vastaava tuontihintojen vuotuinen kasvuvauhti nousi heinäkuussa noltaan kesäkuun -1,3 prosentista. Hinnoitteluketjun loppupäässä muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimainen tuottajahintainflaatio pysyi heinäkuussa ennallaan 0,9 prosentissa ja ruokavalmisteiden tuotannon inflaatio puolestaan pysyi 0,1 prosentissa. Kulutushyödykkeiden tuontihinnat nousivat heinäkuussa, mikä johtui osittain siitä, että euron nimellisen efektiivisen valuuttakurssin vuotuinen muutos pitkälti tasoittui aiemman nousun jälkeen. Kaiken kaikkiaan hintapaineet ovat vakaantuneet ja niissä näkyy myös merkkejä piristymisestä nykyiseltä vaimealta tasolta, mikä viittaa siihen, että taannoisten kustannussokkien jälkeinen hintapaineiden hiipuminen on tullut päätökseen.

Kuvio 11

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuontihinnoista ja jalostettujen elintarvikkeiden tuontihinnoista ovat kesäkuulta 2024 ja muista indikaattoreista heinäkuulta 2024.

BKT:n deflaattorilla mitattuna kotimaiset kustannuspaineet vaimenivat edelleen vuoden 2024 toisella neljänneksellä, joskin ne pysyivät yleisesti ottaen koholla (kuvio 12). BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti hidastui

3,0 prosenttiin vuoden 2024 toisella neljänneksellä oltuaan 3,6 % edellisellä neljänneksellä. Lasku johtui kaikkien pääerien kontribuution heikkenemisestä, mutta voimakkain laskupaine syntyi yksikkötyökustannuksista. Yksikkötyökustannusten vaikutuksen pieneneminen johtui palkkojen kasvun hidastumisesta työntekijää kohden lasketuilla työvoimakustannuksilla mitattuna, sillä niiden kasvu hidastui vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen 4,8 prosentista toisella neljänneksellä 4,3 prosenttiin. Tehtyä työtuntia kohden lasketuilla työvoimakustannuksilla mitattu palkkojen kasvu hidastui niin ikään 4,2 prosenttiin vuoden 2024 toisella neljänneksellä ensimmäisen neljänneksen 5,0 prosentista. Sopimuspalkkojen kasvu hidastui toisella neljänneksellä 3,5 prosenttiin vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen 4,7 prosentista, mutta uusimmat EKP:n ennakoivaan palkkaindikaattoriin sisältyvät työehtosopimukset viittaavat sopimuspalkkojen kasvun voimistumiseen vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä.⁷ Kaiken kaikkiaan viimeaikaisin palkkojen kehitys viittaa siihen, että taannoisen nopean inflaation kompensoinnin merkitys on vähenemässä ja reaali-palkat vastaavasti vahvistumassa.⁸ Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten vuotuisen kasvun arvioidaan olevan keskimäärin 4,5 % vuonna 2024 ja hidastuvan edelleen arviointijakson mittaan mutta pysyvän kuitenkin historiallista keskiarvoaan korkeampana, mikä johtuu työmarkkinoiden jatkuvasta kireydestä ja osaltaan edelleen inflaatiokompensaatiosta.

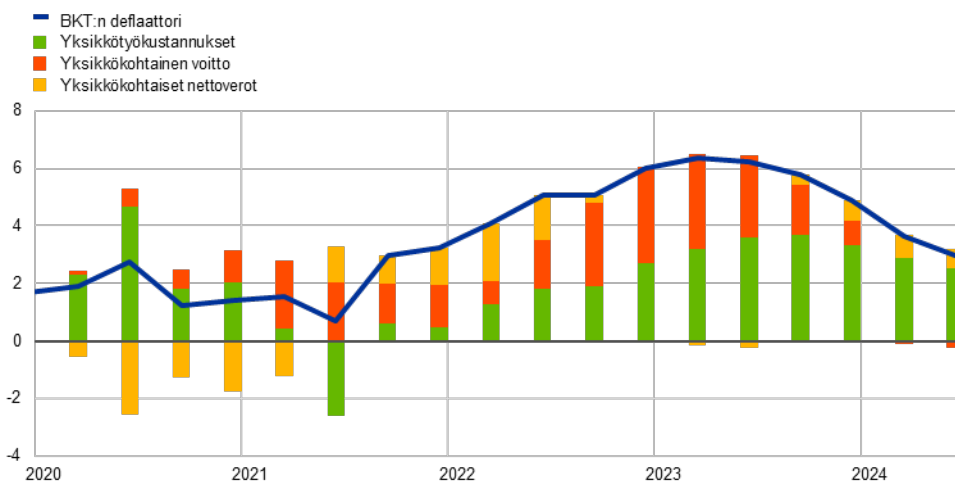
⁷ Ks. Górnicka ja Koester (toim.), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", EKP:n Occasional Paper -julkaisusarjan nro 338, helmikuu 2024.

⁸ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Palkkojen ja palkkaliukuman viimeaikainen kehitys".

Kuvio 12

BKT:n deflaattorin hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, kontribuutit prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2024 toiselta neljännekseltä. Työntekijää kohden lasketuilla palkansaajakorvauksilla on yksikkötyökustannuksia lisäävä vaikutus ja työvoiman tuottavuudella puolestaan negatiivinen vaikutus.

Kyselytietoihin perustuvat pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset pysyvät ennallaan lähinnä 2 prosentin tuntumassa, ja markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ovat laskeneet lähemmäs samaa tasoa tarkastelujakson mittaan (kuvio 13). Sekä EKP:n vuoden 2024 kolmannen

neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen että EKP:n syyskuun 2024 Survey of Monetary Analysts -kyselytutkimuksen mukaan pidemmän aikavälin keskiarvo ja mediaani-inflaatio-odotus (vuodelle 2029) oli 2,0 %.

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit (jotka perustuvat YKHI-inflaatioon pl. tupakka) tuottokäyrän pitkässä päässä laskivat noin 0,27 prosenttiyksikköä, ja viiden vuoden inflaatioidonainen swapkorko viiden vuoden päästä oli noin 2,1 %.

Samalla on kuitenkin syytä huomata, etteivät markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit kuvaa pelkästään markkinaosapuolten aitoja inflaatio-odotuksia, vaan ne sisältävät myös inflaatoriskipreemioita. Mallipohjaiset aitojen inflaatio-odotusten indikaattorit, joista inflaatoriskipreemiot on puhdistettu, kertovat markkinaosapuolten odottavan edelleen noin 2 prosentin inflaatiota pidemmällä aikavälillä. Myös euroalueen lyhyen aikavälin inflaation markkinapohjaiset indikaattorit laskivat merkittävästi, mikä viittaa siihen, että sijoittajat odottavat inflaation hidastuvan edelleen ja pysyvän loppuvuoden 2 prosentin tuntumassa ja ensi vuonna sen alla. Markkinaosapuolten odotusten muutoksen voidaan katsoa johtuvan osaltaan energiatuotteiden – erityisesti öljyn – hinnan laskusta sekä Yhdysvaltojen talouskasvuun liittyvistä huolista. Erityisesti yhden vuoden inflaatioidonainen korko vuoden päästä laski tarkastelujakson aikana 0,47 prosenttiyksikköä ja on tällä hetkellä 1,7 %. Kuluttajien inflaatio-odotukset puolestaan näyttävät vakaantuneen viime kuukausina. EKP:n heinäkuun 2024 kuluttajaodotuskyselyn mukaan mediaaniodotus ensi vuoden kokonaisinflaatiosta pysyi ennallaan 2,8 prosentissa (kolmatta kuukautta peräkkäin) ja kolme vuotta eteenpäin katsova inflaatio-odotus nousi 2,4 prosenttiin kesäkuun 2,3 prosentista.

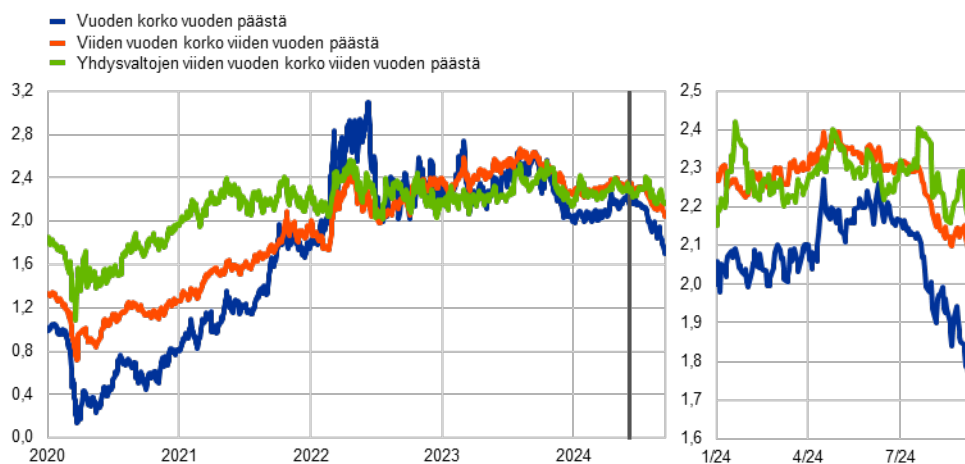
Kokemukset toteutuneesta inflaatiosta laskivat heinäkuussa 2024 mutta pysyivät kuitenkin korkeampina kuin inflaatio-odotus vuoden ja kolmen vuoden päähän.

Kuvio 13

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ja kuluttajien inflaatio-odotukset

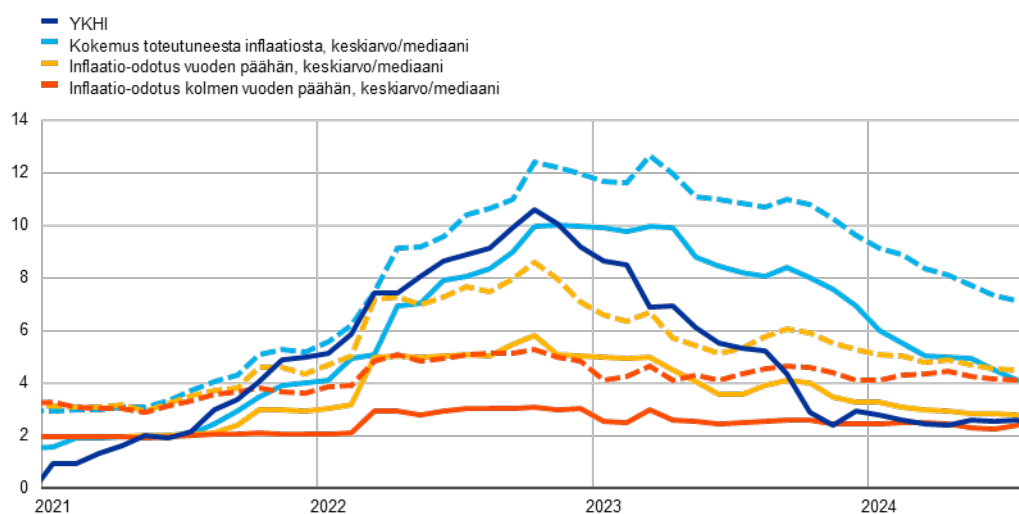
a) Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



b) Kokonaisinflaatio ja EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, EKP:n kuluttajaodotuskysely (Consumer Expectations Survey, CES) ja EKP:n laskelmat.
Huom. Kohta a osoittaa inflaatioidonnoisten koronvaihtosopimusten termiinkorot eri juoksuaajoille euroalueella ja tuotot yhdistävän viiden vuoden inflaatiovauhdin viiden vuoden kuluttua Yhdysvalloissa. Pystysuora harmaa viiva osoittaa arviointijakson alun 6.6.2024. Kohdassa b katkoviivat kuvaavat keskiarvoa ja yhtenäiset viivat mediaania. Tuoreimmat havainnot termiinkoroista ovat ajankohdalta 11.9.2024, YKHIstä elokuulta 2024 (pika-arvio) ja muista mittareista heinäkuulta 2024.

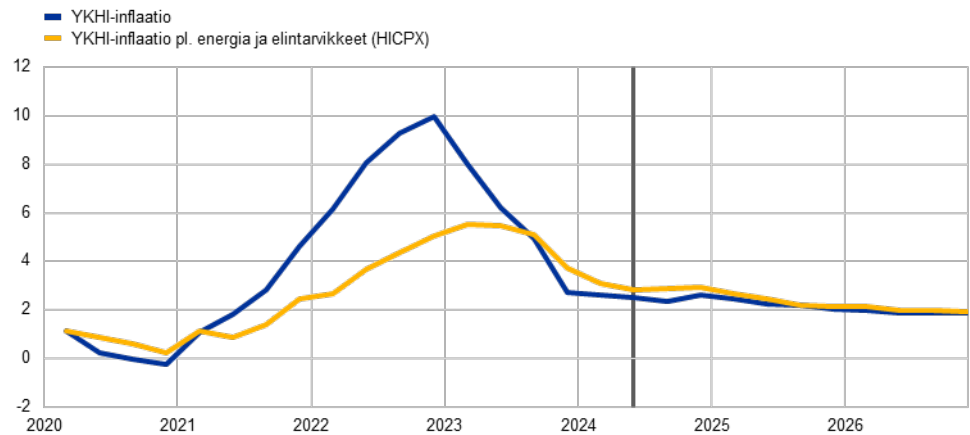
EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioissa kokonaisinflaation arvioidaan jatkavan hidastumistaan ja olevan 2,5 % vuonna 2024 ja 2,2 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026 (kuvio 14). Kokonaisinflaation odotetaan nopeutuvan hieman vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä pääasiassa energiaan liittyvien vertailuajankohdan vaikutusten myötä, ennen kuin inflaatio palautuu lasku-uralleen. Hidastuminen vuonna 2024 liittyy toimitusketjun hintapaineiden hiipumiseen ja rahapolitiikan kiristymisen vaikutukseen. Inflaation odotetaan vaimenevan edelleen

asteittain lähivuosina sitä mukaa, kun tiukassa työmarkkinatilanteessa palkkojen kasvusta ja inflaatiokompensaatiopaineista aiheutuneet vaikutukset jäävät taakse. Kokonaisinflaation kehitys on arvioitu pitkälti samanlaiseksi kuin kesäkuun 2024 asiantuntija-arvioissa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation (HICPX) arvioidaan kiihtyvän vuosina 2024 ja 2025 palvelujen nopeamman inflaation takia hieman enemmän (0,1 prosenttiyksikköä) kuin kesäkuisissa asiantuntija-arvioissa. EKP:n asiantuntijat kuitenkin odottavat edelleen pohjainflaation hidastuvan nopeasti eli vuoden 2,9 prosentista 2,3 prosenttiin vuonna 2025 ja 2,0 prosenttiin vuonna 2026.

Kuvio 14

Euroalueen YKHI- ja HICPX-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2024).

Huom. Harmaa pystysuora viiva osoittaa viimeistä vuosineljännestä ennen arviointijakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä (toteutuneet tiedot), ja viimeisimmät arviot koskevat vuoden 2026 viimeistä neljänneistä. Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden syyskuun 2024 arviot viimeisteltiin 29.8.2024, ja niiden tekniset oletukset perustuvat 16.8.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin. Sekä historialliset että nykyiset YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot raportoidaan neljännesvuotuisella tiheydellä.

Tarkastelujaksolla (6.6.–11.9.2024) kasvu- ja inflaationäkymien yleinen uudelleenarviointi painoi riskittömiä korkoja alas keskeisissä kehittyneissä talouksissa. Euroalueella termiinkorot laskivat kaikissa maturiteeteissa, kun markkinaosapuolet ennakoivat nyt aiempaa nopeampia ja kumulatiivisesti suurempia ohjauskorkojen leikkauksia. Tarkastelujakson lopussa termiinkoroissa kuvastui odotus ohjauskorkojen laskusta kaikkiaan noin 0,60 prosenttiyksiköllä vuoden loppuun mennessä. EKP:n neuvoston syyskuinen 0,25 prosenttiyksikön koronlasku näkyy termiinkoroissa täysimääräisenä. Euroalueen pitkät riskittömät nimelliskorot ovat niin ikään laskeneet, pääasiassa inflaatiokompensaation vähenemisen vuoksi, ja myös pitkät reaalkorot ovat hieman laskeneet. Valtioiden joukkolainojen tuotot ovat nekin laskeneet, joskin vähemmän kuin riskittömät korot. Jonkin verran levottomuutta esiintyi Ranskan ennen aikaisten vaalien aikaan ja elokuun alussa maailman osakemarkkinoilla nähdyn myyntiryntäyksen yhteydessä.

Suurempiriskisten omaisuuslajien hinnat vaihtelivat tarkastelujaksolla voimakkaasti. Elokuun alussa osakehinnat laskivat merkittävästi, kun sijoittajien riskinottohalukkuus väheni ja maailmantalouden kehitys oli julkistettujen tietojen valossa heikkoa. Vaikka euroalueen yritysten osakehinnat palautuivatkin suurelta osin elokuun alun tappioista, ne ovat edelleen alhaisemmat kuin kesäkuussa. Taustalla ovat tulosodotusten lasku ja riskipreemioiden kasvu. Euro vahvistui jonkin verran Yhdysvaltain dollariin nähden, mutta sen kauppapainotteinen kurssi pysyi suunnilleen ennallaan.

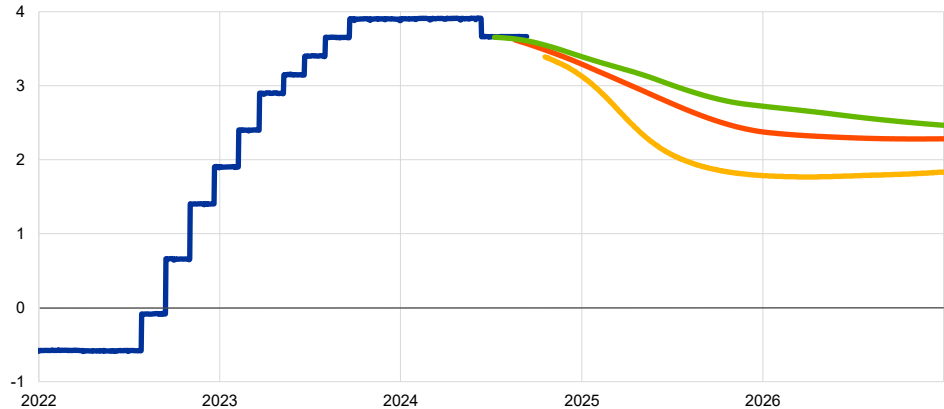
Yön yli -indeksiswapkoron (OIS-koron) aikarakennetta kuvaava käyrä eli termiinkäyrä on siirtynyt alaspäin EKP:n neuvoston kesäkuisen kokouksen jälkeen, kun markkinaosapuolet alkoivat odottaa koronlaskujen tapahtuvan aiemmin ennakoitua nopeammin ja olevan kumulatiivisesti suurempia (ks. **kuvio 15).** Euromääräisten markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) oli tarkastelujakson aikana keskimäärin 3,7 %, kun markkinoilla ennakoitiin laajalti EKP:n neuvoston laskevan keskeisiä ohjauskorkoja 0,25 prosenttiyksiköllä kesäkuun kokouksessaan. Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni noin 130 miljardilla eurolla 6.6.–11.9. välisenä aikana ja oli 3 072 miljardia euroa. Se johtui pääasiassa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) kesäkuussa suoritetuista takaisinmaksuista sekä rahapolitiikan harjoittamista varten pidettävien arvopaperien vähenemisestä, kun eurojärjestelmä ei enää sijoita omaisuuslajien osto-ohjelmassa (APP) takaisin maksettavaa pääomaa uudelleen ja sijoittaa pandemiaan liittyvässä tilapäisessä osto-ohjelmassa (PEPP) takaisin maksettavan pääoman uudelleen vain osittain. €STR-viitekorkoon perustuvan OIS-koron aikarakennetta kuvaava käyrä on siirtynyt alaspäin EKP:n neuvoston kesäkuun kokouksen jälkeen, kun inflaatiokompensaation markkinapohjaiset mittarit laskivat huomattavasti ja julkistetut makrotaloustiedot osoittivat talouskehityksen olevan heikkoa. Termiinkäyrässä näkyy täysimääräisenä EKP:n neuvoston syyskuun kokouksessaan tekemä 0,25 prosenttiyksikön suuruinen ohjauskoron lasku. Käyrän perusteella 6.6.2024 vallinnut markkinaosapuolten odotus yhteensä noin 0,35 prosenttiyksikön koronleikkauksista vuoden 2024 aikana on muuttunut siten, että 11.9.2024 odotettiin yhteensä noin 0,60 prosenttiyksikön suuruisia leikkauksia.

Kuvio 15

€STR-termiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)

- Toteutunut €STR-korko
- €STR-koron termiinikäyrä 11.9.2024
- €STR-koron termiinikäyrä 18.7.2024
- €STR-koron termiinikäyrä 6.6.2024



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

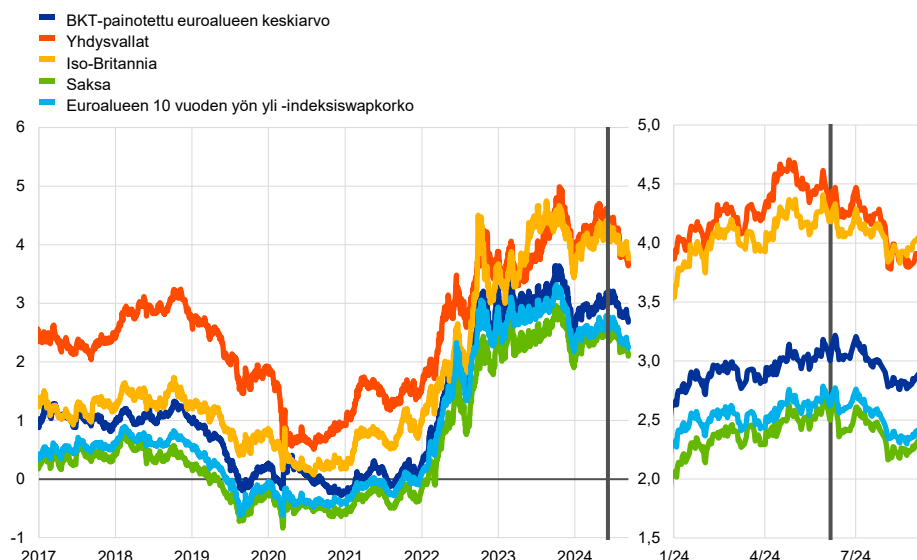
Huom. Termiinikäyrä on estimoitu €STR-viitekorkoon perustuvien OIS-spotkorkojen perusteella

Euroalueen pitkät riskittömät korot ovat nekin laskeneet sitten EKP:n neuvoston kesäkuun kokouksen, joskin vähemmän kuin Yhdysvaltain vastaavat korot (ks. kuvio 16). Euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko laski 0,41 prosenttiyksikköä ja oli tarkastelujakson päätteeksi noin 2,2 %. Tässä pitkien riskittömien nimelliskorkojen laskussa näkyi inflaatiokomponentin supistuminen, mikä osaksi johtui euroalueen julkistetuista makrotaloustiedoista ja kasvaneista globaaleista riskeistä. Tärkeimpänä syynä olivat kuitenkin Yhdysvaltain talouskehitystä koskevat tuoreet tiedot, joiden vuoksi Yhdysvaltain pitkät riskittömät korot laskivat euroaluetta enemmän. Yhdysvalloissa pitkien riskittömien korkojen vaihtelu oli merkittävämpää, ja ne laskivat tarkastelujakson aikana selvemmin, etenkin makrotaloustietojen julkaisupäivinä. Yhdysvaltain valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto laski 0,63 prosenttiyksikköä ja oli jakson lopussa 3,7 %. Niinpä euroalueen ja Yhdysvaltojen pitkien riskittömien korkojen ero supistui noin 0,20 prosenttiyksikköä. Ison-Britannian valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto puolestaan laski 0,42 prosenttiyksikköä ja oli 3,8 %.

Kuvio 16

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

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: London Stock Exchange Group ja EKP:n laskelmat.

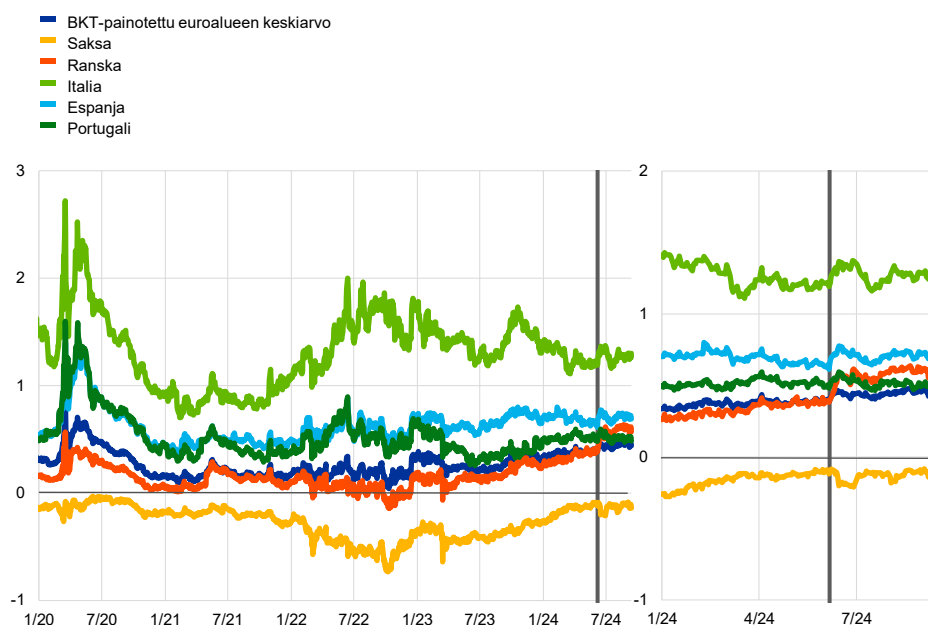
Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 6.6.2024. Tuoreimmat havainnot 11.9.2024.

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot ovat myös laskeneet, joskin vähemmän kuin riskittömät korot, joten valtioiden joukkolainojen tuottoerot ovat jonkin verran kasvaneet (ks. kuvio 17). Tarkastelujakson lopussa euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuotto oli laskenut noin 0,37 prosenttiyksikköä (noin 2,7 prosenttiin), joten tuottoero €STR-viitekorkoon perustuvaan OIS-korkoon nähden kasvoi 0,04 prosenttiyksikköä. Suurempi muutos oli nähtävissä Ranskan 10 vuoden joukkolainojen ja 10 vuoden OIS-koron välisessä tuottoerossa. Se kasvoi huomattavasti, kun Ranskassa julistettiin 9.6. ennenaikaiset vaalit, mutta kapeni sittemmin jonkin verran. Kaiken kaikkiaan Ranskan valtion joukkolainojen tuottoero kasvoi tarkastelujaksolla 0,17 prosenttiyksikköä. Tuottoerot kasvoivat myös Kreikassa, Espanjassa, Italiassa ja Portugalissa erityisesti Ranskan ennenaikaisten vaalien yhteydessä ja maailman osakemarkkinoilla elokuun alussa nähdyn myyntiryntäyksen yhteydessä. Kuitenkin tarkastelujakson lopussa euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot olivat Ranskaa lukuun ottamatta pääosin palanneet tarkastelujakson alun tasolle.

Kuvio 17

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

(prosenttiyksiköitä)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 6.6.2024. Tuoreimmat havainnot 11.9.2024.

Yritysten joukkolainojen tuottoerot kasvoivat investointiluokassa hieman ja high yield -luokassa huomattavasti. Investointiluokan joukkolainoissa tuottoerot vaihtelivat jonkin verran ja olivat tarkastelujakson päätteeksi 0,14 prosenttiyksikköä pienemmät kuin tarkastelujakson alussa. Sen sijaan high yield -luokan joukkolainojen tuottoerot kasvoivat 0,57 prosenttiyksikköä siten, että rahoituslaitosten osalta kasvu oli 0,33 prosenttiyksikköä ja muiden yritysten osalta 0,64 prosenttiyksikköä.

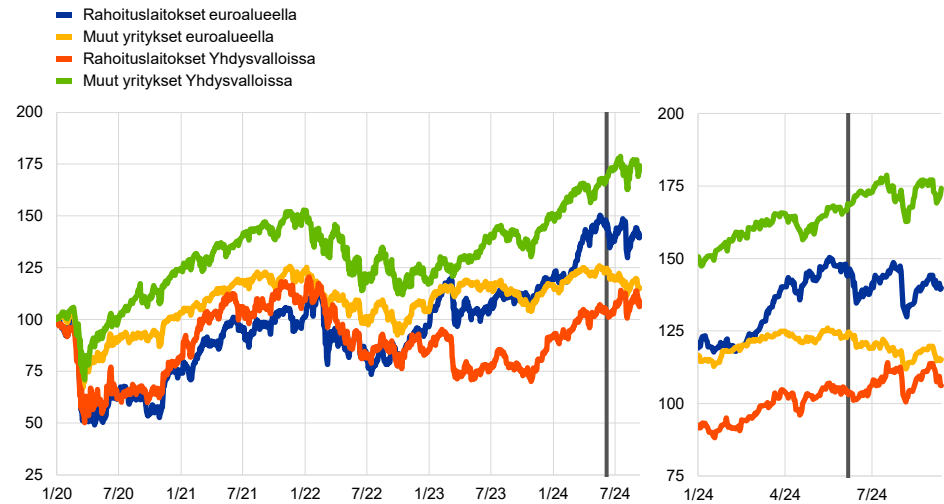
Euroalueen osakehinnat elpyivät tarkastelujakson aikana elokuun alun merkittävistä tappioista osittain, mutta laskivat silti. Taustalla oli riskinottohalukkuuden väheneminen ja maailmantalouden heikosta kehityksestä kertovat tiedot (ks. kuvio 18). Euroalueen osakehinnat vaihtelivat tarkastelujakson aikana huomattavasti. Aluksi osakehinnat heikkenivät Ranskan ennen aikaisten vaalien yhteydessä erityisesti Ranskan yritysten osalta, ja aiemmin vahva riskinottohalu heikkeni. Seuraavaksi huomattavaa laskua nähtiin elokuun alussa, kun tuoreet tiedot heikosta taluskehityksestä herättivät huolta Yhdysvaltojen mahdollisesta taantumasta, mikä näkyi maailmanmarkkinoilla riskinottohalun jyrkkänä laskuna. Vaikka osakehinnat Atlantin molemmin puolin ovatkin suurelta osin palautuneet elokuun alun tappioista, euroalueen yritysten osakkeet ovat menestyneet Yhdysvaltoja heikommin. Euroalueen laaja osakemarkkinaindeksi kärsi heikenneistä tulosodotuksista ja entistä suuremmista riskipreemioista ja heikkeni tarkastelujakson aikana 5 %, joskin toimialojen välillä oli jonkin verran vaihtelua. Yritysten osakekurssit laskivat 8 % ja rahoituslaitosten 4 %. Yhdysvalloissa laaja

osakemarkkinaindeksi nousi tarkastelujakson aikana, ja sekä yritysten että pankkien osakehinnat nousivat noin 3 %.

Kuvio 18

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2020 = 100)



Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 6.6.2024. Tuoreimmat havainnot 11.9.2024.

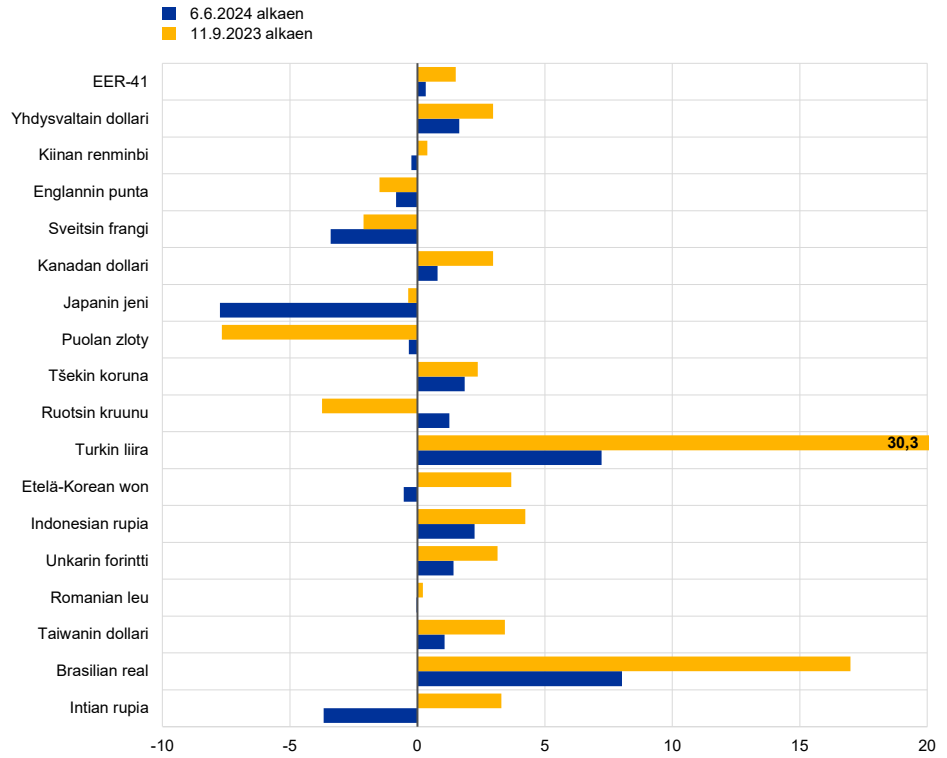
Valuuttamarkkinoilla euron kurssi vahvistui 1,6 % Yhdysvaltain dollariin nähden, mutta kauppapainotteinen kurssi pysyi suunnilleen ennallaan (ks. kuvio 19).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 41 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui tarkastelujaksolla 0,3 %. Euron vahvistuminen Yhdysvaltain dollariin nähden (1,6 %) johtui suurelta osin siitä, että Yhdysvaltain keskuspankin koronnostoja koskevat markkinaosapuolten odotukset muuttuivat elokuun alussa, kun maan työmarkkinakehitys vaikutti olevan hidastumassa. Euro vahvistui myös suhteessa joidenkin nousevien markkinoiden valuuttoihin. Sitä vastoin euron kurssi heikkeni huomattavasti Japanin jeniin (-7,7 %) ja Sveitsin frangiin nähden (-3,4 %), kun näillä kahdella valuutalla rahoitettuja korkoerokauppoja purettiin elokuun alussa esiintyneen osakemarkkinoiden levottomuuden vuoksi. Lisäksi euro vahvistui 0,5 % Englannin puntaan nähden.

Kuvio 19

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. EER-41 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 41 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Kaikki muutokset on laskettu 11.9.2024 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

Rahoituskustannukset ovat pysyneet rajoittavalla tasolla. Heinäkuussa 2024 euroalueen pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus pysytteli suurena ja pankkien antolainauskorot tiukkoina. Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen määrän kasvu pysyi vaisuna korkeiden lainakorkojen, heikon talouskasvun ja tiukkojen luotonantokriteerien vaikutuksesta. Aikavälillä 6.6.–11.9.2024 yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus supistui merkittävästi riskittömien korkojen laskiessa, mutta osakerahoituksen kustannus puolestaan kasvoi. Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvuvauhti osoitti merkkejä vakautumisesta alhaiselle tasolle, ja sen kasvun päätekijänä pysyivät edelleen nettomääräiset sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta.

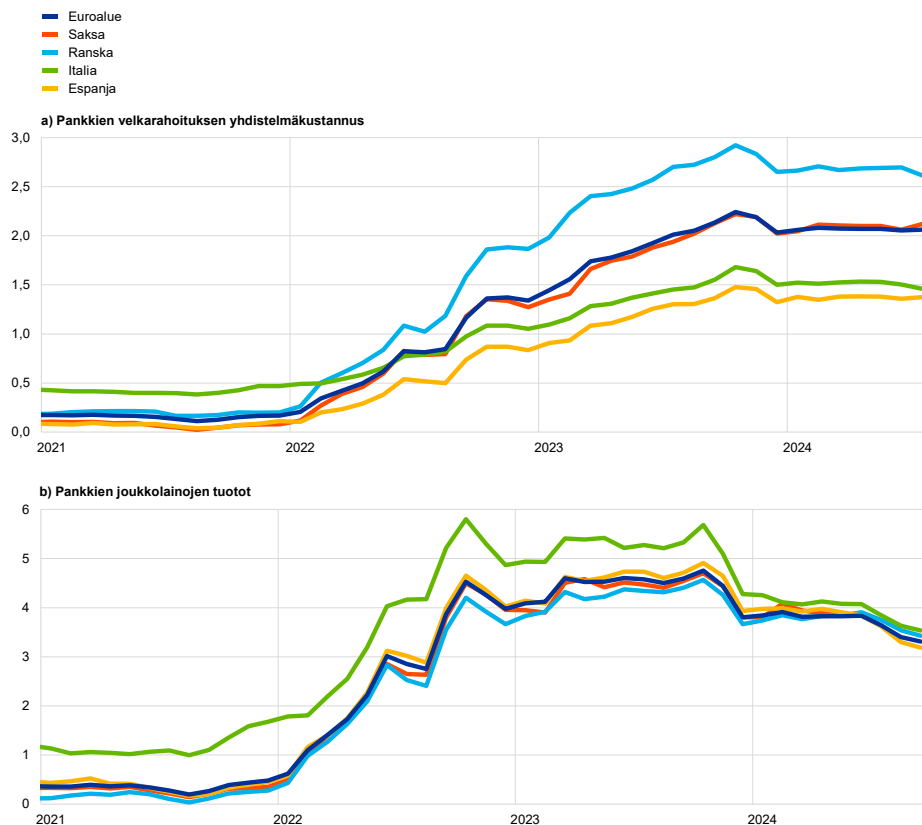
Euroalueella pankkien varainhankinnan kustannukset ovat pysyneet suurina.

Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus on pysynyt vakaana korkealla tasolla tammikuusta 2024 asti, eikä se muuttunut myöskään heinäkuussa (kuvion 20 kohta a). Pankkien varainhankinnan kustannukset ovat pysyneet suurina, koska varainhankinnan koostumus on painottunut kohti kalliimpia lähteitä, kuten määräaikaistalletuksia – joiden tuotto on suurempi kuin yön yli -talletusten – ja pankkien joukkolainaemissioita, kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden jäädessä asteittain pois rahoituslähteenä. Touko-kesäkuussa määräaikaistalletusten korot ja vähemmässä määrin myös yön yli -talletusten korot laskivat, ja heinäkuussa ne pysyivät ennallaan. Irtisanomisehtoisten talletusten korot pysyttelivät pitkälti vakaina. Pankkien joukkolainojen tuotot supistuivat ohjauskoron kesäkuisen laskun ja riskittömiä korkoja koskevien odotusten muuttumisen myötä, joskin joukkolainamarkkinoiden heilahtelu kesän aikana esti markkinaehtoisen rahoituksen kustannuksia mukautumasta suuremmassa määrin (kuvion 20 kohta b).

Kuvio 20

Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

(prosentteja vuositasolla)



Lähteet: EKP, S&P Dow Jones Indices LLC ja/tai sen tytäryhtiöt sekä EKP:n laskelmat.
Huom. Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen painotettu keskiarvo. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna näiden talletuskantojen määrällä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot on päivätty heinäkuussa 2024 pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen osalta (kohta a) ja 11.9.2024 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta (kohta b).

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen korot laskivat heinäkuussa lievästi toukokuuhun verrattuna, mutta pysyivät lähellä 12 viime vuoden korkeimpia tasojaan. Muille kuin rahoitusalan yrityksille suunnattujen lainojen korot pysyivät heinäkuussa kutakuinkin entisellään 5,06 prosentissa laskettuaan kesäkuussa hivenen (kuvion 21 kohta a), joskin niiden kehitys vaihteli maittain ja maturiteeteittain. Kotitalouksille myönnettyjen uusien asuntolainojen korot laskivat heinäkuussa lievästi eli 3,75 prosenttiin pysyteltään neljä kuukautta kutakuinkin ennallaan noin 3,80 prosentissa (kuvion 21 kohta b), joskin niissä oli maakohtaista vaihtelua.

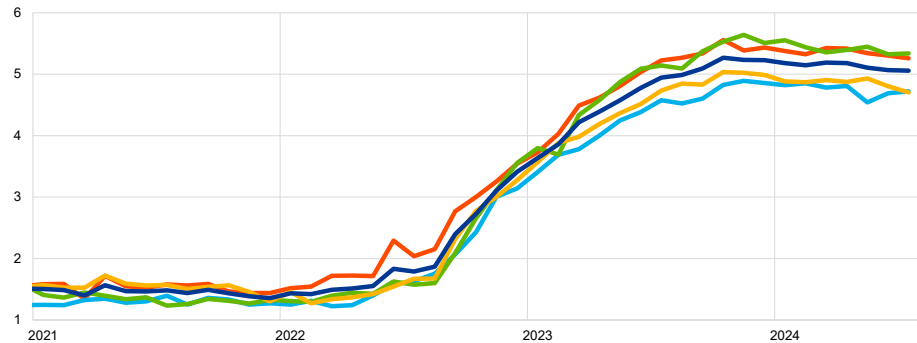
Kuvio 21

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin maissa

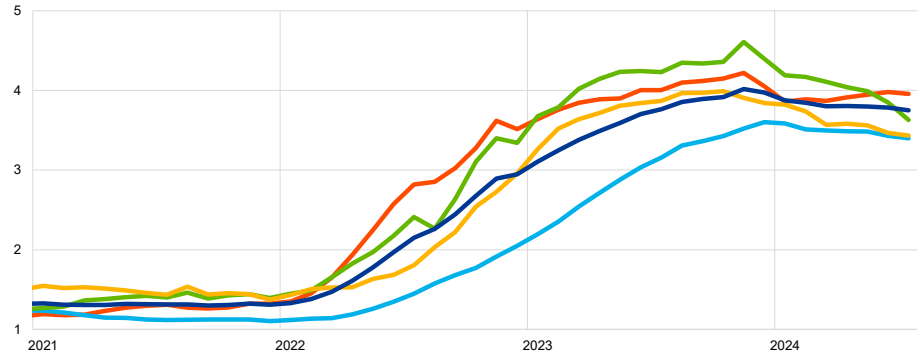
(prosentteja vuositasolla)



a) Yrityksille myönnettyjen lainojen korot



b) Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen korot



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Yrityksillä tarkoitetaan muita kuin rahoitusalan yrityksiä. Pankkilainojen yhdistelmäkorot lasketaan lyhyt- ja pitkäaikaisten korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2024.

Aikavälillä 6.6.–11.9.2024 yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus supistui merkittävästi riskittömien korkojen laskiessa, kun taas osakerahoituksen kustannus kasvoi.

Saatavilla olevien kuukausittaisen tietojen perusteella yritysten rahoituksen kokonaiskustannus – eli pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen yhdistelmäkustannus – oli heinäkuussa 6,2 % eli hieman pienempi kuin kesäkuussa ja myös pienempi kuin lokakuussa 2023, jolloin se oli suurimmillaan moneen vuoteen (kuvio 22).⁹ Tämä johtui siitä, että kaikki yritysten rahoituskustannusten osatekijät supistuivat lukuun ottamatta lyhytaikaisten pankkilainojen kustannusta, joka pysyi kutakuinkin ennallaan. Päivittäistiedot aikaväliltä 6.6.–11.9.2024 vahvistavat, että markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannus pieneni, koska riskittömät korot (joita edustaa 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko) laskivat huomattavasti ja niiden laskua kompensoi vain osittain yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerojen lievä kasvu etenkin high yield -segmenteissä. Riskittömien korkojen

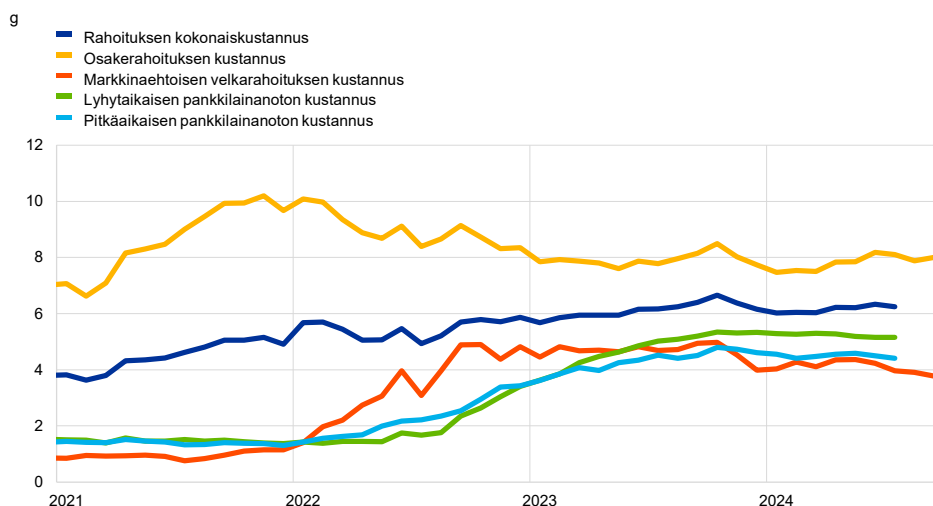
⁹ Pankkilainanoton kustannuksesta saatavien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannuksesta on saatavilla tietoja vain heinäkuuhun 2024 asti.

laskusta huolimatta osakerahoituksen kustannus kasvoi samalla aikavälillä osakerahoituksen riskipreemion vahvistumisen vuoksi.

Kuvio 22

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(prosentteja vuositasolla)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu kuukausittaisista tiedoista lyhyt- ja pitkäaikaisen pankkilainanoton (kuukausikeskiarvot), markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen (kuukausittaiset tiedot) kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella. Tuoreimmat havainnot on päivätty 11.9.2024 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen ja osakerahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistiedot) sekä heinäkuussa 2024 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

Yritysten ulkoiset rahoitusvirrat ja kotitalouksien lainanotto pysyivät vaisuina korkeiden lainakorkojen, heikon talouskasvun ja tiukkojen luotonantokriteerien vallitessa.

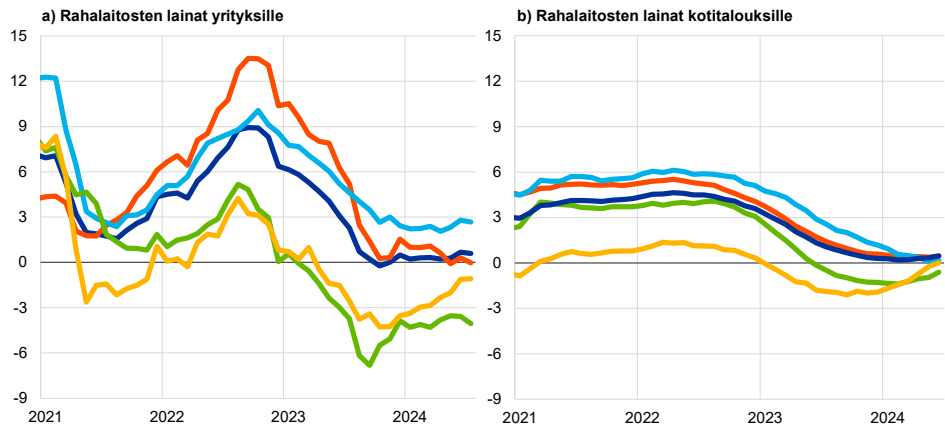
Heinäkuussa pankkien yrityksille suunnatun antolainauksen vuotuinen kasvuvauhti hidastui 0,6 prosenttiin kesäkuun 0,7 prosentista (kuvio 23). Yrityksille myönnettyjen lyhytaikaisten pankkilainojen virrat ovat edelleen heilahdelleet, ja maturiteetiltaan pitemmissä lainoissa kasvua on ollut tuskin lainkaan, mikä sopii yhteen investointien heikon kehityksen kanssa. Yritysten velkapaperiemissoiden kasvu oli sekin kaiken kaikkiaan lähellä nollaa toukokuusta heinäkuuhun kehityksen ollessa heilahtelevaa. Kotitalouksille suunnatun antolainauksen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui kesäkuun 0,3 prosentista heinäkuussa 0,5 prosenttiin, mutta pysyi yhä hitaahkona. Näiden vaisujen lukujen taustalla olivat asuntolainanannon heikkous (vuosikasvu heinäkuussa 0,5 %) ja muihin tarkoituksiin myönnettyjen lainojen niin ikään heikko kehitys (vuosikasvu heinäkuussa -2,7 %). Kulutusluottojen kasvu oli kuitenkin vankempaa (vuosikasvu heinäkuussa 2,8 %). EKP:n [kuluttajaodotuksia koskevan kyselyn](#) vastaajista suuri nettoprosenttiosuus kertoi heinäkuussa 2024 edelleen, että luotonsaanti oli vaikeutunut edellisten 12 kuukauden aikana, ja odotti sen vaikeutuvan vielä enemmän seuraavien 12 kuukauden aikana.

Kuvio 23

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)

— Euroalue
— Saksa
— Ranska
— Italia
— Espanja



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Rahalaitosten lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus; yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu myös laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2024.

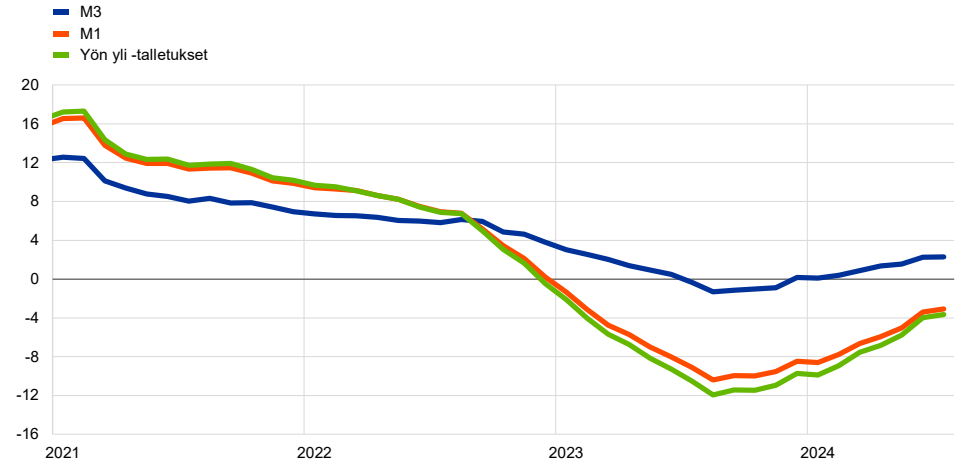
Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvuvauhti euroalueella osoitti merkkejä vakautumisesta alhaiselle tasolle, ja sen kasvun päätekijänä pysivät edelleen nettomääräiset sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta.¹⁰ M3:n kasvu jatkui heinäkuussa entisellään 2,3 prosentissa, joskin siinä oli heilahtelua kuukausitasolla (kuvio 24). Suppean raha-aggregaatin (M1) – joka sisältää M3:n likvidit erät – vuotuinen kasvu pysyi negatiivisena mutta elpyi edelleen ja oli heinäkuussa -3,1 %, kun se kesäkuussa oli ollut -3,4 %. Samoin yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti koheni -3,6 prosenttiin heinäkuussa (kesäkuussa -4,0 %). Sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta pysyivät ainoana johdonmukaisesti positiivisena rahan määrän kasvun tekijänä, kun taas antolainaus kotitalouksille ja yrityksille oli vaisua ja eurojärjestelmän tase ja pankkien pitkäaikaisten joukkolainojen liikkeeseenlasku (jotka eivät sisälly M3:een) supistuivat edelleen tilanteessa, jossa TLTRO-operaatioissa lainattujen varojen takaisinmaksu oli meneillään.

¹⁰ Ks. tämän *Talouksatsauksen* kehikko ”Rahan määrän ja luotonannon kehitys euroalueella ja vertailu Yhdysvaltoihin”.

Kuvio 24

M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2024.

Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioissa euroalueen julkisen talouden alijäämän BKT:hen suhteutettuna ennakoidaan supistuvan vuoden 2023 lukemasta eli 3,6 prosentista 3,3 prosenttiin vuonna 2024 ja laskevan sitten edelleen 3,2 prosenttiin vuonna 2025 ja 3,0 prosenttiin vuonna 2026. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja jonkin verran, joskin vähemmän, myös kahtena seuraavana vuonna. Vuodelle 2024 ennakoitun kiristymisen taustalla on ennen kaikkea julkisten energia- ja inflaatiotukitoimien asteittainen purkaminen. Vuosina 2025 ja 2026 siihen vaikuttaa jäljellä olevien energiatukitoimien päätyminen, suorien verojen ja sosiaaliturvamaksujen korotukset sekä tulonsiirtojen kasvun hidastuminen. Euroalueen valtiot julkistavat piakkoin ensimmäistä kertaa EU:n talouden tarkistetun ohjausjärjestelmän mukaiset keskipitkän aikavälin finanssi- ja rakennepoliittiset suunnitelmansa. Tarkistetun ohjausjärjestelmän toteuttaminen täysimääräisesti, läpinäkyvästi ja ripeästi auttaa valtioita vähentämään julkisen talouden alijäämää ja velkasuhdetta kestäväällä tavalla. Valtioiden tulisi osoittaa tämän kehityksen määrätietoinen aloittaminen keskipitkän aikavälin suunnitelmissaan.

EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä paranee hieman ennustejakson aikana (kuvio 25).¹¹

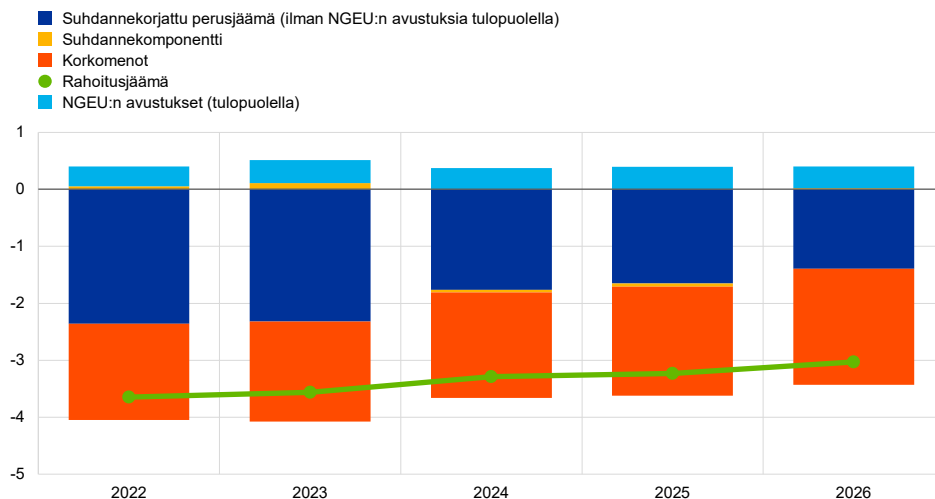
BKT:hen suhteutettu julkisen talouden alijäämä euroalueella pysytteli 3,6 prosentissa vuosina 2022 ja 2023. Sen ennakoidaan laskevan tarkastelujakson aikana asteittain 3,3 prosenttiin vuonna 2024 ja edelleen 3,2 prosenttiin vuonna 2025 ja 3,0 prosenttiin vuonna 2026. Merkittävin tekijä arvioidun kehityksen taustalla on ennustejakson aikana asteittain supistuva mutta silti negatiivisena pysyvä suhdannekorjattu perusjäämä. Supistuminen painottuu vuoteen 2024, jolloin suurin osa jäljellä olevista energia- ja inflaatiotukitoimista päättyy. Perusalijäämän supistumisen vaikutus kuitenkin kompensoituu osittain korkomenojen kasvulla. Aiemmat koronnousut välittyivät korkomenoihin hitaasti, sillä valtionvelan jäljellä olevien maturiteetit ovat euroalueella tällä hetkellä pitkät.

¹¹ Ks. "Talousnäkyviä koskevat asiantuntija-arviot, syyskuu 2024", julkaistu EKP:n verkkosivuilla 12.9.2024.

Kuvio 25

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteja BKT:stä)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot syyskuulta 2024.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (Kroatia mukaan lukien).

Kesäkuun 2024 eurojärjestelmän asiantuntija-arvioihin nähden julkisen talouden alijäämän ennakoidaan nyt olevan hieman suurempi koko ennustejakson aikana.

Aiempaa epäsuotuisamman ennusteen taustalla on harkinnanvaraisten finanssipoliittisten toimien tehostaminen, sillä joidenkin maiden julkisen talouden vahvistamissuunnitelmien täysimääräinen toteutuminen näyttää nyt entistä epätodennäköisemmältä. Lisäksi makrotalousennusteiden tarkistuksista aiheutuvat negatiiviset kokonaisvaikutukset edistävät osaltaan perusalijäämien kasvua johtuen palkansaajakorvausten ja yksityisen nimelliskulutuksen kaltaisten raskaasti verotettujen erien tarkistuksista. Niinpä BKT:hen suhteutettu rahoitusjäämä vuonna 2024 on nyt arvioitu 0,2 prosenttiyksikköä alemmaksi kuin edellisissä arvioissa. Vuonna 2025 se on arvioitu vielä 0,4 prosenttiyksikköä alemmaksi ja vuonna 2026 0,5 prosenttiyksikköä alemmaksi.

Euroalueen finanssipoliitiikan mitoituksen arvioidaan edelleen kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja jonkin verran lisää kahtena seuraavana vuonna.¹²

Suhdannekorjatun perusjäämän vuosimuutos, josta on puhdistettu NGEU-ohjelmasta jäsenvaltioille myönnettyt avustukset, viittaa siihen, että vuonna 2024 euroalueen finanssipoliittikka kiristyy yhteensä merkittävästi, kun suuri osa julkisista energia- ja inflaatiotukitoimista päättyy. Euroalueen finanssipoliitiikan mitoituksen arvioidaan kiristyvän edelleen vuosina 2025 ja 2026, joskin paljon hitaampaan tahtiin. Syinä ovat jäljellä olevien energiatukitoimien päättyminen, välittömien verojen ja sosiaaliturvamaksujen korotukset sekä tulonsiirtojen kasvun hidastuminen.

¹² Finanssipoliitiikan mitoitukseen vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Finanssipoliitiikan mitoituksen mittarina on tässä muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Koska EU:n talousarviosta maksettuihin NGEU-rahaston avustuksiin liittyvien julkisten tulojen kasvu ei vaikuta kysyntää supistavasti, suhdannekorjattua perusjäämää on tarkistettu eliminoimalla kyseiset tulot. Lisätietoja euroalueen finanssipoliitiikan mitoituksesta on *Taloussatsauksen 4/2016* artikkelissa "The euro area fiscal stance".

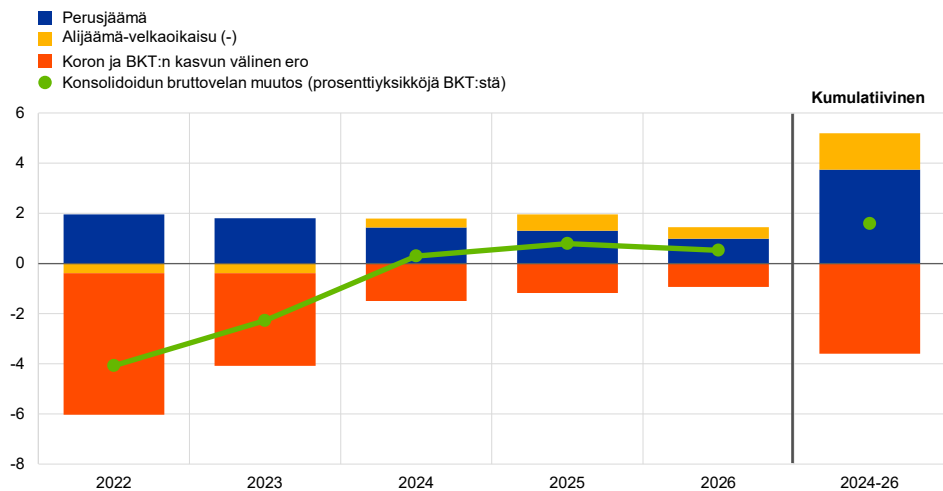
Valtioiden kulutus ja investoinnit tasapainottanevat näitä tekijöitä vain osittain. Näin ollen finanssipolitiikan mitoituksen ennakoidaan kiristyvän ennustejaksolla 2024–2026 yhteensä 0,9 prosenttiyksikköä BKT:stä.

Euroalueen BKT:hen suhteutetun julkisen talouden velan ennakoidaan kasvavan hitaasti jo ennestään korkealta tasoltaan (kuvio 26). Velkasuhde kasvoi pandemian aikana huomattavasti ja oli vuonna 2020 noin 97 %, mutta supistui sitten asteittain. Tämä suotuisa kehitys näyttää kuitenkin nyt pysähtyneen. Velkasuhteen ennakoidaan nyt kasvavan hitaasti vuoden 2023 noin 88 prosentin lukemasta lähes 90 prosenttiin BKT:stä ennustejakson loppuun mennessä perusalijäämien ja odotettujen positiivisten alijäämä-velkakoikaisujen vaikutuksesta, jonka vain osittain kompensoivat koron ja BKT:n kasvun väliset, edelleen negatiivisina pysyvät erot.

Kuvio 26

Euroalueen julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä, jollei toisin mainita)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot syyskuulta 2024. Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 jäsenmaan julkisyhteisösektoriin (Kroatia mukaan lukien).

EU:n uudistetun talouspolitiikan ohjausjärjestelmän käyttöönotto

täysimittaisesti ja viipymättä auttaa valtioita saamaan julkisen talouden

alijäämänsä ja velkasuhteensa pienemään kestävästi.

Ensimmäinen vaihe uudistetun ohjausjärjestelmän toteuttamisessa oli keskipitkän aikavälin finanssi- ja rakennepoliittisten suunnitelmien toimittaminen Euroopan komissiolle, jota jäsenvaltioilta edellytettiin nyt ensi kertaa. Määräpäivänä oli 20.9, mutta monet valtiot ovat ilmoittaneet viivästävänsä toimitusta 15.10. asti voidakseen yhtenäistää nämä suunnitelmat vuoden 2025 alustavien talousarviosuunnitelmien kanssa. Valtioiden tulisi nyt määrätietoisesti aloittaa ohjausjärjestelmän käyttöönotto keskipitkän aikavälin suunnitelmissaan. Koko euroalueella tarvitaan lähivuosina kasvua tukevaa julkisen talouden vakauttamista.

Kehikot

1 Työn tuottavuuden kasvu euroalueella ja Yhdysvalloissa: lyhyen ja pitkän aikavälin kehitys

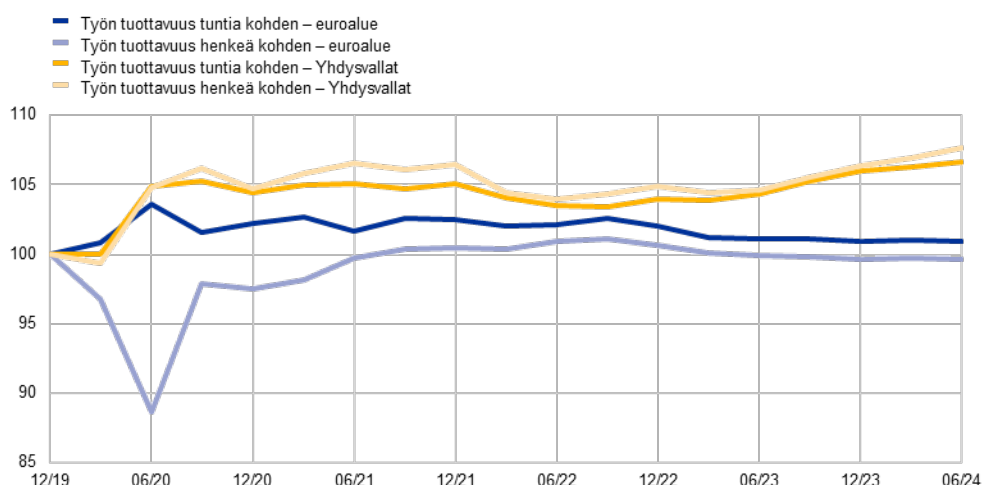
António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador ja Matthias Mohr

Työn tuottavuus tehtyä työtuntia kohden kasvoi vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2024 toiseen neljännekseen euroalueella 0,9 % ja Yhdysvalloissa 6,7 %. Työn tuottavuus euroalueella on kasvanut pidemmän aikaa hitaammin kuin Yhdysvalloissa, mutta pandemian alusta lähtien euroalueen kehitys on ollut erityisen heikkoa. Tuottavuuden kasvuvauhdit alkoivat eriytyä vuoden 2020 toisella neljänneksellä, jolloin työpanos osuutena BKT:stä supistui Yhdysvalloissa voimakkaammin kuin euroalueella, mikä johti sittemmin tuottavuuden merkittävämpään elpymiseen (kuvio A). Tämä johtui osittain euroalueella toteutetuista työpaikkojen säilyttämisjärjestelyistä, kun taas Yhdysvalloissa samaan aikaan työttömyys kasvoi voimakkaasti. Vähän aikaa kavennuttuaan tuottavuuskUILU alkoi jälleen leventyä vuoden 2022 puolivälissä, jolloin euroalueen tuottavuuden kasvu kärsi suuresta energian hintasokista. Tässä kehikossa tarkastellaan toimialakohtaisen tuottavuuden ja historiallisen kehityksen merkitystä näiden kahden talousalueen viimeaikaisen tuottavuuskUILUN taustalla. KUILU johtuu sekä suhdanneluonteisista että rakenteellisista tekijöistä.

Kuvio A

Työn tuottavuus euroalueella ja Yhdysvalloissa

(2019/IV=100)



Lähteet: Eurostat, Bureau of Economic Analysis ja Bureau of Labour Statistics.
Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2024 toiselta neljännekseltä.

Euroalueen tuottavuuden kasvun hidastuminen vuoden 2019 viimeisen neljänneksen ja vuoden 2024 ensimmäisen neljänneksen välillä oli toimialoitain varsin laaja-alaista. Yhdysvalloissa markkinaehtoisten palvelujen

tuottavuus tehtyä työtuntia kohden kasvoi 12,4 %, kun taas euroalueella kasvu jäi samalla jaksolla 3,8 prosenttiin (kuvio B). Kahdella alasektorilla kasvu oli Yhdysvalloissa paljon voimakkaampaa kuin euroalueella. Yhdysvalloissa tieto- ja viestintäteknologian tuottavuus kasvoi 27,2 % ja ammatillisten palvelujen 18,7 %. Sitä vastoin euroalueella edellisen sektorin kasvu jäi 6,5 prosenttiin ja jälkimmäisen 5,0 prosenttiin. Samaan aikaan teollisuudessa työn tuottavuus tehtyä työtuntia kohden kasvoi Yhdysvalloissa 8,8 % ja euroalueella vain 0,8 %. Sitä vastoin vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2022 ensimmäiseen neljännekseen teollisuussektorin tuotannon kasvu oli molemmilla alueilla samankaltaista. Vuonna 2021 kaasun hinnan nousu, jota Venäjän sota Ukrainassa pahensi merkittävästi, oli Euroopassa voimakkaampaa ja pitkäaikaisempaa kuin Yhdysvalloissa. Siten sen vaikutus teollisuussektoriin oli merkittävästi suurempi euroalueella, jossa tuotannon kasvu hidastui työllisyyden säilyessä korkeana. Kuviossa B tarkastelluista neljästä sektorista ainoastaan julkisten palvelujen tuottavuuden kasvu oli euroalueella voimakkaampaa kuin Yhdysvalloissa. Aiempi analyysi on osoittanut, että Yhdysvaltojen tuottavuuden voimakkaampi kasvu pandemian alettua liittyi työvoiman vaihtuvuuteen ja suurempiin digitalisaatioinvestointeihin.¹³ Nämä yleiset kehityslinjat korostavat talousalueiden suhdannevaihtelujen toisistaan poikkeavaa luonnetta. Siinä, missä tuottavuuden kehitys euroalueella on erittäin myötäsyklisiä, Yhdysvalloissa se ei ole niinkään sellaista, vaan työvoima sopeutuu joustavammin tuotannon muutoksiin.¹⁴ Koska BKT:n kasvu oli euroalueella heikompaa kuin Yhdysvalloissa, euroalueen myötäsyklisyys voimisti näin ollen tuottavuuden kasvueroja entisestään.

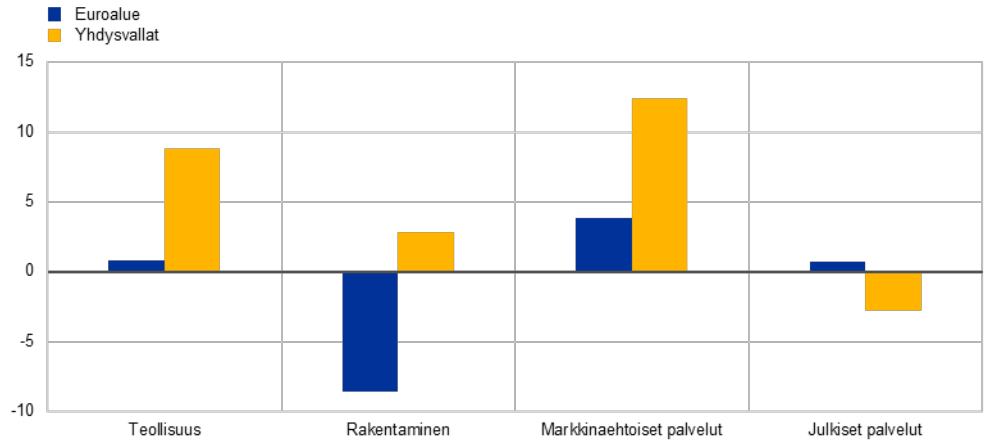
¹³ Ks. M. Dao ja J. Platzer, "Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States", *IMF Working Papers*, vol. 2024, nro 124, IMF. Tähän liittyy myös se, että Yhdysvalloissa teollisuuspolitiikka, kuten inflaation vähentämistä koskeva laki sekä mikrosiru- ja tiedelaki, on saattanut toimia tehokkaampana kannustimena keskeisten toimialojen investoinneille kuin euroalueella, kuten esitetään artikkelissa F. de Soyres, J. Garcia-Cabo Herrero, N. Goernemann, S. Jeon, G. Lofstrom ja D. Moore, "Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?" *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17.5.2024. Ks. myös *Talouksatsauksen 4/2024* kehikko "Elpyminen pandemian jälkeen – miksi euroalue kasvaa hitaammin kuin Yhdysvallat?", joka osoittaa yksityisten investointien kasvaneen Yhdysvalloissa voimakkaammin kuin euroalueella.

¹⁴ Ks. J. G. Fernald ja J. C. Wang, "Why Has the Cyclicalities of Productivity Changed? What Does It Mean?", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07; Ó. Arce ja D. Sondermann, "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", *EKP:n blogi*, 6.5.2024; *Talouksatsauksen 4/2024* kehikko "Euroalueen työllisyyden pandemian jälkeisen kasvun taustatekijät: malliin perustuva näkökulma", *Talouksatsauksen 4/2024* kehikko "Suuremmat voittomarginaalit ovat auttaneet yrityksiä hamstraamaan työvoimaa", sekä Ó. Arce, A. Consolo, A. Dias Da Silva ja M. Mohr, "More jobs but fewer working hours", *EKP:n blogi*, 7.6.2023.

Kuvio B

Työn tuottavuus tehtyä työtuntia kohden pääsektoreilla

(kumulatiivinen muutos IV/2019–I/2024)



Lähteet: Eurostat, Bureau of Economic Analysis ja Bureau of Labour Statistics.

Kummankin alueen tuottavuuden kasvu johtui pikemminkin sektorinsisäisestä kasvusta kuin sektorijakauman muutoksista.

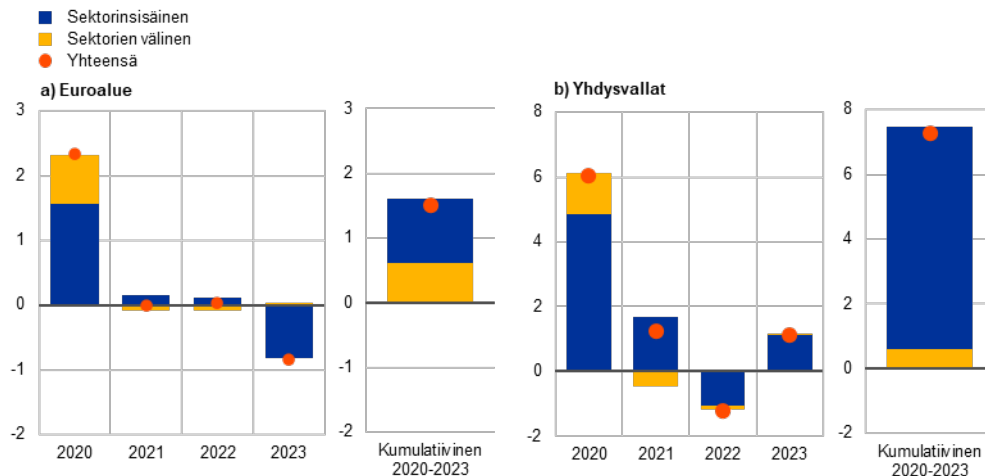
Tämä tapahtui huolimatta eri sektoreilla pandemian aikana tapahtuneista äkillisistä eri sektorien välisistä tuotannon muutoksista, jotka johtuivat aluksi koronasuluista ja sittemmin globaalien toimitusketjujen häiriöistä.¹⁵ Työvoiman uudelleen kohdistuminen heikon tuottavuuden aloilta korkean tuottavuuden aloille (sektorien välinen) oli positiivista vuonna 2020, joskin positiivinen vaikutus tuottavuuden kumulatiiviseen muutokseen oli kummallakin alueella rajallinen vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen jälkeen (kuvio C). Rajallinen vaikutus kuvastaa heikon tuottavuuden sektorien sulkemista ja jälleen avaamista. Kaiken kaikkiaan työvoiman uudelleen kohdistumisen positiivinen vaikutus vuonna 2020 muodostaa puolet euroalueen tuottavuuden kumulatiivisesta kasvusta vuodesta 2020 vuoteen 2023. Vaikutus oli Yhdysvalloissa yhtä suuri mutta suhteellisesti katsoen pienempi maan tuottavuuden merkittävästi voimakkaamman kasvun ansiosta.

¹⁵ Ks. *Talouksatkausten* 5/2024 kehikko "Recent country-specific and sectoral developments in labour productivity in the euro area", *Talouksatkausten* 2/2024 artikkeli "The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth" sekä A. Consolo ja F. Petroulakis, "Did COVID-19 induce a reallocation wave?" *Economica*, ilmestyy lähiaikoina.

Kuvio C

Työn tuottavuuden kehityksen shift-share-analyysi

(vuotuiset ja kumulatiiviset muutokset, 2020–2023)



Lähteet: Eurostatin, Bureau of Economic Analysisin ja Bureau of Labour Statisticsin tietoihin perustuvat EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Laskelma perustuu tuottavuuden shift-share-analyysiin, joka on esitelty artikkelissa C. Denis, K. McMorrow ja W. Röger, "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy – Economic Papers* -julkaisusarjan nro 208, Euroopan komissio, heinäkuu 2004, s. 78.

Kahden vuosikymmenen mittaan avautunut euroalueen ja Yhdysvaltojen välinen tuottavuuskuilu on leventynyt pandemian jälkeen erityisesti rakenteellisten tekijöiden vaikutuksesta.

Työn tuottavuus Yhdysvalloissa kasvoi vuodesta 1995 vuoteen 2019 noin 50 % – eli 2,1 % vuodessa. Euroalueella se kasvoi samalla jaksolla vain 28 % – eli yhden prosentin vuodessa.¹⁶ Tuottavuuden hajotelma pääomaintensiteettiin ja kokonaistuottavuuteen osoittaa, että euroalueen talous kärsi tämän vuosisadan ensimmäisellä vuosikymmenellä kokonaistuottavuuden korostuneesta heikentymisestä (kuvio D). Vuosina 2014–2019 kokonaistuottavuus elpyi jossain määrin, kun taas pääomaintensiteetin kontribuutio oli negatiivinen. Joidenkin tutkijoiden mukaan Yhdysvaltojen parempi kyky luoda ja käyttää digitaalisia teknologioita tuotantoprosessissa on Yhdysvaltojen ja euroalueen välisen tuottavuuskuilun keskeisimpiä syitä.¹⁷ Vaikka laittoman maahanmuuton viimeaikainen lisääntyminen on saattanut paisuttaa tuottavuuden kasvua pandemian jälkeen, sen vaikutusta pidetään rajallisena. Euroalueella digitalisaation vaikutus vaihtelee voimakkaasti toimialalta toiselle, ja Yhdysvaltoihin verrattuna harvemmat yritykset hyötyvät siitä merkittävästi. Tämä saattaa johtua osittain euroalueen yritysten pienemmästä koosta.¹⁸ EU KLEMS -tietokannan tietoihin (pääoma (K), työvoima (L), energia (E), materiaalit (M) ja palvelut (S)) perustuvat laskelmamme

¹⁶ Samalla jaksolla työn tuottavuus työllistä kohden kasvoi Yhdysvalloissa noin 44 % – eli noin 1,8 % vuodessa, kun taas euroalueella kasvu oli vain 20 % eli 0,8 % vuodessa.

¹⁷ Ks. B. Van Ark, M. O'Mahoney ja M. Timmer, "The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, nro 1, 2008, s. 25–44; F. Schivardi ja T. Schmitz, "The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades", *Journal of the European Economic Association*, vol. 8, nro 5, 2020, s. 2441–2486 ja C.-T. Hsieh, P. J. Klenow ja K. Shimizu, "Romer or Ricardo?", *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

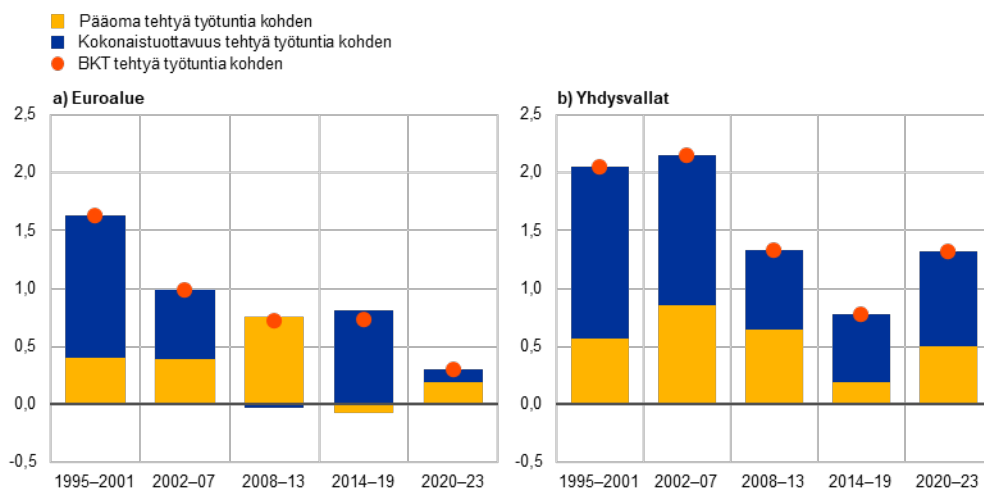
¹⁸ Ks. Reis, R., "Letting large European firms grow", *Think Tank*, Euroopan parlamentti, 2024, ja M. Poschke, "The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, nro 3, 2018, s. 1–41; ja R. Anderton, V. Botelho ja P. Reimers, "Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?", *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2794, EKP, Frankfurt am Main, maaliskuu 2023.

osoittavat, että vuosina 1995–2019 tieto- ja viestintäsektorin osuus tuntia kohden lasketun työn tuottavuuden paranemisesta oli Yhdysvalloissa noin 20 % ja euroalueella vain noin 12 %.

Kuvio D

Tehtyä työtuntia kohden lasketun työn tuottavuuden kasvun hajotelma

(prosentteja vuodessa)



Lähteet: Euroopan komission AMECO-tietokanta ja EKP:n laskelmat.

Kaiken kaikkiaan euroalueen ja Yhdysvaltojen tuottavuuden kasvuvauhtien eriytyminen johtuu sekä suhdanneluonteisista että rakenteellisista tekijöistä.

Euroalueen tuottavuuden merkittävästi hitaampi kasvu neljän viime vuoden aikana selittyy osittain alueen tuottavuuden kasvun korostuneemmalla suhdannevetoisuudella, tuotannon ja reaalityulojen kasvun selvemmällä ja sitkeämmällä hidastumisella energian hinnan nousun myötä sekä Venäjän Ukrainassa käymän sodan aiheuttaman epävarmuuden suuremmalla vaikutuksella. Kuitenkin myös pandemiaa edeltäneiden kahden vuosikymmenen aikana työn tuottavuus kasvoi Yhdysvalloissa noin kaksinkertaisella nopeudella euroalueeseen nähden. Tämä viittaa rakenteellisten tekijöiden vaikutukseen. Avaintekijöitä ovat olleet – ja ovat edelleen – Yhdysvaltojen tieto- ja viestintäteknologia-alan parempi tuottavuus sekä euroalueen yritysten suhteellisesti katsoen heikompi innovaatiokyvykyys. Nämä erot saattavat liittyä siihen, että euroalueella yritykset ovat keskimäärin pienempiä. Eriytymiseen on myötävaikuttanut myös pääomaintensiteetin ja kokonaistuottavuuden pienempi kontribuutio euroalueella. Kannattavia investointeja ja kokonaistuottavuutta tukevat toimenpiteet saattavat vahvistaa tuottavuutta keskipitkällä aikavälillä.¹⁹

¹⁹ Pitkäaikaista tuottavuuskulua suhteessa Yhdysvaltoihin on käsitelty EU:n tasolla myös M. Draghin Euroopan komissiolle laatimassa raportissa ”The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe”, 9.9.2024. Raportin mukaan Euroopan kilpailukyyn parantamiseksi tarvittaisiin toimenpiteitä muun muassa uraa uurtavien innovaatioiden edellytysten parantamiseksi.

Mariana Martins Cardoso ja Miles Parker

Luonto myötävaikuttaa useisiin taloudellisen tuotannon kannalta kriittisiin palveluihin, joista monet otetaan puutteellisesti huomioon tavanomaisessa taloudellisessa tilastoinnissa. Näitä panoksia kutsutaan yleisesti

”ekosysteempipalveluiksi”, ja niihin kuuluu keskeisen tärkeitä toimintoja, kuten pölytys, ilman ja veden suodatus, hiilensidonta sekä satotuotteiden, puun ja muiden luonnonvarojen tuotanto. Näiden palvelujen arvoa ei yleensä mitata välittömästi BKT:n kaltaisilla tilastollisilla suureilla. Esimerkiksi elintarvikkeiden hinta sisältää implisiittisesti luontaisen pölytyksen arvon, mutta koska sitä ei mitata välittömästi, arvo kohdentuu maataloussektorille.

Talouskasvun mittareita pyritään kehittämään siten, että ne kuvaavat

paremmin luonnon panosten osuutta. Tässä kehikossa tarkastellaan kahta tällaista hanketta: Euroopan komission yhteisen tutkimuskeskuksen INCA-hanke (Integrated Natural Capital Accounting) sekä Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) hanke saasteoikaistun BKT:n kasvun mittaamiseksi. Vaikka nämäkin mittarit kattavat luonnon taloudellisen kasvuvaikutuksen vain osittain, ne tarjoavat hyödyllistä tietoa sen roolista euroalueen talouskasvun taustatekijänä.

INCA hyödyntää ekosysteempipalvelujen käyvän arvon määrittämisessä laajasti geospaatialista tietoa ja erilaisia mallinnusmenetelmiä.²⁰ Esimerkiksi

hiilensidonnann arvo lasketaan kertomalla sidotun hiilen estimoitu yhteiskunnallinen kustannus sidotun hiilen määrällä, joka puolestaan määritetään kasvillisuuden peittoa koskevien satelliittikuvien avulla. Vuonna 2019 ekosysteempipalvelujen yhteenlasketuksi arvoksi EU:ssa arvioitiin yli 234 miljardia euroa, mikä on samaa suuruusluokkaa maa- ja metsätaloussektorien yhteenlasketun bruttoarvonlisäyksen kanssa (kuvio A). Vaikka nämä sektorit vastaavat suurelta osalta myös ekosysteempipalvelujen käytöstä, myös muut sektorit olivat merkittäviä käyttäjiä. Kotitaloudet hyötyivät luonnon virkistyskäytöstä, joka arvioitiin tutkituista ekosysteempipalveluista arvoltaan merkittävimmäksi.

²⁰ Yhteinen tutkimuskeskus, ”Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)”, Euroopan komissio, 2021.

Taulukko A

Ekosysteempipalvelujen arvioitu arvo EU:n 28 jäsenvaltiossa vuonna 2019

(milj. euroa).

Ekosysteempipalvelu	Arvonmäärittämenetelmä	Arvo
Sadon tuotanto	Osuus sadon markkinahinnasta	23 145
Puun tuotanto	Osuus metsätalouden tuotannosta	16 379
Pölytys	Tuotannon lisäyksen markkina-arvo	4 977
Hiihensidonta	Hiihen yhteiskunnallinen kustannus	13 271
Tulvien torjunta	Vältetyt tuhokustannukset	18 016
Veden puhdistus	Jälleenhankintahkustannusmenetelmä	61 882
Virkistys	Matkakustannusmenetelmä	80 262
Veden tarjonta	Jälleenhankintakustannusmenetelmä	4 887
Pienhiukkasten (PM2,5) suodatus	Vältetyt terveydenhuoltokustannukset	10 446
Merikalastus	Nettovoitto	1 042
Yhteensä		234 307

Lähde: Yhteinen tutkimuskeskus (2021).

Luonnon ja ympäristötekijöiden integrointi rikastuttaa talouskasvun taustatekijöiden analyysia.²¹ OECD laskee saasteoikaistun BKT:n vähentämällä

BKT:n arvosta saasteiden, kuten hiilidioksidin, typen, rikin ja hiukkaspäästöjen, estimoidut kustannukset. Tällaisia kustannuksia ovat muun muassa ilmastonmuutos, ekosysteemituho, sairaudet ja kuolemat.²² Näin ollen saasteoikaistu BKT on pienempi kuin kansantalouden tilinpidon mukainen BKT. Tavanomaisessa kasvutilinpidon analyysissa talouskasvulla on kolme päätekijää: tuotettu pääoma (kuten laitteet, rakennukset ja infrastruktuuri), työvoima ja kokonaistuottavuus (total factor productivity, TFP). Kokonaistuottavuus lasketaan yleensä jäännösarvona, jossa pääoman ja työvoiman osuudet on vähennetty tuotannon arvosta. OECD on rikastanut menetelmää mittaamalla myös kasvun, joka perustuu luonnon suurempaan hyväksikäyttöön (esim. kaivostoiminnan tai puun hakkuun kasvattamiseen). Ympäristöoikaistu kokonaistuottavuus voidaan laskea jäännösarvona, joka jää jäljelle, kun nämä panostekijät vähennetään saasteoikaistusta BKT:stä.

Saman tuotoksen synnyttäminen vähemmistä panoksista on arvonlisäyskasvua; vastaavasti saman tuotoksen synnyttäminen vähemmällä saasteilla on arvonlisäyksen kasvua pitkän aikavälin ympäristönäkökulmasta.

Vuosina 1996–2018 saastuminen väheni merkittävästi useimmissa Euroopan talouksissa, minkä vaikutuksesta vuotuinen (saasteoikaistu) BKT:n kasvu kiihtyi yli 0,3 prosenttiyksikköä Saksassa, Ranskassa ja Italiassa (taulukko B) eli yli kaksi kertaa enemmän kuin vastaava saasteoikaisun kasvuvaikeus Yhdysvalloissa. Kiinassa ja Intiassa BKT:n kasvun hintana oli suurempi saastuminen. Kasvutekijöiden näkökulmasta luonnon voimakkaamman hyväksikäytön vaikutus

²¹ M. Cárdenas Rodríguez ym., "Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services", *OECD Green Growth Papers*, marraskuu 2023.

²² Esimerkkinä hiukkaspäästöjen kustannuksista ilmansaasteet aiheuttivat pelkästään vuonna 2020 EU:ssa 238 000 ennenaikaista kuolemaa, ks. Euroopan ympäristövirasto, *Health impacts of air pollution in Europe*, 2022.

keskimääräiseen kasvuun oli OECD-maissa mitätön ja Kiinassa sekä Intiassa pieni mutta positiivinen.

Taulukko B

Luonto-oikaistut kasvuvaikutukset päätalousalueilla

(kasvu: vuotuinen prosenttimuutos; kasvuvaikutus: prosenttiyksikköä)

Maa	Tuotannon kasvun mittareita			Kontribuutiot tuotannon kasvuun			
	BKT:n kasvu	Saasteoikaistu BKT:n kasvu	Erotus	Työvoiman kasvuvaikutus	Tuotetun pääoman kasvuvaikutus	Luonnon hyväksikäytön kasvuvaikutus	Ympäristöoikaistu kokonaistuottavuuden kasvu
Ranska	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Saksa	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italia	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Alankomaat	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Espanja	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
EU27:n keskiarvo	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Yhdysvallat	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
Kiina	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
Intia	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Lähteet: Cárdenas Rodríguez ym. (2023) ja EKP:n laskelmat.
Huom. Jakson 1996–2018 keskiarvo.

Ympäristöoikaistut huomioon ottaen tuottavuuden kasvu Euroopassa oli voimakkaampaa (kuvio A).

Viimeaikaisissa EKP:n julkaisuissa on korostettu, että vihreän siirtymän aikana toteutetut päästövähennykset saattavat aiheuttaa tilapäistä mitatun tuottavuuden heikkenemistä.²³ Näiden tietojen perusteella tämä prosessi saattaa olla jo käynnissä. Kokonaistuottavuuden tavanomaisten mittarien mukaan vuotuinen tuottavuuden kasvu vuosina 2009–2018 hidastui vuosien 1996–2008 vauhdista sekä euroalueen 12 alkuperäisen jäsenvaltion joukossa (EA12) (0,5 prosentista 0,2 prosenttiin) että Yhdysvalloissa (1,2 prosentista 0,6 prosenttiin).²⁴ Vaikka myös ympäristöoikaistu kokonaistuottavuuden kasvu hidastui näiden jaksojen välillä, sen tarjoama kuva tuottavuuden kehityksestä on vähemmän pessimistinen. Tällä perusteella kokonaistuottavuuden keskimääräinen kasvu vuosina 2009–2018 EA12-maissa oli 0,6 % ja Yhdysvalloissa 1 %.²⁵

²³ Ks. Talouskatsauksen 6/2023 artikkeli "How climate change affects potential output" ja Bijmans ym., 2024, "The impact of climate change and policies on productivity", EKP:n Occasional Paper - julkaisusarja, nro 340.

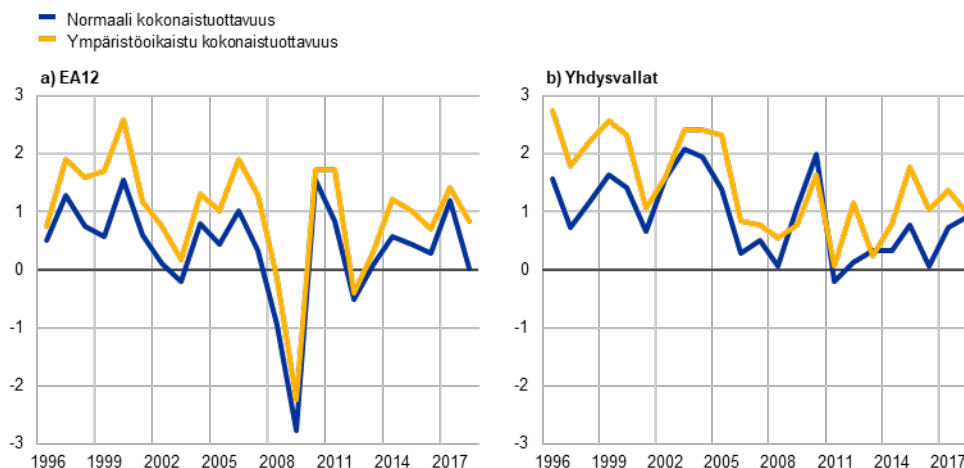
²⁴ EA12 käsittää Alankomaat, Belgian, Espanjan, Itävallan, Irlannin, Italian, Kreikan, Luxemburgin, Portugalin, Ranskan, Saksan ja Suomen painotettuna vuoden 2013 bruttokansantuotteilla.

²⁵ EA12-maiden vuoden 2009 arvo vaikuttaa keskiarvoihin voimakkaasti. Vuosina 2010–2018 EA12-maiden ympäristöoikaistu keskimääräinen kokonaistuottavuuden kasvu oli jokseenkin vastaava kuin Yhdysvalloissa.

Kuvio A

Tavanomaisen ja ympäristöoikaistun kokonaistuottavuuden ero

(prosentteja vuodessa)



Lähteet: Cárdenas Rodríguez ym. (2023), OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. EA12 käsittää Alankomaat, Belgian, Espanjan, Itävallan, Irlannin, Italian, Kreikan, Luxemburgin, Portugalin, Ranskan, Saksan ja Suomen painotettuina vuoden 2013 bruttokansantuotteilla.

Luonnon todellinen vaikutus talouskasvuun on todennäköisesti arvioitua suurempi, joten luonnon pilaantumisen jatkuminen saattaa heikentää tulevaa tuotantokapasiteettia olennaisesti. ²⁶ Monia ekosysteemipalveluja ei ole vielä

kvantifioitu, joten niiden arvo aliarvioidaan. Lisäksi palvelun taloudellinen merkittävyys riippuu myös siitä, voidaanko se korvata muilla tuotannontekijöillä. Esimerkiksi ruumiillisella työllä korvataan jo tälläkin hetkellä pölytystä joidenkin arvokkaiden satotuotteiden tuotannossa, mutta tämä ei ole kaikkien viljelykasvien tapauksessa mahdollista. Luonnonvarojen liikkakäyttö voi vauhdittaa tuotantoa lyhyellä aikavälillä mutta osoittautua pidempiaikaisesti kestävämmäksi, sillä luonnon pilaantuminen vähentää viime kädessä ekosysteemipalvelujen virtoja ja siten taloudellista toimeliaisuutta. ²⁷

Ekosysteemipalvelujen suora mittaaminen osana BKT:tä on tärkeä edistysaskel, mutta se ei riitä pitkän aikavälin vaikutusten ymmärtämiseksi.

Eräitä parannuksia tietoaineistoihin on jo kehitteillä, sillä Eurostat suunnittelee ekosysteemipalvelujen tilinpidon julkaisua vuodesta 2026 alkaen INCA-projektin pohjalta. Aluksi tilinpito kattaa seitsemän fyysisissä yksiköissä mitattavaa ekosysteemipalvelua (esim. sadon tuotanto, joka voidaan yhdistää luonnonvaraisiin pölyttäjiin, tai sidotun hiilidioksidin tonnimäärä), joiden rahallisen arvon määrittävyyttä tutkitaan parhaillaan. ²⁸ *Bruttokansantuote* ei kuitenkaan kuvaa kaikkia luonnon pilaantumisen vaikutuksia, sillä se ei sisällä pääoman arvonalentumista. Siksi kestävämmästä hyväksikäytöstä johtuvaa luonnon pilaantumista ei koskaan tulla sisällyttämään BKT:hen, vaikka ekosysteemipalvelut

²⁶ Ks. B. Döhring ym., "Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity", *European Economy Discussion Papers*, nro 180, Euroopan komissio, helmikuu 2023.

²⁷ Ks. T. Kuchler ym., "The economics of biodiversity loss", EKP:n Sintran-foorumissa esitelty artikkeli, 2024.

²⁸ Sadon tuotanto, pölytys, puun tuotanto, ilmansuodatus, maailmanlaajuinen ilmaston säätely, paikallisilmaston säätely, luontomatkailupalvelut. Ks. COM/2022/329 Asetus asetuksen (EU) N:o 691/2011 muuttamisesta tiettyjen ympäristötilinpitoa koskevien moduulien käyttöön ottamiseksi.

laskettaisiinkin siihen mukaan. Tulevaan tuotantoon kohdistuvien vaikutusten täydellinen ymmärtäminen edellyttää myös arvonalennukset sisältävän *nettokansantuotteen* tarkastelua. Lisäksi monet ekosysteemipalvelut vähentävät luonnon ääri-ilmiöiden, kuten tulvien, vaikutusta. Taloudelliset hyödyt saattavat olla huomattavia, mutta niitä ei kyetä havaitsemaan, ja ne voidaan laskea ainoastaan taloudellisten mallien kautta määrittämällä, minkä verran pienemmäksi tuotanto olisi jäänyt ilman ekosysteemipalvelujen antamaa suojaa.

Taloudellisen mallintamisen kehittäminen on tarpeen myös siksi, että voitaisiin entistä paremmin määrittää ekosysteemipalvelujen hyödyt sekä tunnistaa niistä riippuvaiset sektorit. Tämän tiedon avulla voidaan tunnistaa tilanteita, joissa luontoon investoiminen tuottaisi nettohyötyä keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi se auttaa selvittämään, miten ekosysteemipalvelujen häiriöt kotimaassa ja ulkomailla leviävät talouteen toimitusketjujen kautta. Tällaiset häiriöt heikentävät talouskasvua siitä riippumatta, mitataanko ekosysteemipalveluja välittömästi vai ei. Ks. yksityiskohtaisempi kuvaus luonnon pilaantumisen ja sen monimuotoisuuden köyhtymisen vaikutuksista talouteen ja rahoitussektoriin tämän Talouskatsauksen artikkelista 2.

3 Miksi euroalueen kotitalouksien tunnelma on edelleen synkkä ja mitä se tarkoittaa yksityisen kulutuksen kannalta?

Alina Bobasu, Dario Esposito ja Johannes Gareis

Kuluttajien luottamus euroalueella romahti Venäjän hyökättyä täysimittaisesti Ukrainaan, ja vaikka luottamus on sittemmin hieman elpynyt, se on kuitenkin pysynyt heikolla tasolla. Kuluttajien luottamus on parantunut asteittain hyökkäyksen jälkeisestä syyskuun 2022 aallonpohjastaan. Se ei kuitenkaan ole vielä palautunut pandemiaa edeltäneelle keskiarvotasolleen ja oli elokuussa 2024 selvästi sotaan edeltänyttä tasoaan heikempi (kuvio A). Tässä kehikossa tarkastellaan kuluttajien luottamuksen heikkouden taustatekijöitä ja arvioidaan sen pitkittymisen vaikutuksia yksityiseen kulutukseen lyhyellä aikavälillä.

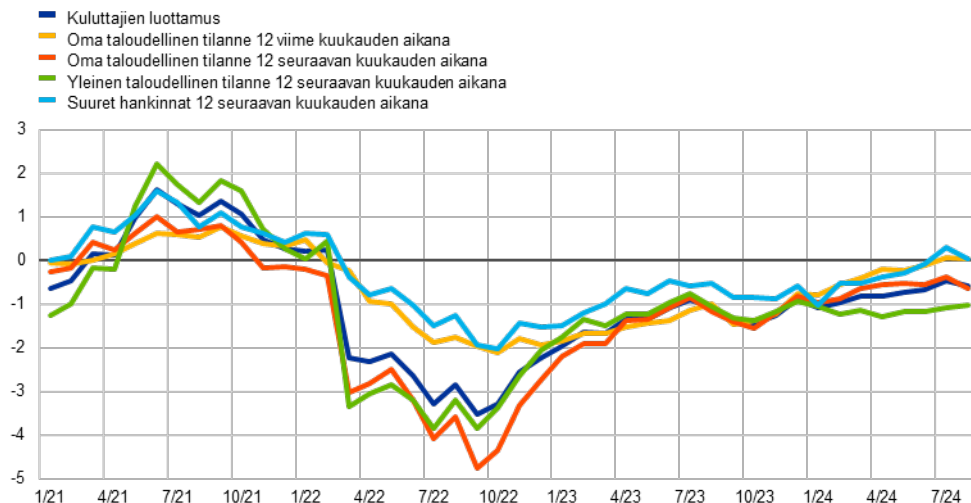
Kotitalouksien odotukset erityisesti yleisestä talouskehityksestä heikentävät kuluttajien luottamusta. Kuluttajien luottamusta kuvaava Euroopan komission indeksi on yhdistelmäindikaattori, joka lasketaan neljään kysymykseen annettujen vastausten saldolukujen (positiivisten ja negatiivisten vastausten osuuksien erotus) aritmeettisena keskiarvona. Nämä kysymykset liittyvät odotuksiin, joita kotitalouksilla on 12 seuraavalle kuukaudelle omasta taloudellisesta tilanteestaan, yleisestä taloustilanteesta ja suurista hankinnoista, sekä niiden kokemukseen omasta taloudellisesta tilanteestaan 12 edellisen kuukauden aikana.²⁹ Kotitalouksien odotukset yleisen taloustilanteen kehityksestä ovat pysyneet pääpiirteittäin ennallaan vuoden 2023 puolivälistä, mikä on pidätellyt kuluttajien luottamuksen kohenemista edelleen sen elvyttyä Venäjän hyökkäyksen jälkeisistä pohjalukemista (kuvio A). Sitä vastoin muut kuluttajien luottamuksen osatekijät ovat parantuneet edelleen ja sekä kotitalouksien kokemus omasta toteutuneesta taloudellisesta tilanteestaan että suurien hankintojen koskevat aiheet olivat vuoden 2024 puolivälissä hieman pandemiaa edeltänyttä keskiarvoa korkeammalla tasolla.

²⁹ Ks. "A revised consumer confidence indicator", Euroopan komissio, 2018.

Kuvio A

Kuluttajien luottamus ja sen osatekijät

(standardoituja saldolukuja)



Lähteet: Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tiedot on standardoitu jaksolle tammikuusta 1999 joulukuuhun 2019, ja nollassa kuvaa pandemiaa edeltänyttä keskiarvoa. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2024.

Lineaarinen regressiomalli avaa kuluttajien luottamuksen ja yksityisen kulutuksen taustatekijöiden historiallista suhdetta.³⁰ Mallissa kuluttajien luottamusta regressoidaan vakio- ja muuttujilla, kuluttajien luottamuksen kahdella viipeellä sekä vallitsevalla inflaatiouuhtilla, työttömyysasteella,

lainanottokustannuksen indikaattorilla, osakehintojen vuosimuutoksella, asuntojen hintojen vuosimuutoksella sekä kotitalouksien inflaatio- ja työttömyysodotuksilla 12 seuraavalle kuukaudelle.³¹ Sovelletujen viipeiden ansiosta voidaan seurata kuluttajien luottamuksen asteittaista vastetta muiden muuttujien muutoksiin. Kotitalouksien odotukset inflaation ja työttömyyden kehityksestä on sisällytetty analyysiin, koska ne kuvastavat usein kuluttajien luottamusta paremmin kuin näiden muuttujien toteutunut kehitys, sillä odotukset määrittävät kotitalouksien hyvinvointikokemusta.³² Lisäksi ne määritelmänsä mukaan vastaavat useimpien kuluttajien luottamuksen osatekijöiden eteenpäin katsovaa luonnetta.³³

Toteutuneen ja odotetun inflaation kiihtyminen oli mallin mukaan kuluttajien luottamuksen heikentymisen alkuperäinen taustatekijä Venäjän hyökkäystä edeltäneeseen jaksoon verrattuna, kun taas myöhemmin luottamukseen

³⁰ Ks. myös M. A. Bolhuis, J. N. Cramer, K. O. Schulz ja L. H. Summers, "The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly", *Working Paper*, nro 32163, National Bureau of Economic Research, helmikuu 2024.

³¹ Kotitalouksien odotukset inflaation ja työttömyyden kehityksestä ovat peräisin Euroopan komission yritysten ja kuluttajien luottamusta mittaavista kyselyistä. Ensin mainitut odotukset viittaavat neljännesvuotuisiin määrällisiin inflaatiota koskeviin odotuksiin 12 seuraavalle kuukaudelle ja jälkimmäiset kotitalouksien laadullisiin työttömyyttä koskeviin odotuksiin 12 seuraavalle kuukaudelle.

³² Ks. kotitalouksien inflaatio-odotusten merkityksestä euroalueen kuluttajien luottamuksen kannalta "European Business Cycle Indicators 2nd Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area", *Technical Paper*, nro 074, Euroopan komissio, heinäkuu 2024.

³³ Koska kotitalouksien odotukset inflaation ja työttömyyden kehityksestä vuonna 2022 kuitenkin myönteivät yleistä epävarmuutta, joka liittyi Venäjän hyökkäykseen Ukrainaan, näiden kahden muuttujan estimoidut kertoimet saattavat kuvastaa muitakin sotaan liittyneitä tekijöitä kuin inflaation ja työttömyyden vaikutuksia.

vaikuttivat erityisesti kasvavien lainanottokustannusten yhä negatiivisemmat vaikutukset yhdessä asuntojen hintojen laskun kanssa. Mallin tulokset

osoittavat, että euroalueen kuluttajien luottamuksen heikkeneminen Venäjän Ukrainassa aloittaman sodan myötä vuoden 2021 viimeiseen neljännekseen verrattuna johtui suurelta osin inflaation (sekä toteutuneesta että odotetusta) kiihtymisestä (kuvio B). Vastaavasti kuluttajien luottamuksen elpyminen tämän jälkeen on saanut tukea pääasiassa inflaation hidastumisesta ja inflaatio-odotusten maltillistumisesta. Kotitalouksien työttömyysodotukset laskivat vuonna 2023 edellisvuodesta, mutta olivat kuitenkin vielä vuoden 2024 toisella neljänneksellä korkeammat kuin vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä.³⁴ Lisäksi rahapolitiikan kiristyminen myötävaikuttanut lainanottokustannusten kasvuun ja asuntojen hintojen laskuun, jotka vaikuttivat epäedullisesti kuluttajien luottamukseen vuoden 2022 puolivälistä lähtien. Kuten regression jäännöstekijöiden negatiivinen vaikutus lisäksi osoittaa, kuluttajien luottamus on pysynyt vuoden 2021 viimeiseen neljännekseen verrattuna hieman heikompana muiden malliin sisällyttämättömien tekijöiden vuoksi, mikä on saattanut johtua lisääntyneestä geopoliittisesta ja talouspoliittisesta epävarmuudesta.³⁵

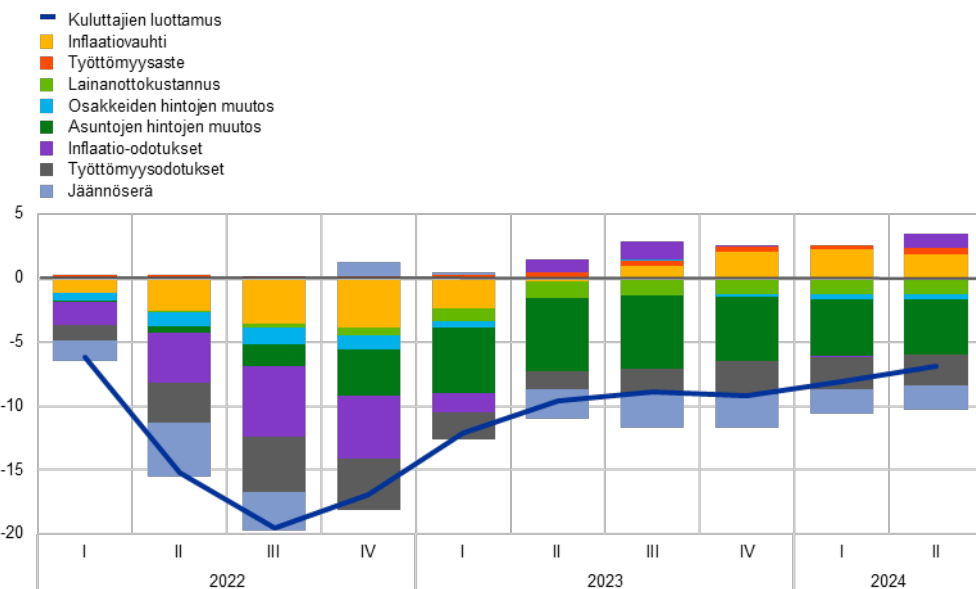
³⁴ Vuoden 2021 viimeiseen neljännekseen verrattuna kasvaneet työttömyysodotukset ovat ristiriidassa toteutuneen myönteisen työmarkkinakehityksen kanssa, sillä työttömyysaste on laskenut vakaasti vuoden 2021 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2024 toiseen neljännekseen, mikä on tukenut hieman kuluttajien luottamusta samalla jaksolla. Työttömyysaste ja työttömyysodotukset tukivat kuluttajien luottamusta vuoden 2024 toisella neljänneksellä, koska molemmat olivat tuolloin pandemiaa edeltänyttä keskiarvotasoaan pienempiä.

³⁵ Arvio on jokseenkin sopusoinnussa suhteessa Euroopan komission kuluttajien epävarmuutta mittaavaan indeksiin, joka putosi merkittävästi vuoden 2022 kolmannen neljänneksen huipputasoltaan vuoden 2024 toiseen neljännekseen mennessä pysyen kuitenkin korkeammalla kuin vuoden 2021 viimeisellä neljänneksellä.

Kuvio B

Mallipohjaiset kuluttajien luottamuksen taustatekijät

(prosentuaaliset saldoluuvut ja vaikutus prosenttiyksikköinä, poikkeamat jaksosta IV/2021)



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

Huom. Kuvio osoittaa selittävien muuttujien kontribuutiot regressiomallissa, jossa kuluttajien luottamusta regressoidaan vakio- ja muuttujilla, kuluttajien luottamuksen kahdella viipeellä sekä vallitsevilla inflaatiovauhdilla, työttömyysasteella, lainanottokustannuksen indikaattorilla, osakehintojen vuosimuutoksella, neljännesvuotuisen asuntojen hintojen vuosimuutoksella sekä kotitalouksien inflaatio- ja työttömyysodotuksilla 12 seuraavalle kuukaudelle. Lainanottokustannuksia kuvaavana muuttujana käytetään kulutusluottojen korkoa. Mallin estimoinnissa on käytetty tietoja vuoden 2004 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2024 toiseen neljännekseen, ja siihen sisältyy dummy-muuttuja vuoden 2020 jokaiselle neljännekselle. Tuoreimmat tiedot ovat vuoden 2024 toiselta neljänneksestä muista tekijöistä paitsi asuntojen hintojen inflaatiosta, joka on ennustettu vuoden 2024 toiselle neljännekselle yksimuuttujaisella AR(2)-mallilla.

Kuluttajien luottamus korreloi tyypillisesti voimakkaasti yksityisen kulutuksen

kasvun kanssa. Kuten edellä on osoitettu, kuluttajien luottamus heijastelee samoja muuttujia kuin yksityinen kulutuskin. Näin ollen se kuvastaa talouden perustekijöiden nykyistä ja tulevaa tilaa.³⁶ Esimerkiksi pandemiaa edeltäneellä jaksolla kuluttajien luottamus korreloi yleisesti ottaen voimakkaasti kulutuksen neljännesvuotuisen kasvun kanssa, erityisesti taantumajaksolla.³⁷

Kuluttajien luottamuksen pysyminen vaimeana viittaa siihen, että yksityinen kulutus elpyy lyhyellä aikavälillä vain maltillisesti.

Neljännesvuotuisen kuluttajien luottamuksen ja neljännesvuotuisen yksityisen kulutuksen kasvun yhdistävä siltayhtälömalli ennustaa yksityisen kulutuksen kasvavan lievästi vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä (kuvio C).³⁸ Yksityisen kulutuksen näkymiä kuitenkin

³⁶ Yksi kuluttajien luottamusta mittaavan indeksin ilmeinen etu yksityisen kulutuksen taustatekijöihin verrattuna on sen ajantasaisuus. Ks. *Talouksatkausten* 5/2015 kehikko "Does consumer confidence predict private consumption?".

³⁷ Ks. artikkeli "Confidence indicators and economic developments", EKP:n *Kuukausikatsaus*, tammikuu 2013.

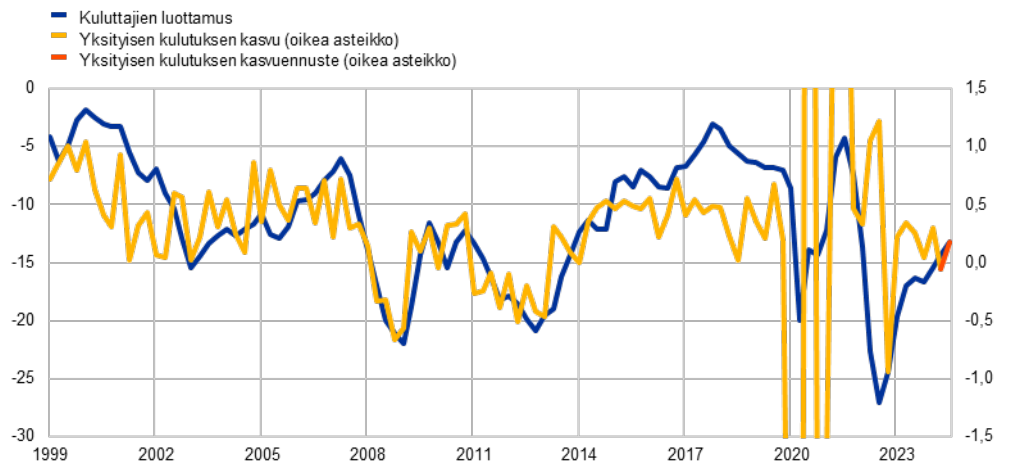
³⁸ Siltayhtälömallin otoksen ulkopuolinen arviointi osoittaa, että ennustekyky keskineliövirheen neliöjuurella mitattuna heikkeni merkittävästi pandemian aikana mutta on sittemmin parantunut alkuvuodesta 2023 lähtien. Mitä tulee kuluttajien luottamuksen osatekijöihin, arviointi osoittaa, että ennen pandemiaa kotitalouksien odotukset omasta taloudellisesta tilanteestaan korreloivat hieman tiiviimmin yksityisen kulutuksen kasvun kuin yleisen kuluttajaluottamuksen kanssa, mutta osatekijöiden ennustekyvyn suhteelliset erot ovat viimeisimmällä jaksolla kaventuneet mitättömiksi. Arvioinnin tuloksia on kaiken kaikkiaan syytä tulkita varovaisesti ja uusiin tietoihin verraten, koska viimeisimmältä jaksolta käytettävissä ollut otos oli pieni. Ks. myös *Talouksatkausten* 1/2024 kehikko "Is the PMI a reliable indicator for nowcasting euro area real GDP?".

varjostaa kuluttajien luottamuksen taustatekijöiden kehitykseen liittyvä epävarmuus. Euroalueen kuluttajien luottamus todennäköisesti kohenee jatkossa sitä mukaa, kun inflaatio hidastuu edelleen, vahva työmarkkinatilanne tukee luottamusta ja reaalitytulot elpyvät. Rahapolitiikan äskettäisen kiristymisjakson vaikutukset kuitenkin säilyvät vielä jonkin aikaa, ja lisääntynyt geopoliittinen ja talouspoliittinen epävarmuus saattaa hillitä luottamuksen elpymistä.

Kuvio C

Kuluttajien luottamus ja yksityisen kulutuksen kasvu

(vasen asteikko: saldoluviut; oikea asteikko: prosenttimuutokset edellisestä neljänneksestä)



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

Huom. Tuoreimmat havainnot yksityisestä kulutuksesta ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä ja kuluttajien luottamuksesta elokuulta 2024. Punainen viiva kuvaa yksityisen kulutuksen kasvuennustetta vuoden 2024 kolmannelle neljännekselle. Ennuste perustuu siltayhtälömalliin, jossa neljännesvuotuisen yksityisen kulutuksen kasvua regressoidaan vakiokertoimella, muuttujan omalla viipeellä ja vallitsevalla neljännesvuotuisella kuluttajien luottamuksella. Malli sisältää tiedot vuoden 1999 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2024 toiseen neljännekseen ja dummy-muuttujan kullekin vuoden 2020 neljännekselle. Vuoden 2024 kolmannen neljänneksen ennusteessa kuluttajien luottamuksen oletetaan pysyvän samalla tasolla kuin heinä-elokuussa keskimäärin.

Työmarkkinoiden kehitys ja generatiivisen tekoälyn käyttöönotto – johtaville yrityksille suunnatun kyselyn tulokset

Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris ja Christofer Schroeder

Tuoreessa EKP:n kyselyssä rahoitusalan ulkopuolisille yrityksille esitettiin kysymyksiä euroalueen työmarkkinoiden joidenkin viimeaikaisten erityispiirteiden taustatekijöistä.

Näihin piirteisiin kuuluvat se, että yritykset ilmoittavat entistä useammin rekrytointivaikeuksista, korkea työllisyysaste, joka nousee talouskehityksen vaimeudesta huolimatta (mikä merkitsee työn tuottavuuden laskua), keskimääräisten tehtyjen työtuntien merkittävä väheneminen sekä etätöiden lisääntyminen. Tässä kyselyosiossa esitettiin yleisiä väittämiä, joiden vastausvaihtoehtoina olivat: vahvasti samaa mieltä, samaa mieltä, eri mieltä, vahvasti eri mieltä, ei samaa eikä eri mieltä. Vastaajia pyydettiin tarkastelemaan asioita keskipitkällä aikavälillä ja vertaamaan nykyistä toimintaympäristöä viiden–kymmenen vuoden takaiseen ympäristöön. Jos vastaajat olivat jostakin yleisestä väittäimestä samaa tai vahvasti samaa mieltä, heitä pyydettiin vastaamaan myös sarjaan alaväittämiä, joilla selvitettiin vastauksen perusteita.

Yrityksiltä kysyttiin myös generatiivisen tekoälyn käyttöönotosta.

Generatiivinen tekoäly on teknologian nopean kehityksen tuorein tuote, ja se saattaa vaikuttaa perusteellisella tavalla työmarkkinoihin ja tuottavuuteen. Kyselyssä yrityksiltä kysyttiin: 1) käyttävätkö ne generatiivista tekoälyä operatiivisesti ja jos käyttävät, 2) miten kauan ne ovat käyttäneet sitä, 3) miten suuri osuus työntekijöistä käyttää generatiivista tekoälyä työssään vähintään kerran viikossa ja 4) mitkä olivat tärkeimmät syyt sen käyttöönottoon. Kysely lähetettiin yrityksille, joihin EKP pitää säännöllisesti yhteyttä kerätäkseen tietoa talouskehityksen, hintojen ja työllisyyden näkymistä.³⁹ Kysely toteutettiin toukokuun loppupuolelta kesäkuun loppuun 2024, ja siihen saatiin 46 vastausta.

Ylivoimainen enemmistö vastaajista oli samaa mieltä väittäimestä, jonka mukaan rekrytointi on viime vuosina vaikeutunut, ja korosti, että yritysten tarvitsemaa osaamista on työmarkkinoilla niukalti (kuvio A).

Yli 90 % oli samaa mieltä tai vahvasti samaa mieltä siitä, että tarvittavien työntekijöiden rekrytointi on nykyään vaikeampaa kuin 5–10 vuotta sitten, mikä kertoo, että työvoimapulaa esiintyy laajalti. Näin vastanneista 90 % oli samaa mieltä siitä, että työnhakijoita, joilla on tarvittavaa osaamista, on niukalti, mikä viittaa ammattitaitoisen työvoiman puutteeseen. Hieman pienempi, mutta merkittävä osuus (hiukan alle 50 %) sanoi, että tarvittavasta osaamisesta riippumatta työnhakijoista on yleisesti pulaa. Yritykset, joiden mukaan työnhakijoista on yleisesti pulaa, toimivat enimmäkseen työvoimavaltaisilla palvelualoilla tai harjoittavat merkittävässä määrin tuotantoa Saksassa. Kysyntäpuolen tekijöistä kysyttäessä noin kaksi kolmannesta yrityksistä

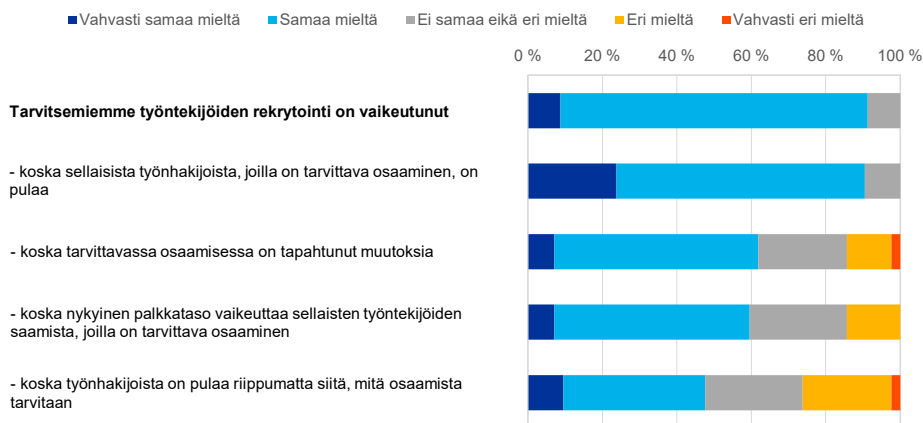
³⁹ Lisätietoja yhteydenpidon luonteesta ja tarkoituksesta on *Talouksatsauksen* 1/2021 artikkelissa "The ECB's dialogue with non-financial companies".

oli samaa mieltä siitä, että muutokset niiden edellyttämässä osaamisessa ovat lisänneet rekryointivaikeuksia, ja lähes 60 % oli sitä mieltä, että vallitseva palkkataso vaikeuttaa sellaisten työntekijöiden palkkaamista, joilla on tarvittava osaaminen.

Kuvio A

Yhteenveto työvoimapulaa koskevista vastauksista

(prosentteja vastauksista)



Lähde: EKP.

Huom. Palkit osoittavat kunkin vastausvaihtoehdon prosenttiosuutta vastaajista. Kaikkia vastaajia pyydettiin vastaamaan lihavoitun yleiseen väittämään. Niitä, jotka olivat samaa mieltä tai vahvasti samaa mieltä, pyydettiin vastaamaan myös alaväittämiin.

Alaväittämien prosenttiosuudet on ilmoitettu siitä vastaajajoukosta, joka oli samaa mieltä tai vahvasti samaa mieltä yleisestä väittämästä.

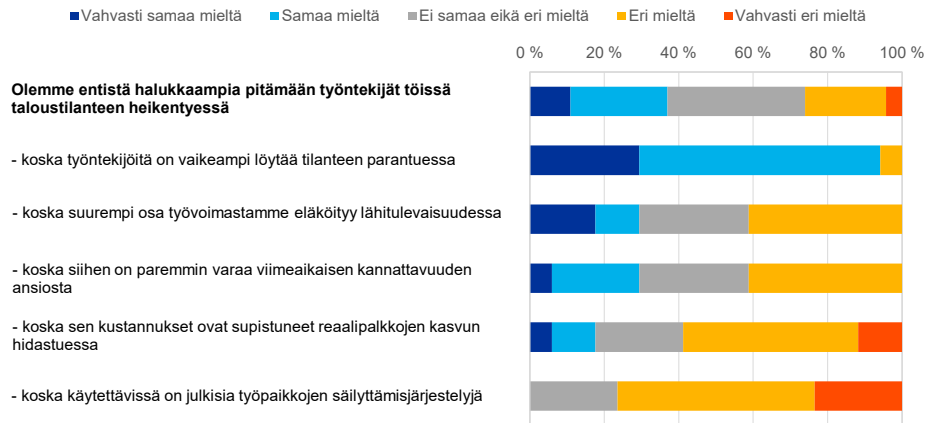
Hieman yli kolmannes vastaajista oli samaa mieltä siitä, että heidän yrityksensä olivat entistä halukkaampia pitämään työntekijät töissä taloustilanteen heikentyessä, ja näistä vastaajista lähes kaikki ilmoittivat syynsi sen, että tilanteen parantuessa olisi vaikea rekrytoida työntekijöitä (kuvio B). Tämä viittaa siihen, että työvoiman ylimitoituksen ja työvoimapulan välillä on vahva yhteys. Kaikista muista selittävästä alaväittämisestä vastaajat olivat enemmän eri mieltä kuin samaa mieltä, joskin noin puolet yrityksistä, jotka olivat halukkaampia pitämään työntekijät töissä, oli samaa mieltä siitä, että vähintään yhdellä muullakin taustatekijällä oli merkitystä. Noin kolmannes vastaajista sanoi, että yhtenä tekijänä oli odotettu eläköitymisten lisääntyminen lähitulevaisuudessa. Vastaava osuus vastaajista yhtyi alaväittämään, jonka mukaan yrityksellä oli viimeaikaisen kannattavuutensa ansiosta paremmin varaa työvoiman ylimitoitukseen, ja noin 20 % oli samaa mieltä siitä, että yhtenä syynä oli reaalipalkkojen hitaampi kasvu. Tämä tukee – tosin rajallisesti – aiempia analyysejä, joiden mukaan nämä tekijät vaikuttivat työllisyyden pysymiseen vahvana vuoden 2022 lopusta alkaen.⁴⁰ Kukaan vastaajista ei ollut samaa mieltä alaväittäjästä, jonka mukaan julkisilla työpaikkojen säilyttämisjärjestelyillä olisi ollut vaikutusta.

⁴⁰ Ks. *Talouksatsauksen* 4/2024 kehikot "Suuremmat voittomarginaalit ovat auttaneet yrityksiä hamstraamaan työvoimaa" ja "Euroalueen työllisyyden pandemian jälkeisen kasvun taustatekijät: malliin perustuva näkökulma".

Kuvio B

Yhteenveto työvoiman ylimitoitusta koskevista vastauksista

(prosentteja vastauksista)



Lähde: EKP.

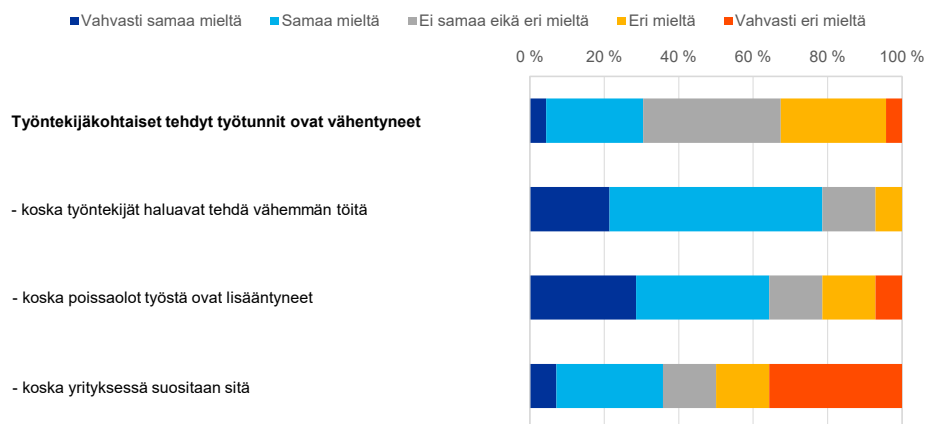
Huom. Ks. kuviota A koskevat huomautukset.

Ne vastaajat, jotka olivat samaa mieltä siitä, että työntekijäkohtaiset tehdyt työtunnit olivat vähentyneet, pitivät tärkeimpänä syynä työntekijöiden halukkuutta tehdä vähemmän töitä (kuvio C). Vastaajista, joiden mukaan työtunnit olivat vähentyneet, 80 % ilmoitti (ainakin osittaiseksi) syyksi sen, että työntekijät halusivat tehdä vähemmän töitä, ja kaksi kolmannesta mainitsi syyksi myös työpoissaolojen lisääntymisen. Sen sijaan vain kolmannes sanoi syyksi sen, että yrityksessä suosittiin työtuntien vähentämistä (ja yli puolet oli eri mieltä tästä alaväittämästä, yksi kolmannes jopa vahvasti eri mieltä).

Kuvio C

Yhteenveto tehtyjä työtunteja koskevista vastauksista

(prosentteja vastauksista)



Lähde: EKP.

Huom. Ks. kuviota A koskevat huomautukset.

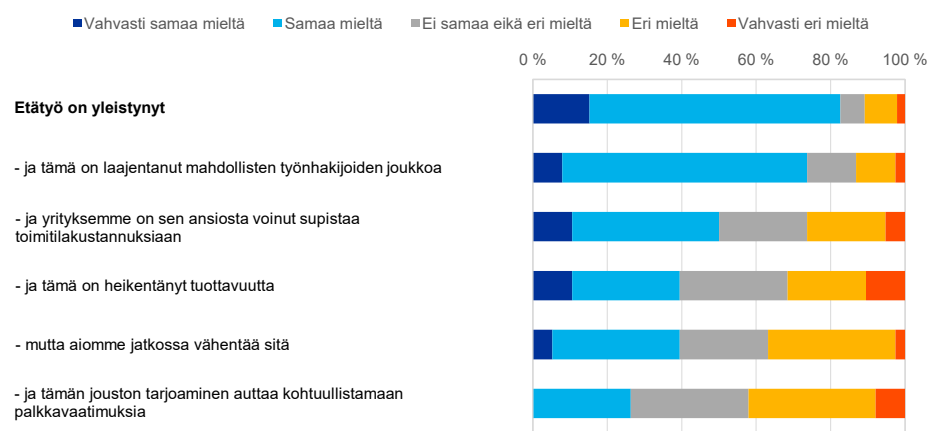
Vastaajat vahvistivat, että etätö oli lisääntynyt yleisesti, ja useimmat olivat samaa mieltä siitä, että se laajensi mahdollisten työnhakijoiden joukkoa

(kuvio D). Hieman yli 80 % vastaajista sanoi etätöön yleistyneen, ja heistä kolme neljännestä oli samaa mieltä siitä, että tämä oli laajentanut mahdollisten työnhakijoiden joukkoa. Noin puolet sanoi, että yritys oli sen ansiosta voinut karsia toimitilojaan ja supistaa kiinteitä tilakustannuksia. Sitä vastoin vain neljännes oli samaa mieltä väittämästä, että etätöön lisääntyminen oli helpottanut palkkavaatimusten kohtuullistamista, ja lähes puolet oli tästä eri mieltä. Noin 40 % yhtyi väittämään, että etätöön lisääntyminen oli heikentänyt tuottavuutta (ja yhtä moni sanoi aikovansa vähentää etätöitä jatkossa), ja vain runsaat 30 % oli siitä eri mieltä.

Kuvio D

Yhteenveto etätöitä koskevista vastauksista

(prosentteja vastauksista)



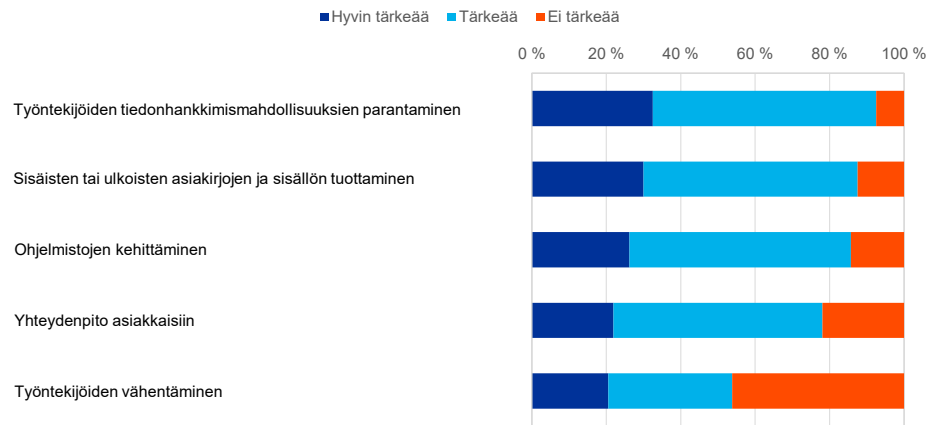
Lähde: EKP.
Huom. Ks. kuviota A koskevat huomautukset.

Generatiivista tekoälyä koskevissa kysymyksissä lähes kolme neljännestä vastaajista sanoi, että teknologia oli jo käytössä heidän yrityksissään. Tähän annettiin monia eri syitä (kuvio E). Niistä yrityksistä, jotka jo käyttävät generatiivista tekoälyä toiminnassaan, useimmat olivat aloittaneet sen melko hiljattain, huomattavan moni vuonna 2023. Noin puolet arvioi, että enintään 10 % yrityksen työvoimasta käyttää generatiivista tekoälyä ainakin kerran viikossa, ja vain 60 % vastaajista ilmoitti, että sitä käyttää säännöllisesti yli 25 % yrityksen työvoimasta. Generatiivisen tekoälyn käyttöönoton pääasiallisista syistä tärkeimmäksi katsottiin työntekijöiden tiedonhankkimismahdollisuuksien parantaminen, jota yli 90 % vastaajista piti tärkeänä tai hyvin tärkeänä. Lähes yhtä tärkeänä pidettiin generatiivisen tekoälyn käyttöä sisällöntuotannossa, ohjelmistokehityksessä ja yhteydenpidossa asiakkaisiin. Yrityksistä, jotka käyttävät tätä teknologiaa, noin puolet oli samaa mieltä siitä, että tärkeänä syynä oli myös työntekijöiden määrän supistaminen. Monet vastaajat korostivat lisäksi, että generatiivisen tekoälyn käyttö oli vielä kokeiluvaiheessa ja että yritykset opettelivat ja pyrkivät tunnistamaan käyttötapauksia, joissa tekoälyn käyttö kasvattaisi tuottavuutta, parantaisi laatua ja lisäisi tehokkuutta.

Kuvio E

Yhteenveto generatiivisen tekoälyn käyttöönoton pääasiallisia syitä koskevista vastauksista

(prosentteja vastauksista)



Lähde: EKP.

Huom. Palkit osoittavat kunkin vastausvaihtoehdon prosenttiosuutta vastaajista.

Palkkojen ja palkkaliukuman viimeaikainen kehitys

Colm Bates, Katalin Bodnár ja Kathinka Schlieker

Palkkojen seurannalla on keskeinen osa EKP:n toteuttamassa

inflaationäkymien analyysissa. Palkkoilla on merkittävä osuus pohjainflaation nopeana pysyneessä kehityksessä etenkin palveluerän osalta. Syyskuun 2024 EKP:n asiantuntija-arvioissa ennakoidaan inflaation hidastuvan muun muassa siksi, että odotettavissa on palkkakasvun maltillistuminen.

Euroalueen palkkakasvu on pandemian jälkeisten rajoitusten päätyttyä ollut nopeaa, ja siihen on vaikuttanut myös inflaationsokki Venäjän aloittama oikeudettoman sodan Ukrainassa, mutta nyt se osoittaa tasaantumisen merkkejä.

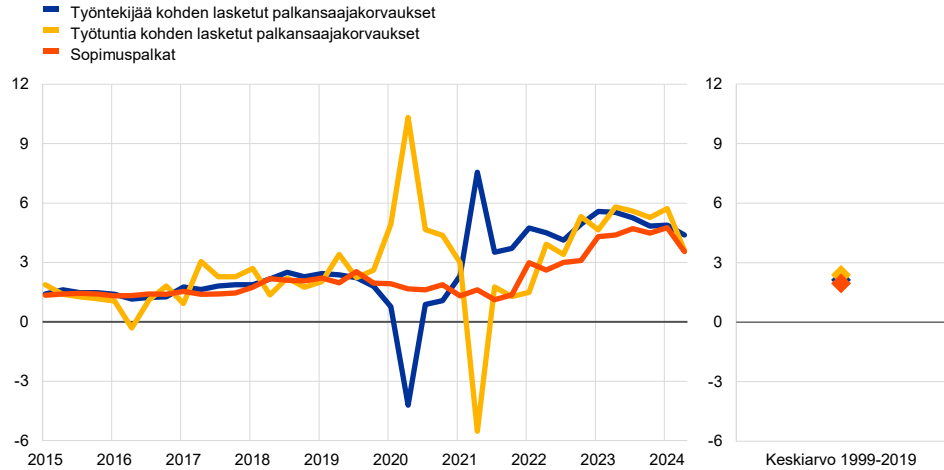
Keskeinen indikaattori euroalueen palkkakasvua arvioitaessa on työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten vuotuinen kasvu. Kasvu on toistuvasti vahvistunut ja oli vuoden 2023 toisella neljänneksellä 5,5 prosentin tasolla. Se kuitenkin hidastui 4,8 prosenttiin vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä ja edelleen 4,3 prosenttiin toisella neljänneksellä. Kehitys hidastui jonkin verran EKP:n syyskuisissa asiantuntija-arvioissa ennakoitua enemmän. Myös muut palkkakasvun mittarit, kuten työtuntia kohden lasketut palkansaajakorvaukset, osoittavat maltillistumisen merkkejä. Maltillistumisesta huolimatta eri indikaattorien kasvuvauhti on pysynyt nopeana, noin kaksinkertaisena pitkän aikavälin keskiarvoihin nähden (noin 2,1 % kaikissa indikaattoreissa). Pitkän aikavälin keskiarvoon sisältyy myös hitaan palkkakasvun jaksoja, joten sitä ei tule tulkita tavoitearvoksi. Siten indikaattorien kasvu on edelleen nopeampaa kuin mikä olisi sopusoinnussa 2 % inflaatiotavoitteen ja 1 % tuottavuuskasvun kanssa. Tämä kuvastaa ennen kaikkea aiemman nopean inflaation kompensaaion ja vastaavan reaali-palkkojen nousun merkittävää vaikutusta (ks. kuvio A). Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvun ja sopimus-palkkojen kasvun väliset erot viittaavat siihen, että palkkaliukuma on merkittävä palkkakehitystä selittävä tekijä.⁴¹

⁴¹ Ks. myös *Talouksatsauksen* 8/2018 kehikko ”Palkkaliukuman viimeaikainen kehitys euroalueella”.

Kuvio A

Työvoimakustannusten indikaattorit euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä.

Palkkaliukuma kuvaa määritelmän mukaisesti kaikkia sellaisia maksettujen työntekijäkohtaisten palkkojen osatekijöitä, jotka eivät sisälly sopimuspalkkoihin. Näitä osatekijöitä ovat esimerkiksi henkilökohtaiset kannustinpalkkiot ja ylityökorvaukset.

Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu voidaan eritellä toisaalta palkkojen ja toisaalta työnantajan sosiaaliturvamaksujen vaikutukseen. Palkkojen kasvu työntekijää kohden puolestaan koostuu sopimuspalkkojen kasvusta ja palkkaliukumasta. Palkkaliukuma lasketaan työntekijää kohden laskettujen palkkojen kasvun ja sopimuspalkkojen kasvun välisenä erotuksena. Euroalueen sopimuspalkkojen aikasarja kuvaa työehtosopimusneuvottelujen tuloksena tapahtunutta muutosta keskimääräisen tai tyyppillisen työntekijän palkassa tarkasteltavilla toimialoilla. Se sisältää myös kertaluonteisia maksuja, milloin ne sisältyvät työehtosopimukseen. Palkkoihin kuuluu kuitenkin myös muita osatekijöitä, jotka eivät sisälly työehtosopimukseen, esimerkiksi henkilökohtaisia kannustinpalkkioita ja ylennyksistä johtuvia palkankorotuksia. Ne näkyvät työntekijää kohden lasketussa tosiasiallisessa palkkakasvussa ja näin ollen myös palkkaliukumassa. Kokonaisuutena tarkastellen palkkaliukumassa kuvastuvat myös henkilökohtaisten palkkojen kasvun ja sopimuspalkkojen kasvun väliset erot, joiden merkitys lisääntyy työehtosopimuksen kattamien työntekijöiden määrän vähentyessä (ja kääntäen). Voidaan myös todeta, että koska sopimuspalkat kuvastavat keskimääräisen tai tyyppillisen kokoaikaisen työntekijän palkkaa, palkkaliukumassa näkyvät myös keskimääräisten tehtyjen työtuntien muutokset (esimerkiksi ylityö tai siirtyminen kokoaikaisen ja osa-aikaisen työn välillä), jotka määrittävät tosiasiallisen palkan. Joidenkin näiden tekijöiden perusteella näyttää siltä, että taloustilanteen lyhytaikaiset muutokset voivat näkyä palkkaliukumassa nopeammin kuin sopimuspalkoissa, jotka tyyppillisesti pysyvät samoina tietyn ajanjakson. Tämän vuoksi palkkaliukuma on tärkeä osatekijä palkansaajakorvausten tosiasiallisen kasvun analyysissä.

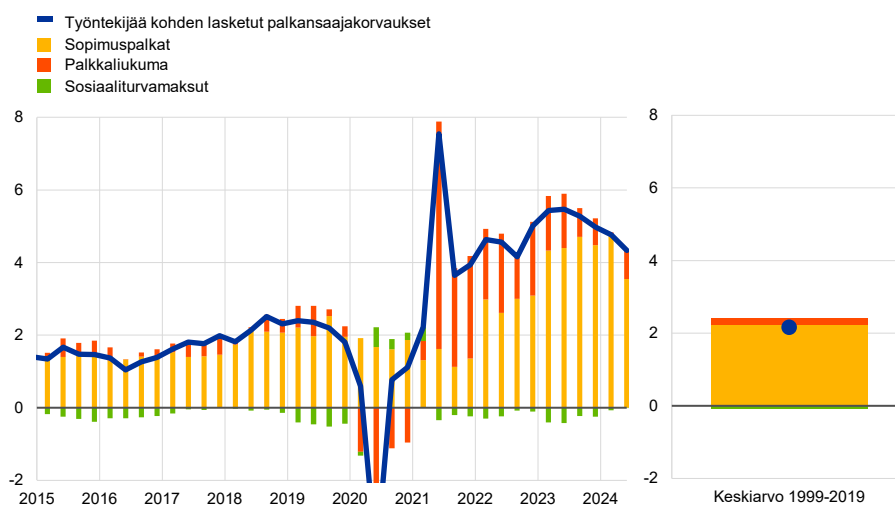
Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten viimeaikaisen maltillistumisen taustalla on palkkaliukuman supistuminen.

Palkkaliukuma vaikutti voimakkaasti työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvuun inflaation nopeutumisen jälkeen, mikä saattaa tarkoittaa, että inflaation nopeutumisen aiheuttama kompensatiotarve toteutui henkilökohtaisesti neuvotteluissa palkoissa aiemmin tai työehtosopimuksiin perustuvissa palkoissa etuajassa (mahdollisesti vapaaehtoisesti). Pääasiassa sopimuspalkat – eikä enää palkkaliukuma – ylläpitivät työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvupaineita vuonna 2023, mikä jatkui myös vuoden 2024 toisella neljänneksellä (ks. kuvio B). Kuvattu muutos näiden tekijöiden suhteellisessa merkityksessä tukee ajatusta siitä, että inflaatiokompensatio on ajan myötä ikään kuin siirtynyt palkkaliukumasta sopimuspalkkoihin. Tämä pätee sekä peruspalkkojen korotuksiin että kertaluontoisiin korvauksiin. Palkkaliukuman vaikutus työntekijää kohden laskettuun palkansaajakorvausten kasvuun oli keskimäärin 1,5 prosenttiyksikköä vuosina 2022–2023. Vaikutus oli huomattavasti suurempi kuin ennen pandemiaa, ja nykytaso on lievästä vaihtelusta huolimatta edelleen korkeampi kuin pandemiaa edeltänyt keskiarvo (0,2 prosenttiyksikköä vuosina 1999–2019).

Kuvio B

Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvun hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Vasemmanpuolisen osion alareunassa asteikko on katkaistu luettavuuden parantamiseksi. Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu vuoden 2020 toisella neljänneksellä oli -4,2 %. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä.

Nykyinen jakso on siis esimerkki siitä, miten taloustilanne näkyy palkkaliukumassa nopeammin kuin sopimuspalkkojen kasvussa.

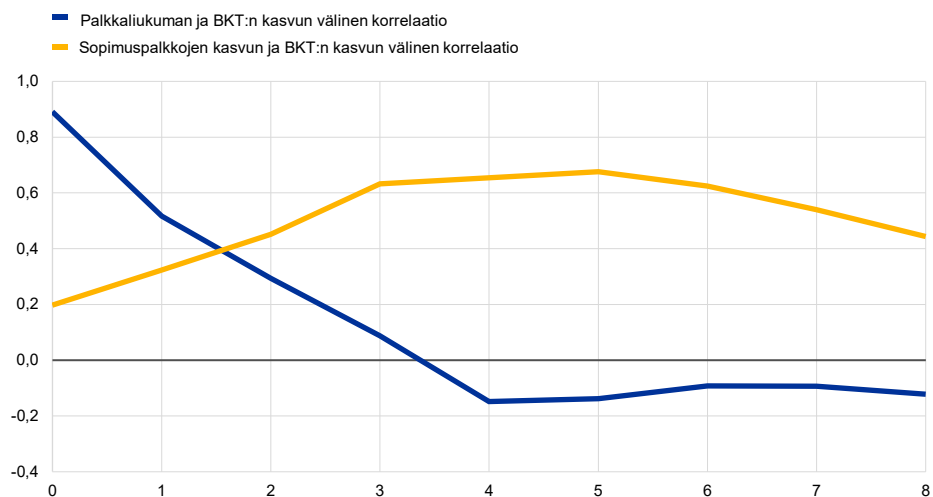
Työmarkkinoiden ollessa tiukat työnantajat pyrkivät yleensä pitämään työntekijät palveluksessaan palkitsemalla heitä ja saattavat tarjota uusille tai pian palkattaville työntekijöille voimassa olevia työehtosopimuksia korkeampia palkkoja, ylentää työntekijöitä korkeampaan työehtosopimuksen mukaiseen palkkaluokkaan tai yksinkertaisesti maksaa sopimuspalkkojen lisäksi kannustimia. Lisäksi työntekijät, jotka eivät ole työehtosopimuksen piirissä, pystyvät kenties neuvottelemaan palkoista nopeammin kuin ammattiyhdistykset, joita sopimuskauden määrätty pituus

sitoo. Kumpikin näistä tekijöistä suurentaisi palkkaliukumaa. Todennäköisyys kaikkien näiden tekijöiden toteutumiselle kasvaa tilanteessa, jossa työmarkkinat ovat tiukat ja reaalipalkat samanaikaisesti vähenevät huomattavasti nopean inflaation vuoksi. Koska sopimuspalkkojen kasvu mukautuu työntekijöiden edellyttämään inflaatiokompensatioon, palkkaliukuman vaikutus vähenee, minkä seurauksena palkkakasvun kahden tärkeimmän osatekijän kehitys kääntyy ennen pitkää vastakkaiseksi. Tämä näkyy yksinkertaisessa korrelaatioanalyysissä siten, että palkkaliukuma reagoi suhdannevaihteluun aiemmin kuin sopimuspalkat. Kuvio C näkyy, että palkkaliukuman ja BKT:n kasvun välillä on vahva positiivinen samanaikainen korrelaatio, joka sittemmin heikkenee. Sopimuspalkkojen kasvu puolestaan reagoi useiden vuosineljännesten viipeellä.

Kuvio C

Palkkaliukuman ja sopimuspalkkojen sekä BKT:n kasvun välinen korrelaatio

(vuotuisten kasvulukujen korrelaatiokerroin)



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

Huom. X-akseli kuvaa palkkaliukuman ja sopimuspalkkojen viipeitä BKT:n kasvuun nähden vuosineljänneksinä ilmaistuna. Laskelma perustuu tietoihin, jotka ulottuvat vuodesta 1999 vuoden 2024 toiseen neljännekseen. Tulokset eivät muutu olennaisesti, jos tarkastellaan vain pandemiaa edeltävää jaksoa (vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2019 neljanteen neljännekseen).

Yksi kanava, jonka kautta suhdannevaihe vaikuttaa palkkaliukumaan, on keskimääräisten tehtyjen työtuntien määrä.

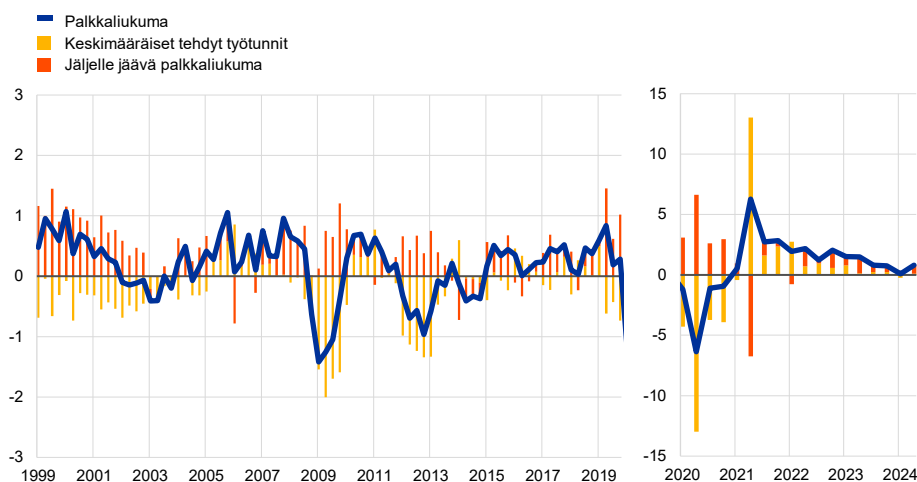
Yritykset reagoivat kasvavaan kysyntään tavallisesti niin, että työntekijöitä pyydetään ensin tekemään enemmän työtunteja. Tästä syntyvät ylityökorvaukset näkyvät palkkaliukumassa.

Keskimääräisten tehtyjen työtuntien vahva vaikutus palkkaliukumaan pandemian jälkeisenä aikana ei kuitenkaan selity suhdannevaihtelulla, vaan kyseisten työtuntien määrän kasvulla sen jälkeen, kun työpaikkojen säilyttämisjärjestelyihin osallistuminen väheni (ks. kuvio D). Tämä vaikutus on viime aikoina vähentynyt, mikä on osaltaan pienentänyt palkkaliukumaa. Kuitenkin myös palkkaliukuman ja keskimääräisten tehtyjen työtuntien kasvun välinen ero on viime aikoina kasvanut. Taustalla lienee inflaatiokompensaation vaikutus.

Kuvio D

Palkkaliukuman erittely keskimääräisten tehtyjen työtuntien kasvuun ja muihin tekijöihin

(vuositason prosentuaalinen kasvu, vaikutus prosenttiyksikköinä)



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

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 toiselta neljännekseltä.

Palkkaliukuman kehityksen tulkinnaissa on myös syytä pitää mielessä joitakin teknisiä tekijöitä.

Keskipalkat – ja siten myös palkkaliukuma – voivat muuttua silloin, kun eri toimialoilla tai taitotasoilla on erilaiset palkkatasot ja työllisyyden rakenne näissä luokissa alkaa muuttua. Esimerkiksi pandemian aikana työllisyys matkailuun liittyvillä aloilla, joilla palkkataso on tyypillisesti suhteellisen alhainen, kehittyi negatiivisesti, mikä todennäköisesti kiihdytti työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvua. Tämä vuorostaan näkyi palkkaliukumassa, joka muodostui jossain määrin vastasykliseksi ja tasoitti osaltaan muiden myötäsyklisten tekijöiden vaikutusta. Lisäksi palkkaliukuman laskenta perustuu kahden sellaisen indikaattorin väliseen eroon, joilla on erilainen maakattavuus: sopimuspalkkojen aikasarjaan, joka on koottu yhtenäistämättömistä kansallisista tiedoista eikä kata kaikkia euroalueen maita, ja työntekijää kohden laskettuihin palkansaajakorvauksiin, jotka saadaan kaikki maat kattavasta yhtenäistetystä Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmästä.⁴² Tämän kattavuuseron vuoksi palkkaliukumaan sisältyy jonkinasteinen aggregointiharha, joka ilmenee esimerkiksi siten, että Baltian mailta puuttuvat sopimuspalkkatiedot, mutta työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu on ollut suurta.⁴³ Aggregointiharha jää yleensä hyvin pieneksi, mutta viime vuosineljänneksillä se on ollut jonkin verran suurempi (keskimäärin 0,2 prosenttiyksikköä vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2024 toisen neljänneksen välisenä aikana) kuin ennen pandemiaa (0,1 prosenttiyksikköä vuosina 1999–2019). Lisäksi, kuten jo aiemmin todettiin, pandemian aikaisten työpaikkojen säilytysjärjestelyjen vaikutus työntekijää kohden

⁴² Euroalueen sopimuspalkkojen aikasarjan koostaa EKP. Se käsittää yhdeksän maata (Itävalta, Belgia, Saksa, Espanja, Suomi, Ranska, Italia, Alankomaat ja Portugali) ja kattaa noin 94 % euroalueen palkansaajakorvauksista.

⁴³ Vaikka useimmissa euroalueen maissa valtaosa työntekijöistä on toimialakohtaisten työehtosopimusten piirissä, joissakin maissa valtaosa työntekijöistä kuuluu yrityskohtaisten työehtosopimusten piiriin. Ks. myös L. Górnicka ja G. Koester. (toim.), ”A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area”, *Occasional Paper* -julkaisusarja, nro 338, EKP, helmikuu 2024.

laskettuihin palkansaajakorvauksiin näkyi pääasiassa palkkaliukumassa, koska nämä poikkeamat eivät vaikuttaneet sopimuspalkkoihin.⁴⁴

Yhteenvetona voidaan todeta, että työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu voidaan karkeasti jakaa sopimuspalkkojen kasvuun ja palkkaliukumaan, joista jälkimmäinen reagoi nopeammin suhdannevaiheeseen. Vaikka työntekijää kohden lasketut palkansaajakorvaukset ovat euroalueella edelleen historiallisesti korkealla tasolla, inflaation hidastumiskehitys on tällä hetkellä vaiheessa, jossa palkkaliukumasta johtuvat nousupaineet ovat hellittämässä. Kun sen sijaan inflaatiokompensaatio tulee jatkuvasti enemmän huomioiduksi työehtosopimusneuvotteluissa, sopimuspalkkojen vahva kasvu on pitänyt työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvun nykyisellä tasolla. Kun inflaatiovauhdin huippu on ohitettu, reaaliensiodien kasvu saattaa jatkua jonkin aikaa, mutta sopimuspalkkojen nousupaineet todennäköisesti laantuvat.

⁴⁴ Myös työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvlukujen tarkistukset näkyvät ennen kaikkea palkkaliukumassa, koska sopimuspalkkojen kasvutietoihin tehdään vähemmän tarkistuksia.

Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 17.4.–23.7.2024

Samuel Bieber ja Christian Lizarazo

Tässä kehiössä tarkastellaan likviditeettitilannetta ja eurojärjestelmän rahapoliittisia operaatioita vuoden 2024 kolmannella ja neljännellä vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 17.4.2024 ja päättyi 23.7.2024.

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen määrä euroalueen pankkijärjestelmässä väheni edelleen ja oli tarkastelujakson aikana 3 176,5 miljardia. Väheneminen johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan kahdeksannen operaation (TLTRO III.8) erääntymisestä ja pankkien muissa TLTRO III -operaatioissa 26.06.2024 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista. Likviditeetin tarjonta väheni myös, mikä johtui omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistusten asteittaisesta pienenemisestä eurojärjestelmän lopetettua uudelleensijoitukset ohjelmassa heinäkuun 2023 alussa. Niin ikään omistukset pandemiaan liittyvässä tilapäisessä osto-ohjelmassa (PEPP) pienenivät asteittain heinäkuun alusta lähtien, kun omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavasta pääomasta sijoitettiin uudelleen vain osa. Likviditeetin tarjonnan vähenemistä kuitenkin tasapainotti jonkin verran riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen jatkuva pieneneminen.

Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni 47,1 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 1 484,9 miljardia euroa. Likviditeettitarpeen väheneminen johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen supistumisesta 47,2 miljardilla eurolla 1 322,5 miljardiin euroon (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Sen taustalla puolestaan oli likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvu, jota likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvu ei täysin kompensoinut. Vähimmäisvarantovelvoitteet kasvoivat hieman eli 0,1 miljardia euroa 161,6 miljardiin euroon.

Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät kasvoivat tarkastelujakson aikana 20,8 miljardilla eurolla 2 640,6 miljardiin euroon pääasiassa muiden riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvun vuoksi. Muiden riippumattomien tekijöiden nettovaikutus kasvoi keskimäärin 47,5 miljardia euroa. Se johtui ennen kaikkea siitä, että arvonmuutostilit kasvoivat 66,4 miljardia euroa kullan hinnan nousun myötä, minkä vaikutusta likviditeettiin tasoitti valuuttamääräisten nettosaamisten kasvu. Niinpä valtioiden talletukset, jotka vähenivät tarkastelujaksolla keskimäärin 36,9 miljardilla eurolla 117,7 miljardiin euroon, olivat tärkein riippumattomien tekijöiden nettovaikutusta supistava tekijä (ks. taulukon A osa ”Muut

likviditeettiä koskevat tiedot”). Vähentäminen kertoo siitä, että valtiokonttorien eurojärjestelmän tileillä pitämien käteispuskureiden volyyymi on yleisesti normalisoitunut. Siihen vaikuttivat myös julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron muutokset, jotka tulivat voimaan 1.5.2023 ja jotka EKP:n neuvosto vahvisti 16.4.2024 (ks. Talouskatsaus 4/2024). Liikkeessä olevien setelien keskimääräinen arvo kasvoi tarkastelujakson aikana 10,3 miljardilla eurolla ja oli 1 554,9 miljardia euroa. Setelien kysyntä, joka suurimmillaan oli hieman yli 1 600 miljardia euroa heinäkuussa 2022, on nyt vakiintunut alhaisemmalle tasolle.

Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi 68,3 miljardia euroa ja oli 1 318,6 miljardia euroa, mikä johtui ennen kaikkea valuuttamääräisten nettosaamisten kasvusta 65,8 miljardilla eurolla.

Valuuttamääräisten nettosaamisten kasvua vauhditti kultavarantojen arvon nousu keskimäärin 61,4 miljardilla eurolla kullan hinnan nousun vuoksi. Euromääräiset nettosaamiset kasvoivat tarkastelujakson aikana hieman eli 2,5 miljardilla eurolla.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024						Edellinen tarkastelujakso: 31.1.2024–16.4.2024	
	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso		Kolmas pitoajanjakso 17.4.2024–11.6.2024		Neljäs pitoajanjakso 12.6.2024–23.7.2024		Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso	
Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät	2 640,6	(+20,8)	2 632,4	(+14,1)	2 651,5	(+19,1)	2 619,7	(-33,7)
Liikkeessä olevat setelit	1 554,9	(+10,3)	1 551,5	(+5,2)	1 559,5	(+8,0)	1 544,6	(-9,1)
Valtioiden talletukset	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) ¹⁾	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
Vähimmäisvarantovelvoitteet²⁾	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
Talletusmahdollisuus	3 170,8	(-250,6)	3 214,0	(-124,0)	3 113,2	(-100,7)	3 421,3	(-99,1)
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

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

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

Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024						Edellinen tarkastelujakso: 31.1.2024–16.4.2024	
	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso		Kolmas pitoajanjakso 17.4.2024–11.6.2024		Neljäs pitoajanjakso 12.6.2024–23.7.2024		Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso	
Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät	1 318,6	(+68,3)	1 311,3	(+39,1)	1 328,3	(+17,1)	1 250,3	(+64,1)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	1 045,4	(+65,8)	1 031,7	(+36,2)	1 063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
Euromääräiset nettosaamiset	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
Rahapoliittiset välineet	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Avomarkkinaoperaatiot	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Huutokauppaoperaatiot	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
Perusrahoitusoperaatiot	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Suorat arvopaperisijoitukset ¹⁾	4 526,5	(-99,0)	4 550,7	(-49,7)	4 494,3	(-56,5)	4 625,5	(-76,5)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Lähde: EKP.

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

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

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024						Edellinen tarkastelujakso: 31.1.2024–16.4.2024	
	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso		Kolmas pitoajanjakso 17.4.2024–11.6.2024		Neljäs pitoajanjakso 12.6.2024–23.7.2024		Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä ¹⁾	1 484,0	(-47,1)	1 482,9	(-25,1)	1 485,5	(+2,6)	1 531,2	(-99,7)
Riippumattomien tekijöiden nettovaikutus ²⁾	1 322,5	(-47,2)	1 321,6	(-24,8)	1 323,6	(+1,9)	1 369,7	(-98,0)
Ylimääräinen likviditeetti ³⁾	3 176,5	(-251,8)	3 219,3	(-125,3)	3 119,4	(-100,0)	3 428,3	(-100,2)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

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

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

Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

	Nykyinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024				Edellinen tarkastelujakso: 31.1.2024–16.4.2024			
	Kolmas pitoajanjakso 17.4.– 11.6.2024		Neljäs pitoajanjakso 12.6.– 23.7.2024		Ensimmäinen pitoajanjakso 31.1.– 12.3.2024		Toinen pitoajanjakso 31.3.–16.4.2024	
Perusrahoitusoperaatiot	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR-korko	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
RepoFunds Rate Euro -korko	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

Lähteet: EKP, CME Group ja Bloomberg.

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

Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 299,0 miljardilla eurolla ja oli 4 660,5 miljardia euroa (kuvio A). Likviditeetin tarjonnan supistuminen johtui volyymin vähenemisestä ennen kaikkea huutokauppaoperaatioissa ja vähemmässä määrin suorissa arvopaperisijoituksissa.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 199,9 miljardia euroa ja oli 134,0 miljardia euroa. Taustalla oli ennen kaikkea avointen TLTRO III -operaatioiden luottojen väheneminen, joka johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan kahdeksannen operaation erääntymisestä (47,4 miljardia euroa) ja pankkien muissa TLTRO III -operaatioissa 26.06.2024 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista (17,1 miljardia euroa). Perusrahoitusoperaatioissa myönnettyjen avointen luottojen määrä väheni hieman keskimäärin 1,3 miljardilla eurolla, kun taas kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa määrä pysyi jokseenkin ennallaan. Pankkien osallistuminen näihin säännöllisiin operaatioihin oli vähäistä, ja ne pystyivät suorittamaan mittavia TLTRO-luottojen takaisinmaksuja turvautumatta säännöllisiin rahoitusoperaatioihin. Tämä kertoo siitä, että pankkien likviditeettiasema kokonaisuutena on vakaa ja että vaihtoehtoisia varainhankintalähteitä on saatavana taloudellisesti edullisin kustannuksin.

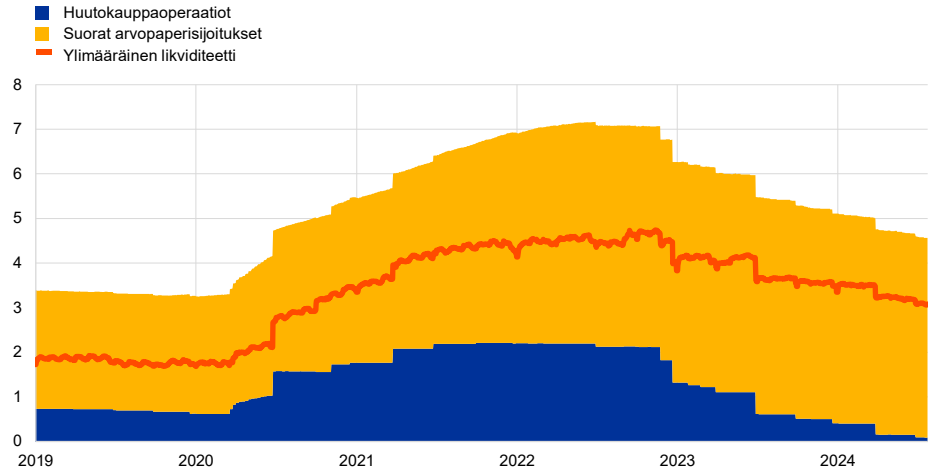
Suorien arvopaperisijoitusten kautta luodun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 99,0 miljardilla eurolla ja oli 4 526,5 miljardia euroa. Väheneminen johtui siitä, että omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman

uudelleensijoitukset lopetettiin 1.7.2023 alkaen ja vähemmässä määrin siitä, että PEPP-ohjelmassa uudelleensijoituksia toteutettiin vain osittain 1.7.2024 lähtien.^{45, 46}

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(tuhansia miljardeja euroa)



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat havainnot 23.7.2024.

Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujakson aikana 251,8 miljardia euroa ja oli 3 176,5 miljardia euroa (ks. kuvio A).

Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien vähimmäisvarantovelvoitteen täyttämiseksi tarvitseman likviditeetin välistä eroa. Ylimääräinen likviditeetti oli suurimmillaan 4 748 miljardia euroa marraskuussa 2022, minkä jälkeen se on tasaisesti vähentynyt.

Korkokehitys

EKP:n neuvosto laski kutakin kolmesta ohjauskorosta 0,25 prosenttiyksikköä 12.6.2024 alkaen. Tarkastelujakson lopussa talletusmahdollisuuden korko oli

⁴⁵ Osto-ohjelmissa hankitut omaisuuserät kirjataan jaksotetun hankintamenon perusteella ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

⁴⁶ Kesäkuussa 2024 EKP:n neuvosto ilmoitti, että PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen vain osittain vuoden 2024 jälkipuoliskolla ja että sen uudelleen sijoittaminen lopetetaan kokonaan vuoden 2024 loppuun mennessä.

3,75 %, perusrahoitusoperaatioiden korko 4,25 % ja maksuvalmiusluoton korko 4,50 %.

Ohjaukorkojen lasku kuvastui euromääräisten markkinoiden lyhyessä €STR-korossa, ja sen tuottoero EKP:n talletusmahdollisuuden korkoon nähden pysyi vakaana. €STR-korko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,090 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko, kun se vuoden 2024 kahdella ensimmäisellä pitoajanjaksolla oli keskimäärin 0,093 prosenttiyksikköä alempi.

Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko RepoFunds Rate Euro Index -indeksillä mitattuna pysytteli edelleen talletusmahdollisuuden koron tuntumassa. Repokorko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,042 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko, kun vastaava luku vuoden 2024 kahdella ensimmäisellä pitoajanjaksolla oli 0,049 prosenttiyksikköä. Tämä kertoo sellaisten tekijöiden poistumisesta, jotka ovat aiheuttaneet repokorkojen laskupainetta. Niitä ovat esimerkiksi vuoden alusta jatkunut nettoemissioiden kasvu, TLTRO-operaatioiden vakuudeksi toimitettujen omaisuusserien vapautuminen takaisinmaksujen yhteydessä ja julkisen sektorin arvopapereiden entistä parempi saatavuus, joka johtui APP- ja PEPP-ohjelmissa hankittujen arvopaperien volyymin vähenemisestä.

Rahan määrän ja luotonannon kehitys euroalueella ja vertailu Yhdysvaltoihin

Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino ja Silvia Scopel

Tässä kehitössä tarkastellaan rahapolitiikan viimeaikaista välittymistä rahan määrän ja luotonannon sekä korkojen kehitykseen euroalueella ja vertaillaan sitä Yhdysvaltain kehitykseen tuoden esille tärkeimmät pandemian aikaiset erot ja yhtäläisyydet. Ensinnäkin talletuskorot ovat euroalueella nousseet korkeammiksi kuin Yhdysvalloissa, vaikka ohjauskorkoa nostettiin euroalueella vähemmän ja lähtötaso oli alhaisempi. Toiseksi luotonannon kasvu on rahapolitiikan kiristymisjakson alkamisen jälkeen hidastunut euroalueella jyrkemmin, mikä saattaa johtua siitä, että Yhdysvalloissa kysyntä on ollut voimakkaampaa ja talletusten määrä suurempi. Kolmanneksi lavean rahan kasvu näyttää Yhdysvalloissa hidastuneen pandemian aikaisesta huipustaan paljon enemmän kuin euroalueella, sillä Yhdysvaltain keskuspankki osti pandemian aikana omaisuuseriä suhteessa BKT:hen lähes kaksi kertaa niin paljon kuin eurojärjestelmä.

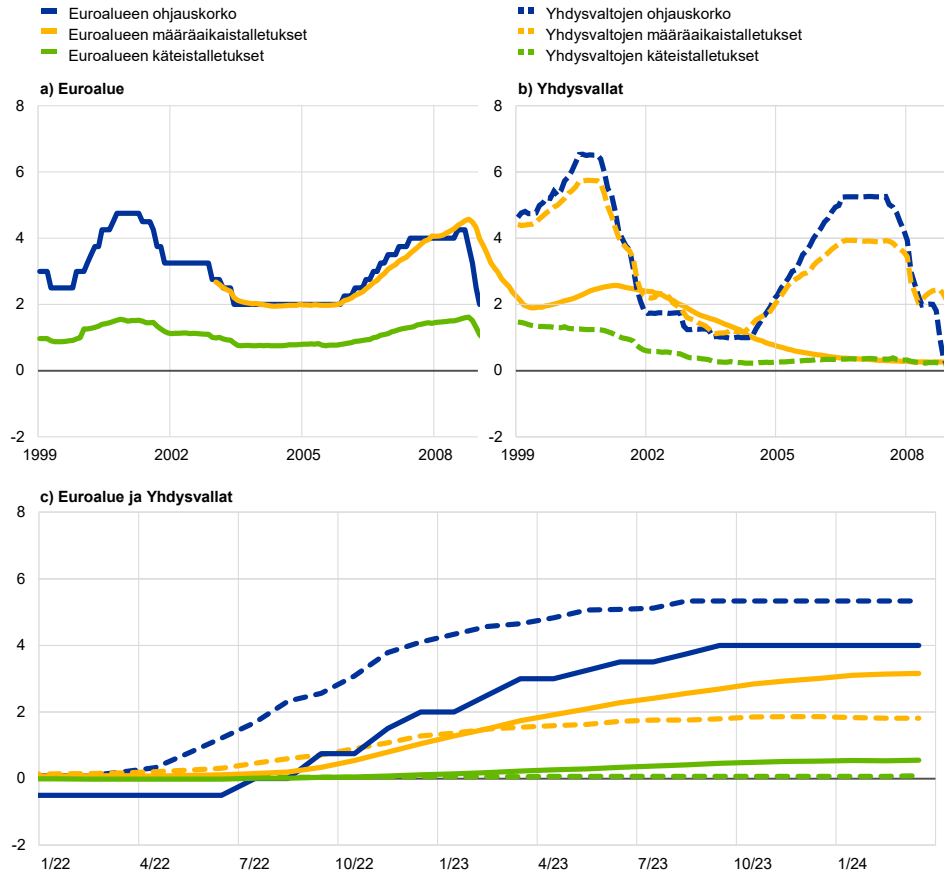
Asiakastalletusten korot ovat euroalueella nousseet korkeammiksi kuin Yhdysvalloissa, vaikka ohjauskorkoa nostettiin vähemmän ja lähtötaso oli alhaisempi. Rahapolitiikan kiristyessä talletuskorot nousivat sekä euroalueella että Yhdysvalloissa.⁴⁷ Molemmissa talouksissa määräaikaistalletukset reagoivat kiristymiseen nopeammin ja voimakkaammin kuin yön yli -talletukset. Samoin kävi 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä, kun ohjauskorot olivat vahvasti positiiviset (kuvion A kohdat a ja b). Euroalueella rahapolitiikan välittyminen oli kuitenkin huomattavasti voimakkaampaa kuin Yhdysvalloissa. Vaikka ohjauskorko oli euroalueella alhaisempi (4 %, kun se Yhdysvalloissa vaihteli 5,25–5,50 prosentin välillä), lyhytaikaisten määräaikaistalletusten keskimääräinen painotettu tuotto ylitti maaliskuussa 2024 euroalueella 3 %, mutta jäi Yhdysvalloissa alle 2 prosenttiin. Yön yli -talletuksissa asetelma on samankaltainen: niiden korko oli euroalueella hieman yli 0,5 % ja Yhdysvalloissa alle 0,1 % (kuvion A kohta c).

⁴⁷ Analyysi perustuu talletuskannan korkoihin, mikä johtuu vertailukelpoisten tietojen saatavuudesta. Ainakin euroalueella talletuskannan korkokehitys on kutakuinkin samanlaista kuin uusien talletusten korkokehitys.

Kuvio A

Asiakastalletuskannan korot

(vuotuisia prosentteja)



Lähteet: EKP (rahalaitosten korkotilastot, rahoitusmarkkinoita koskevat tiedot), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation ja EKP:n laskelmat.

Huom. Käteistalletuksilla tarkoitetaan euroalueen osalta yön yli -talletuksia ja Yhdysvaltojen osalta sekkitilitalletuksia.

Määräaikaistalletuksilla tarkoitetaan euroalueen osalta enintään kahden vuoden määräaikaistalletuksia ja Yhdysvaltain osalta 12 kuukauden talletustodistuksia. Tuoreimmat havainnot ovat maaliskuulta 2024.

Yhdysvalloissa pankit keräsivät pandemia-aikana enemmän talletuksia kuin euroalueella, ja rahapolitiikan kiristymisjaksolla sijoituksia siirrettiin siellä laajemmin pois talletuksista, mikä johtui osittain joukkolainojen suuremmista tuotoista ja myös kilpailevana sijoituskohteena olevista

rahamarkkinarahastoista, joiden osuus sijoitussalkuista on Yhdysvalloissa ollut perinteisesti suurempi kuin euroalueella. Yön yli -talletusten määrä kasvoi

kummassakin taloudessa pandemian aikana, kun korot olivat matalat, rahan määrä taloudessa kasvoi ja pandemia aiheutti pakkosäästämistä. Rahapolitiikan kiristyessä muiden säästämisinstrumenttien tuotot kasvoivat ja varoja alettiin siirtää pois likvideimmistä talletuksista. Kiristymisjakson aikana likvidit talletukset supistuivat Yhdysvalloissa 11 % suhteessa BKT:hen, kun taas euroalueella supistuminen jäi alle 8 prosenttiin BKT:stä. Kummallakin alueella M1:n kasvu hidastui selvästi negatiiviseksi. Ennen kiristymisjaksoa kertyneiden talletusten volyymi, joka oli Yhdysvalloissa huomattavampi kuin euroalueella, vähensi ehkä pankkien kannustimia talletuskorkojen nostamiseen ainakin aluksi. Tämä on todennäköisesti vaikuttanut siihen, että valtion joukkolainojen tuottojen ja talletuskorkojen välinen ero

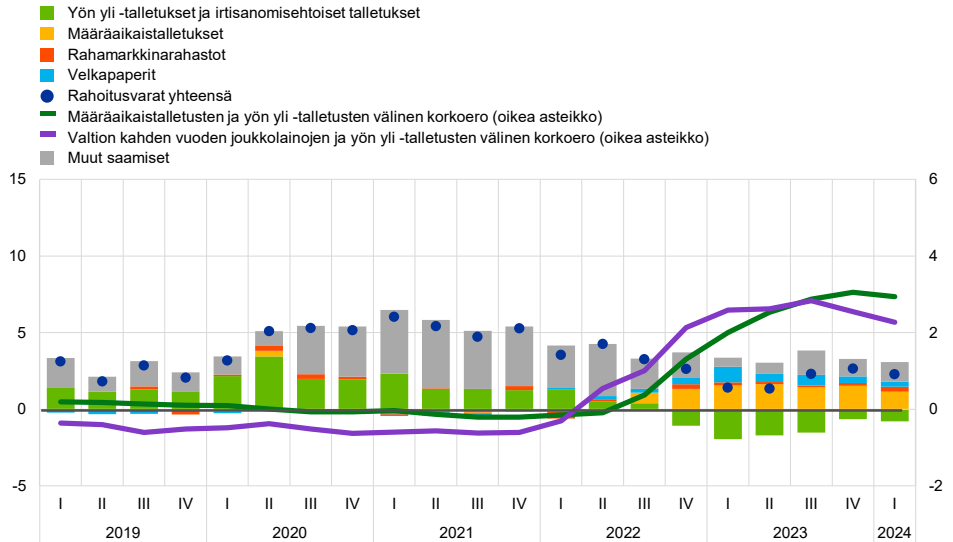
on Yhdysvalloissa pysynyt jatkuvasti suurempana kuin euroalueella vuoden 2022 toisesta neljänneksestä asti, ja se selittää myös osaltaan, miksi talletukset ovat Yhdysvalloissa supistuneet enemmän (kuvio B). Rahaa hallussa pitävä sektori siirsi näin ollen Yhdysvalloissa enemmän varoja joukkolainoihin (noin 10 % BKT:stä) kuin määräaikaistalletuksiin (noin 8 %), kun taas euroalueella suurin osa siirroista suuntautui määräaikaistalletuksiin (lähes 9 % BKT:stä, kun taas joukkolainoihin siirrettiin hiukan yli 3 %). Rahamarkkinarahastoihin siirrettiin myös merkittävästi enemmän varoja Yhdysvalloissa (5 % BKT:stä) kuin euroalueella (1 %). Tämä tosin johtuu osittain Silicon Valley Bankin kaatumisen aikaisesta häiriöjaksosta, jonka aiheutti huoli Yhdysvaltain alueellisten pankkien vakavaraisuudesta. Noin puolet varojen siirroista rahamarkkinarahastoihin Yhdysvalloissa tehtiin tuon jakson aikoihin. Sittemmin siirrot määräaikaistalletuksiin, joukkolainoihin ja rahamarkkinarahastoihin ovat sekä Yhdysvalloissa että euroalueella maltillistuneet rahapolitiikan kiristymisjakson jatkuessa.

Kuvio B

Salkkujen uudelleenjärjestelyt

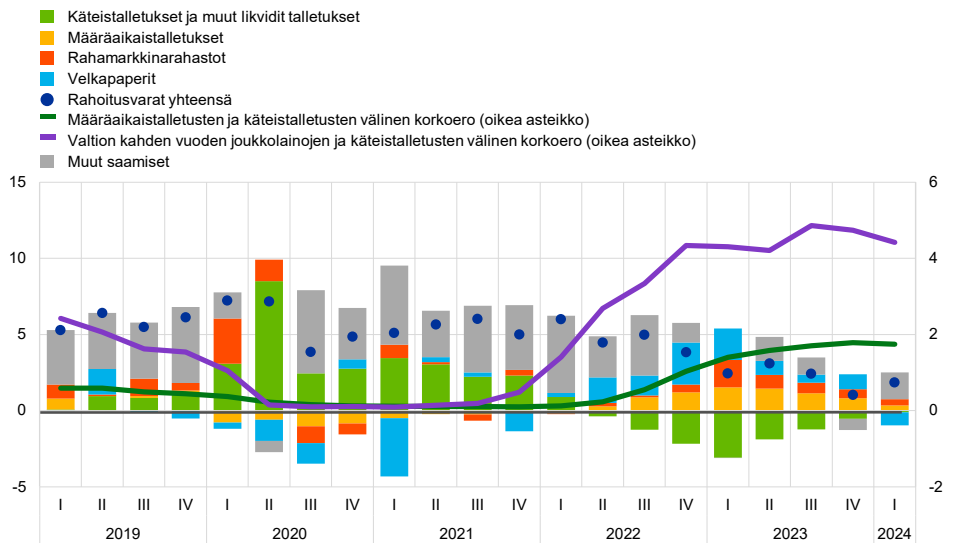
a) Euroalue

(vasen asteikko: prosentteja vuotuisesta BKT:stä; oikea asteikko: prosenttiyksikköjä)



b) Yhdysvallat

(vasen asteikko: prosentteja vuotuisesta BKT:stä; oikea asteikko: prosenttiyksikköjä)



Lähteet: Kohta a: EKP (rahallisten tase-erät, neljännesvuotuiset sektoritiedot, rahallisten korkotilastot, rahoitusmarkkinoita koskevat tiedot), Eurostat ja EKP:n laskelmat; kohta b: Yhdysvaltain varojen liikkeitä koskevat tiedot, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, IDCM:n tietoaineisto, Bloomberg ja EKP:n laskelmat. Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä.

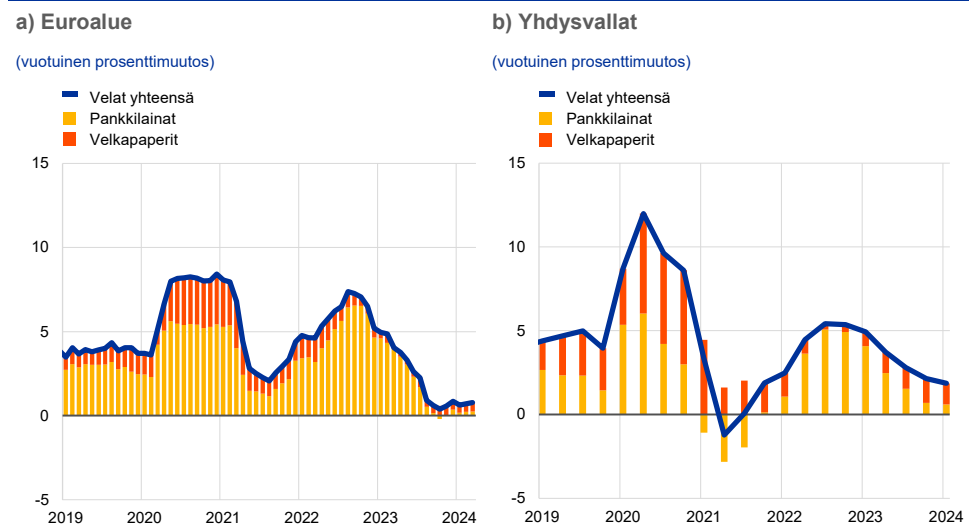
Ohjauksorkojen noustessa yrityksille suunnattu luotonanto supistui euroalueella nopeammin kuin Yhdysvalloissa, vaikka koronnostojen välittyminen antolainauskorkoihin oli samankaltaista.

Luotonannon kasvu oli vuonna 2020 kiihtynyt ja vuonna 2021 hidastunut voimakkaasti, ja pian EKP:n ja Yhdysvaltain keskuspankin ryhdyttyä kiristämään rahapolitiikkaansa yritysten ulkoinen velkarahoitus alkoi supistua. Yritysluottojen (pankkilainojen ja yritysten joukkolainojen) vuotuinen kasvuvauhti hidastui enemmän euroalueella, missä se

painui elokuussa 2022 saavutetulta 7,4 prosentin huipputasolta 0,7 prosenttiin 12 kuukauden aikana. Yhdysvalloissa yritysluottojen kasvuvauhti hidastui vähemmän, ja oltuaan nopeimmillaan 5,4 prosentissa vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä se laantui vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä 2,2 prosenttiin (kuvio C). Kun laskelmiin sisällytetään pankkien ulkopuolisen rahoitussektorin myöntämät lainat, erot ovat samankaltaiset mutta jonkin verran pienemmät. Se, että yritysluottojen kasvu Yhdysvalloissa hidastui vähemmän, saattaa selittyä sillä, että vankemmassa taloudessa luottokysyntäkin on vahvempaa ja talletuksia on edelleen ollut runsaammin pandemiaan liittyvän määrällisen elvytyksen voimakkuuden vuoksi. Lisäksi ilmiön taustalla on todennäköisesti rahapolitiikan hieman heikompi välittyminen yrityslainojen korkoihin. Vaikka Yhdysvaltain keskuspankki näet nostikin helmikuun 2022 ja elokuun 2023 välisenä aikana tärkeintä ohjauskorkoaan 5,25 prosenttiyksiköllä eli 0,75 prosenttiyksikköä enemmän kuin EKP rahapolitiikkansa kiristymisjakson aikana, uusien yrityslainojen korot nousivat noin 3,8 prosenttiyksiköllä eli vain 0,20 prosenttiyksikköä enemmän kuin euroalueella (kuvio D). Antolainauskorkojen muutoksen suhde ohjauskoron muutokseen oli Yhdysvalloissa 72 % eli hieman pienempi kuin euroalueen 79 %. Lainakantojen keskkorkojen muutos oli kuitenkin kummassakin taloudessa lähes 50 % ohjauskorkojen muutoksesta. Antolainauskorot ovat silti Yhdysvalloissa tuntuvasti korkeammalla kuin euroalueella, koska niiden lähtötasot olivat korkeammat.

Kuvio C

Yrityksille suunnattu luotonanto yhteensä ilman pankkisektorin ulkopuolisia lainoja

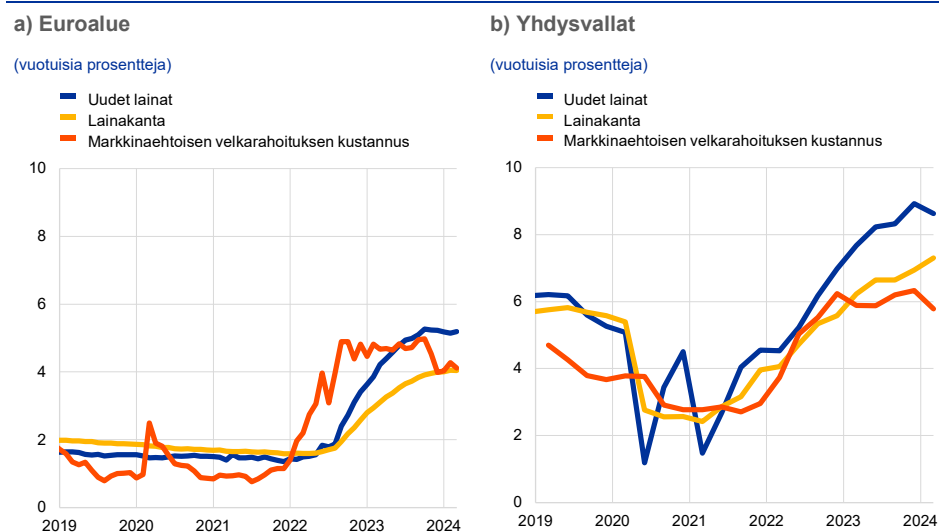


Lähteet: EKP ja Yhdysvaltain rahoitustiliinpidon tiedot.

Huom. Euroalueen pankkilainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja konsernitilijärjestelyjä (cash pooling) koskevilla tiedoilla. Euroalueen tiedot ovat kuukausittaisia ja Yhdysvaltain tiedot neljännesvuosittaisia, koska lähteissä käytetään eri aikavälejä. Tuoreimmat havainnot ovat euroalueen osalta maaliskuulta 2024 ja Yhdysvaltojen osalta vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä.

Kuvio D

Yritysten velkarahoituksen kustannus



Lähteet: EKP (rahalaitosten korkotilastot), Yhdysvaltain keskuspankin taloustilastot, Merrill Lynch, Federal Reserve Bank of Kansas Cityn pienyrityksille suunnattua luotonantoa koskeva kysely sekä EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat euroalueen osalta maaliskuulta 2024 ja Yhdysvaltojen osalta vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä.

Kotitalouksille suunnatun luotonannon kehitys on euroalueella ollut heikompaa, koska asuntolainojen kasvu on hidastunut ja rahapolitiikan kiristyminen on välittynyt asuntolainakannan korkoihin nopeammin, vaikka uusien lainojen korot ovatkin olleet matalammat kuin Yhdysvalloissa.

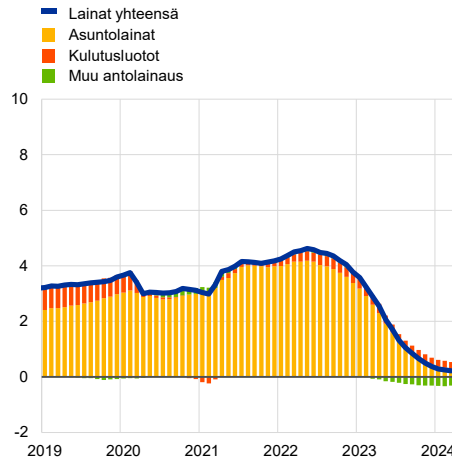
Euroalueella kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti on hidastunut vuoden 2022 toukokuun 4,6 prosentin huipustaan noin 0,2 prosenttiin viime kuukausina. Yhdysvalloissa kasvuvauhti hidastui vuoden 2022 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 viimeiseen neljännekseen tuntuvammin eli 5,5 prosenttiyksiköllä, mutta siellä lähtötaso oli paljon korkeampi, koska asuntolainoja myönnettiin pandemian aikana ennätysellisen paljon. Vuoden 2023 lopussa kasvuvauhti oli siten Yhdysvalloissa vielä 2,7 %, ja myönnettyjen asuntolainojen vaikutus siihen oli lähellä pandemiaa edeltänyttä tasoaan (kuvio E). Uusien asuntolainojen korot nousivat Yhdysvalloissa ripeämmin kuin euroalueella. Yhdysvaltain asuntolainakorot (sekä kiinteäkorkoisissa asuntolainoissa että lainoissa, joiden korko tarkistetaan viiden vuoden välein) nousivat noin 4 prosenttiyksiköllä, mikä oli noin 75 % ohjaukseen noususta, kun taas euroalueella lainanoton yhdistelmä-kustannus kasvoi 2,1 prosenttiyksiköllä eli lähes 47 prosentilla ohjaukseen noususta. Koronnostojen välittyminen lainakannan korkoihin oli Yhdysvalloissa kuitenkin merkittävästi hitaampaa. Koska kiinteäkorkoiset asuntolainat ovat Yhdysvalloissa yleisempiä kuin euroalueella, niiden korot nousivat vain 0,43 prosenttiyksikköä, kun taas euroalueella nousua oli 0,74 prosenttiyksikköä (kuvio F).

Kuvio E

Kotitalouksille myönnettyt lainat

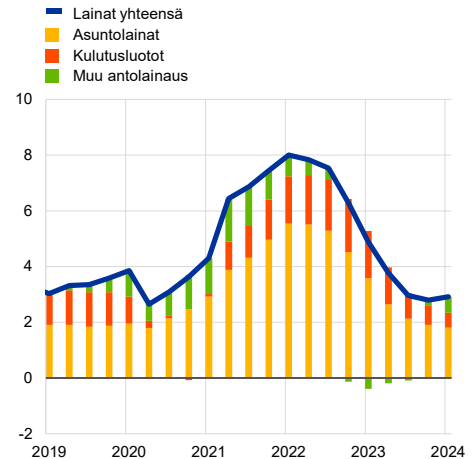
a) Euroalue

(vuotuinen prosenttimuutos)



b) Yhdysvallat

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: EKP ja Yhdysvaltain varojen liikkeitä koskevat tiedot.

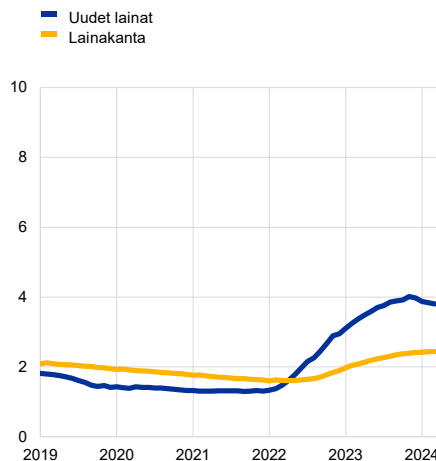
Huom. Euroalueella kotitalouksille myönnettyihin lainoihin sisältyvät vain pankkilainat, mutta Yhdysvalloissa niihin sisältyvät kaikki lainat. Tuoreimmat havainnot ovat euroalueen osalta maaliskuulta 2024 ja Yhdysvaltain osalta vuoden 2024 ensimmäiseltä neljännekseltä.

Kuvio F

Asuntolainojen korot

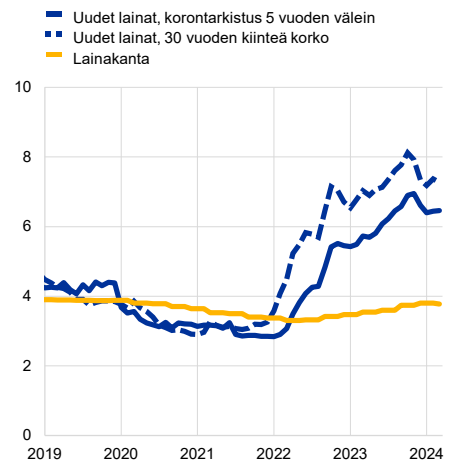
a) Euroalue

(vuotuisia prosentteja)



b) Yhdysvallat

(vuotuisia prosentteja)



Lähteet: EKP ja Wall Street Journal.

Huom. Yhdysvalloissa asuntolainat, joissa on korontarkistus viiden vuoden välein, ovat lainoja, joiden korot pysyvät kiinteinä viisi vuotta kerrallaan ja määräytyvät sen jälkeen uudelleen. Kiinteäkorkoiset 30 vuoden asuntolainat ovat asuntolainoja, jotka erääntyvät 30 vuoden jälkeen ja joiden korko pysyy kiinteänä koko laina-ajan. Tuoreimmat havainnot ovat maaliskuulta 2024.

Kehitys oli samansuuntaista myös lavean rahan kasvussa, jossa Yhdysvaltojen suuret talletusmäärät heijastelivat keskuspankin tekemiä paljon suurempia pandemiaan liittyviä omaisuuserien ostoja. Juuri ennen pandemian puhkeamista lavean rahan kasvu kehittyi kummassakin taloudessa samalla tavoin. Keskeisimpiä ja vertailukelpoisimpia raha-aggregateja ovat euroalueella M3 ja Yhdysvalloissa M2. Vaikka ne jossain määrin eroavatkin laajuudeltaan ja

määritelmältään, erot eivät juuri vaikuta tarkasteltaviin tärkeimpiin kehityssuuntiin. Ohjauskoron reaktiot pandemiaan olivat laadullisesti samankaltaiset molemmiin puolin Atlanttia: keskuspankki antoi vahvaa tukea omaisuuserien ostoilla, joita täydennettiin sääntelytoimilla ja rahapolitiikan kevennyksillä reaalityönteeseen suuntautuvan luottovirran edistämiseksi. Tämä vauhditti rahan määrän kasvua. Nämä ostot (ja finanssipolitiikan kevennykset) olivat kuitenkin Yhdysvalloissa paljon mittavampia kuin euroalueella (vuosi pandemian puhkeamisesta ne olivat suuruudeltaan noin 15 % Yhdysvaltain vuoden 2019 BKT:stä, kun euroalueella luku oli alle 9 %). Rahan määrä kasvoi siis paljon enemmän Yhdysvalloissa, missä kasvu oli suurimmillaan 26,8 %, kun se euroalueella oli suurimmillaan 12,6 %.

Ohjauskoron nostojakson aikana rahan luomisen heikkenemisen taustalla oli euroalueella pankkien antolainauksen kehitys, kun taas Yhdysvalloissa alkuvaiheessa vaikuttavia tekijöitä olivat muut rahan luomisen lähteet ja pankkien antolainaus vaikutti vasta myöhemmin.

Elokuussa 2022 eli heti ohjauskoron ensimmäisen noston jälkeen M3:n kasvu oli euroalueella noin 6 %, mistä pankkien yrityksille ja kotitalouksille suunnatun antolainauksen vaikutus oli yli 4,5 prosenttiyksikköä (kuviokuva G). Eurojärjestelmän toteuttamat omaisuuserien ostot vaikuttivat yli 3 prosenttiyksikön verran, mutta niiden vaikutusta pienensivät euroalueen ulkopuolelle suuntautuvat nettomääräiset rahavirrat ja pankkien toteuttamat valtion joukkolainojen myynnit, joihin molempiin eurojärjestelmän ostot puolestaan vaikuttivat. Syyskuussa 2023 pankkien antolainauksen vaikutus oli supistunut käytännössä olemattomiin, ja M3:n vuotuinen kasvu oli hidastunut noin -1 prosenttiin. Vaikka M2:n kasvu Yhdysvalloissa hidastui niin ikään negatiiviseksi kiristämisyakson aikana, tähän vaikuttivat voimakkaammin muut vastaerät kuin antolainaus (eli pankkien arvopaperiostot, ulkoiset rahavirrat, pankkien käyttämä tukkurahoitus sekä määrällinen kiristäminen). Yhdysvalloissa pankkien antolainauksen vaikutus M2:n vuosikasvuun alkoi pienentyä vasta maaliskuussa 2023.

Yhdysvaltojen M2:n kasvun loivan nousukäänteen taustalla ovat pankkien käyttämän tukkurahoituksen supistuminen ja vähäisemmässä määrin pankkien joukkolainaukset sekä ulkoiset rahavirrat, kun taas euroalueella M3:n kasvun elpymiskäänteen päätekijänä ovat sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta.

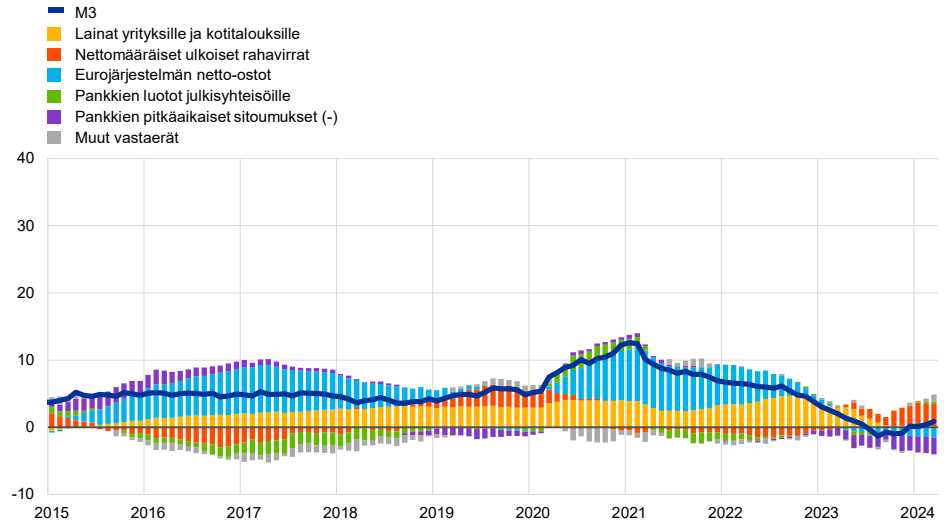
Yhdysvalloissa M2:n kasvu oli hitaimmillaan -4,5 prosentissa huhtikuussa 2023, jolloin sitä hidastivat keskuspankin määrällinen kiristäminen ja kaikki muut rahan luomisen lähteet pankkien antolainaukseen lukuun ottamatta. Sitten Yhdysvaltain keskuspankin arvopaperiomistusten pieneneminen on vahvistanut määrällisen kiristämisen supistavaa vaikutusta rahan määrän kasvuun, mutta muut vastaerät pankkien antolainaukseen lukuun ottamatta ovat vetäneet M2:n kasvua jälleen ylöspäin kohti nollaa. Vaikka Yhdysvaltain nettomääräiset ulkoiset rahavirrat saivat tukea arvopaperisijoituksista samoin kuin euroalueellakin, Yhdysvaltain vaihtotaseen jatkuva alijäämä on kokonaistason heikentänyt rahan sisäänvirtauksia ulkomailta.

Kuvio G

Rahan luomisen lähteet

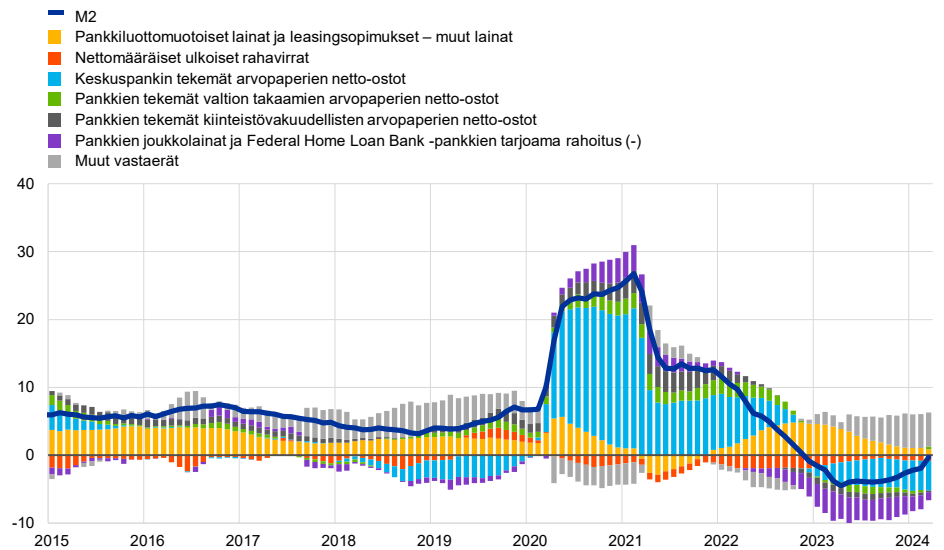
a) Euroalue

(vuotuinen prosenttimuutos)



b) Yhdysvallat

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Kohta a: EKP (rahallisten tase-erät) ja EKP:n laskelmat; kohta b: Federal Reserve Board / Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohdan b nettomääräiset ulkoiset rahavirrat (jotka ovat rahallisten ulkopuolisen sektorin ja muun maailman välisiä rahavirtoja) lasketaan vähentämällä Yhdysvaltain maksutaseesta talletuslaitosten ja keskuspankin vaikutukset (jos tiedot ovat saatavilla). Tuoreimmat havainnot ovat maaliskuulta 2024.

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

<https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.6	5.8	8.7	2.7	8.4	6.2	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.2	3.0	3.3	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.2	2.6	0.1	1.7	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q3	0.9	1.2	-0.1	-1.1	1.8	0.0	6.4	7.0	3.5	6.7	3.2	-0.1	5.0
Q4	0.7	0.8	-0.3	0.1	1.2	0.1	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	0.9	0.4	0.7	-0.6	1.6	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
Q2	.	0.7	0.6	0.7	.	0.2	5.8	6.1	3.2	2.1	2.7	0.3	2.5
2024 Mar.	-	-	-	-	-	-	5.8	6.4	3.5	3.2	2.7	0.1	2.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	5.7	6.2	3.4	2.3	2.5	0.3	2.4
May	-	-	-	-	-	-	5.9	6.1	3.3	2.0	2.8	0.3	2.6
June	-	-	-	-	-	-	5.6	5.9	3.0	2.0	2.8	0.2	2.5
July	-	-	-	-	-	-	5.4	5.5	2.9	2.2	2.8	0.5	2.6
Aug.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.2

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.

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.3	12.9
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	4.6	1.6
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-0.5	-3.8	2.7
2023 Q3	51.5	50.8	49.3	52.3	51.5	47.5	49.3	51.4	47.0	0.3	-0.2	0.8
Q4	51.1	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	0.7	0.8	0.6
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	-0.2	0.4	-0.7
Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.1	53.3	50.1	1.5	2.1	1.1
2024 Mar.	52.6	52.1	52.8	51.7	52.7	50.3	51.9	52.4	49.5	-0.2	0.4	-0.7
Apr.	52.5	51.3	54.1	52.3	52.8	51.7	51.4	52.7	50.4	1.9	1.9	1.8
May	54.0	54.5	53.0	52.6	54.1	52.2	52.7	54.0	50.4	1.3	1.4	1.2
June	53.2	54.8	52.3	49.7	52.8	50.9	52.3	53.1	49.3	1.5	2.1	1.1
July	53.0	54.3	52.8	52.5	51.2	50.2	50.2	53.3	49.3	.	.	.
Aug.	53.2	54.6	53.8	52.9	51.2	51.0	49.9	53.8	48.4	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (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 ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12,577.5	12,070.1	6,439.2	2,777.5	2,715.2	1,396.8	773.4	538.1	138.2	494.1	6,113.5	5,606.2
2022	13,652.2	13,363.9	7,219.6	2,940.7	2,986.7	1,547.6	855.5	576.2	216.9	241.3	7,402.6	7,114.3
2023	14,499.9	13,979.2	7,721.2	3,086.3	3,130.9	1,605.3	903.4	614.6	40.9	530.8	7,388.5	6,867.8
2023 Q3	3,638.1	3,500.2	1,946.1	776.7	780.3	401.0	227.4	150.0	-3.0	141.2	1,830.1	1,692.2
Q4	3,680.5	3,544.0	1,956.7	788.8	795.0	401.5	223.5	168.2	3.5	134.3	1,843.3	1,706.8
2024 Q1	3,716.8	3,533.6	1,978.0	795.8	781.0	403.7	220.7	154.6	-21.3	182.2	1,865.1	1,681.8
Q2	3,739.6	3,541.1	1,984.3	803.2	765.3	402.5	221.1	139.7	-11.6	.	1,903.0	1,704.5
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.4	53.2	21.3	21.6	11.1	6.2	4.2	0.3	3.7	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q3	0.0	-0.1	0.3	0.7	0.0	-0.5	0.2	1.0	-	-	-1.2	-1.5
Q4	0.1	0.1	0.0	0.7	1.0	-0.6	-2.8	10.7	-	-	0.3	0.5
2024 Q1	0.3	-0.5	0.3	0.1	-1.8	0.1	-0.4	-8.0	-	-	1.1	-0.6
Q2	0.2	-0.3	-0.1	0.6	-2.2	-0.5	0.1	-9.8	-	-	1.4	0.5
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.2	5.0	4.7	4.3	3.5	5.7	8.0	-6.6	-	-	11.4	8.9
2022	3.3	3.5	4.9	1.1	1.9	0.2	4.0	3.5	-	-	7.3	8.1
2023	0.4	0.2	0.7	1.2	0.9	-1.3	2.1	4.7	-	-	-0.5	-0.9
2023 Q3	0.0	-0.3	-0.1	1.9	0.2	-0.6	1.4	0.8	-	-	-2.4	-3.1
Q4	0.2	0.2	0.9	1.9	1.3	-0.9	-1.0	10.4	-	-	-2.3	-2.4
2024 Q1	0.5	0.0	0.9	1.7	-1.0	-1.7	-3.0	4.0	-	-	-0.8	-1.9
Q2	0.6	-0.8	0.5	2.1	-3.0	-1.6	-2.9	-7.1	-	-	1.7	-1.1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q3	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
Q4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.2	0.5	-0.3	-0.1	-	-
2024 Q1	0.3	-0.5	0.2	0.0	-0.4	0.0	0.0	-0.4	-0.3	0.8	-	-
Q2	0.2	-0.3	0.0	0.1	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.0	0.5	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	6.2	5.0	2.5	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-
2022	3.3	3.4	2.6	0.3	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2	-0.1	-	-
2023	0.4	0.2	0.4	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.6	0.2	-	-
2023 Q3	0.0	-0.3	-0.1	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.7	0.4	-	-
Q4	0.2	0.2	0.5	0.4	0.3	-0.1	-0.1	0.4	-0.9	0.0	-	-
2024 Q1	0.5	0.0	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	0.2	-0.6	0.5	-	-
Q2	0.6	-0.8	0.3	0.5	-0.6	-0.2	-0.2	-0.3	-0.9	1.4	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2021	11,232.0	185.8	2,173.4	589.7	2,014.9	601.8	518.3	1,267.8	1,353.6	2,195.9	330.7	1,345.5
2022	12,273.1	217.3	2,432.8	632.7	2,345.7	629.0	535.8	1,323.1	1,462.5	2,315.2	378.9	1,379.1
2023	13,117.8	224.3	2,593.3	702.2	2,445.5	676.4	602.2	1,450.0	1,570.4	2,442.2	411.3	1,382.1
2023 Q3	3,284.8	55.4	643.5	176.5	611.1	169.9	152.2	363.6	395.0	614.0	103.5	353.3
Q4	3,325.3	55.1	648.3	178.6	618.7	171.8	154.0	368.6	402.0	624.6	103.7	355.1
2024 Q1	3,350.5	56.3	636.8	181.4	624.6	173.8	159.0	373.3	406.7	632.8	105.6	366.3
Q2	3,370.5	56.5	632.3	181.1	633.4	176.0	160.9	376.7	411.6	635.8	106.1	369.1
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	19.8	5.4	18.6	5.2	4.6	11.1	12.0	18.6	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q3	0.0	-1.2	-1.0	-0.3	0.0	0.6	-0.2	0.2	0.4	0.4	1.8	0.5
Q4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	1.7	-0.5	0.5	1.0	0.6	-1.6	-2.9
2024 Q1	0.2	0.8	-0.6	0.4	0.6	0.2	1.1	0.5	0.4	0.1	1.0	1.2
Q2	0.2	-0.9	-0.1	-1.0	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	-0.2	0.5
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.1	2.1	8.3	3.5	8.0	10.1	5.5	2.2	8.7	3.4	4.8	7.3
2022	3.6	-1.2	0.4	-1.4	8.7	5.5	-2.0	2.2	5.0	2.7	15.9	1.2
2023	0.7	0.3	-1.6	1.1	0.1	4.7	0.1	1.5	1.8	1.0	4.5	-2.4
2023 Q3	0.2	-0.5	-2.2	1.7	-1.0	3.5	0.6	1.3	1.6	0.6	3.4	-1.6
Q4	0.6	-0.6	-2.4	2.1	0.0	5.0	-0.3	1.5	2.2	1.2	3.4	-3.5
2024 Q1	0.7	-0.2	-1.8	-0.2	1.0	3.6	0.7	1.1	2.4	1.3	1.8	-1.4
Q2	0.8	-1.0	-1.5	-0.7	1.2	2.8	0.6	1.5	2.3	1.4	1.0	-0.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q3	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-
Q4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	-
2024 Q1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-
Q2	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	6.1	0.0	1.6	0.2	1.4	0.5	0.3	0.3	1.0	0.7	0.2	-
2022	3.6	0.0	0.1	-0.1	1.6	0.3	-0.1	0.2	0.6	0.5	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2023 Q3	0.2	0.0	-0.4	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	-
Q4	0.6	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.3	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1	-
2024 Q1	0.7	0.0	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	-
Q2	0.8	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2021	100.0	86.2	13.8	3.0	14.3	6.4	24.0	3.2	2.4	1.0	13.9	25.1	6.7
2022	100.0	86.3	13.7	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.0	14.0	25.0	6.7
2023	100.0	86.4	13.6	2.8	14.1	6.4	24.3	3.4	2.3	1.0	14.0	25.0	6.6
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.4	1.6	0.4	0.3	0.0	3.3	0.2	4.4	0.5	0.9	2.9	2.1	1.1
2022	2.2	2.4	1.2	-1.0	1.2	3.3	3.2	5.9	-0.2	3.6	2.9	1.6	1.6
2023	1.4	1.5	1.0	-1.2	0.9	1.4	1.8	3.5	0.9	2.1	1.7	1.4	1.1
2023 Q3	1.4	1.5	0.9	-0.9	0.7	1.3	2.1	2.5	1.1	1.4	1.5	1.4	0.7
Q4	1.2	1.2	1.1	-0.5	0.4	1.6	1.2	2.7	0.9	1.3	1.2	1.5	1.3
2024 Q1	1.0	1.0	0.6	-0.5	0.1	1.2	1.2	2.2	0.7	0.0	1.0	1.5	0.3
Q2	0.9	0.9	0.7	-1.0	0.6	1.1	0.5	1.7	0.2	-1.4	0.7	1.6	1.1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.6	18.4	4.1	15.0	7.4	24.1	3.5	2.5	1.1	13.9	22.6	5.9
2022	100.0	81.6	18.4	3.9	14.6	7.4	25.1	3.5	2.4	1.1	14.0	22.0	6.0
2023	100.0	81.8	18.2	3.8	14.5	7.4	25.1	3.6	2.4	1.1	14.0	22.0	6.0
<i>annual percentage changes</i>													
2021	5.9	5.7	7.1	1.5	4.9	9.8	6.6	7.6	2.7	6.5	8.3	4.0	6.8
2022	3.4	3.4	3.0	-1.5	0.9	3.4	7.4	5.6	-0.5	5.5	3.9	0.5	5.7
2023	1.2	1.5	0.2	-1.7	0.5	1.0	1.6	3.1	0.5	1.7	1.6	1.4	1.5
2023 Q3	1.5	1.7	0.6	-1.5	0.6	1.5	2.0	2.1	1.0	1.6	1.7	1.9	1.6
Q4	1.2	1.5	0.3	-1.0	0.5	1.3	1.3	3.0	0.4	0.9	1.4	1.8	1.1
2024 Q1	0.7	0.8	0.3	-1.8	-0.5	0.9	1.1	2.0	-0.3	-0.6	1.3	1.2	0.3
Q2	0.8	1.0	-0.1	-1.5	0.6	0.7	0.3	1.9	-0.2	-1.4	1.1	1.6	1.6
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.4	4.0	6.7	1.2	4.9	6.3	6.4	3.1	2.2	5.6	5.3	1.8	5.6
2022	1.1	1.0	1.8	-0.5	-0.3	0.2	4.1	-0.3	-0.3	1.9	0.9	-1.0	4.1
2023	-0.2	0.0	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.1	0.0	0.4
2023 Q3	0.1	0.2	-0.2	-0.5	-0.1	0.2	-0.1	-0.4	-0.1	0.2	0.2	0.5	0.9
Q4	0.0	0.2	-0.8	-0.5	0.1	-0.3	0.0	0.3	-0.4	-0.4	0.2	0.3	-0.2
2024 Q1	-0.3	-0.2	-0.3	-1.3	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	-1.0	-0.6	0.3	-0.3	0.0
Q2	-0.1	0.1	-0.8	-0.5	0.0	-0.4	-0.2	0.2	-0.4	0.0	0.4	0.0	0.4

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 ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2021	165.154	3.4	12.831	7.8	3.2	10.347	6.9	2.484	16.9	6.549	7.4	6.283	8.2	2.5
2022	167.998	3.1	11.408	6.8	2.7	9.150	6.0	2.257	14.6	5.733	6.4	5.675	7.2	3.2
2023	170.162	2.9	11.178	6.6	2.4	8.881	5.8	2.297	14.5	5.644	6.2	5.535	6.9	3.0
2023 Q3	170.226	2.9	11.215	6.6	2.3	8.885	5.8	2.330	14.6	5.674	6.3	5.540	7.0	3.0
Q4	170.948	2.9	11.172	6.5	2.3	8.807	5.7	2.366	14.8	5.653	6.2	5.520	6.9	2.9
2024 Q1	171.509	2.9	11.213	6.5	2.3	8.884	5.7	2.328	14.5	5.661	6.2	5.552	6.9	2.9
Q2	-	-	-	6.5	-	-	5.6	-	14.5	-	6.2	-	6.8	2.6
2024 Feb.	-	-	11.236	6.6	-	8.887	5.7	2.349	14.7	5.726	6.3	5.510	6.9	-
Mar.	-	-	11.152	6.5	-	8.829	5.7	2.323	14.5	5.643	6.2	5.510	6.9	-
Apr.	-	-	11.092	6.5	-	8.772	5.6	2.320	14.5	5.632	6.2	5.459	6.8	-
May	-	-	11.107	6.5	-	8.780	5.6	2.327	14.6	5.660	6.2	5.447	6.8	-
June	-	-	11.104	6.5	-	8.803	5.6	2.300	14.4	5.680	6.2	5.424	6.7	-
July	-	-	10.990	6.4	-	8.727	5.6	2.263	14.2	5.679	6.2	5.311	6.6	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.4	0.9	8.7	9.1	7.9	-2.9
2022	2.3	3.0	-1.5	5.1	6.3	-2.9	2.9	1.0	-2.7	3.4	4.5	9.8	-4.3
2023	-2.3	-1.8	-5.6	2.4	-1.7	-5.9	1.4	-2.0	-2.7	-1.0	-1.7	2.6	14.5
2023 Q3	-4.9	-4.4	-5.6	-2.5	-3.2	-7.7	1.6	-2.2	-1.9	-1.6	-3.8	1.8	15.4
Q4	-4.0	-4.3	-4.7	-2.5	-6.6	-1.1	1.1	-0.7	-0.6	0.0	-4.0	1.7	4.1
2024 Q1	-4.7	-4.9	-2.8	-6.0	-5.6	-1.4	-0.1	-0.2	-0.5	0.2	-0.6	3.1	4.6
Q2	-3.5	-3.7	-2.3	-6.8	0.4	0.3	-0.7	0.3	-0.2	0.7	0.6	2.6	4.2
2024 Feb.	-6.3	-6.4	-2.8	-9.1	-4.9	-3.3	-1.5	-0.3	-1.2	0.6	-1.4	4.3	4.5
Mar.	-1.2	-1.0	-2.7	1.7	-7.3	-2.0	0.0	0.6	0.9	0.8	-1.0	2.0	2.1
Apr.	-3.1	-3.1	-2.1	-5.1	-0.2	-1.9	-1.1	0.7	-0.2	1.2	1.5	4.3	4.5
May	-3.3	-3.7	-3.3	-7.3	1.5	0.4	-2.1	0.5	0.5	0.8	0.7	2.5	-3.6
June	-3.9	-4.4	-1.5	-7.8	-0.2	2.6	1.0	-0.4	-0.9	0.2	-0.2	1.2	11.7
July	-	-	-	-	-	-	-	-0.1	-0.7	0.2	0.0	-	-8.2
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Feb.	0.0	0.9	0.4	1.3	-0.1	-3.1	0.1	-0.1	-0.2	0.5	-1.1	1.1	0.2
Mar.	0.5	0.9	-0.2	0.6	-1.9	-0.1	-0.3	0.6	1.1	-0.2	0.8	-0.3	-1.8
Apr.	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	3.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.9	0.7	-0.4	1.0	0.4
May	-0.9	-0.8	-0.9	-2.6	1.1	0.4	-0.9	0.1	0.9	-0.2	0.4	-0.1	-6.6
June	-0.1	-0.1	0.7	0.9	-1.5	1.9	1.7	-0.4	-0.7	-0.2	-0.6	-0.8	14.0
July	-	-	-	-	-	-	-	0.1	0.4	0.1	-1.0	-	-12.4

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	.	-	-	-	-
2021	111.2	9.6	80.9	-7.5	4.1	-1.5	8.5	87.3	-	-	-	-
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	49.7
2023 Q4	94.8	-9.1	79.9	-16.7	-4.2	-6.6	6.2	90.5	43.9	44.0	48.4	47.2
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.5	-5.2	-6.2	7.0	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	95.9	-10.1	79.0	-14.4	-6.3	-7.2	6.4	90.0	46.2	47.6	53.1	51.6
Q3	.	.	78.3	.	.	.	.	90.3	.	.	.	.
2024 Mar.	96.3	-8.8	.	-14.8	-5.6	-6.1	6.4	.	46.1	47.1	51.5	50.3
Apr.	95.6	-10.4	79.0	-14.7	-6.0	-6.9	6.1	90.0	45.7	47.3	53.3	51.7
May	96.2	-9.8	.	-14.3	-6.1	-6.8	6.8	.	47.3	49.3	53.2	52.2
June	96.0	-10.1	.	-14.0	-6.8	-7.9	6.4	.	45.8	46.1	52.8	50.9
July	96.0	-10.4	78.3	-13.0	-6.4	-9.1	5.0	90.3	45.8	45.6	51.9	50.2
Aug.	96.6	-9.7	.	-13.5	-6.5	-8.1	6.3	.	45.8	45.8	52.9	51.0

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.1	95.2	2.0	3.6	19.1	8.6	8.8	36.2	7.3	77.2	5.5	10.5	3.3
2022	13.1	92.8	-0.2	2.4	12.3	2.3	8.1	37.1	5.4	72.4	3.3	9.2	2.2
2023	13.7	86.9	1.2	2.0	2.5	2.0	-0.8	35.2	5.6	68.0	1.7	1.2	0.7
2023 Q2	13.2	89.4	1.2	2.1	1.4	2.9	1.7	36.3	5.7	69.6	1.8	18.5	0.9
Q3	13.4	88.1	0.5	1.9	0.8	1.8	-0.1	35.9	5.8	68.7	1.6	-12.7	0.5
Q4	13.7	86.9	1.8	2.0	1.7	2.0	-0.8	35.2	5.6	68.0	1.7	2.9	0.7
2024 Q1	14.2	85.7	2.9	2.0	-2.2	2.1	-0.4	34.6	5.2	67.6	1.9	-4.6	0.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q3	1,432.2	1,371.0	61.2	725.7	646.9	337.8	304.7	325.9	330.7	42.7	88.7	28.9	18.5
Q4	1,408.3	1,336.1	72.2	714.1	647.0	335.9	304.5	311.3	293.4	46.9	91.1	61.6	40.7
2024 Q1	1,433.5	1,321.3	112.2	726.6	623.0	362.9	331.2	299.6	289.1	44.3	78.1	19.3	31.0
Q2	1,466.2	1,341.2	124.9	742.6	632.9	359.5	321.7	318.3	300.1	45.7	86.5	22.1	16.3
2024 Jan.	471.6	429.6	42.0	242.0	198.8	119.2	109.3	96.0	95.6	14.4	25.9	4.0	13.3
Feb.	481.9	446.6	35.3	240.7	210.2	125.1	112.4	101.4	98.8	14.7	25.2	4.5	7.9
Mar.	480.0	445.1	34.9	244.0	214.0	118.5	109.4	102.2	94.7	15.3	27.0	10.8	9.7
Apr.	486.8	450.0	36.8	249.1	212.3	118.8	107.1	102.5	101.7	16.4	28.9	6.3	6.8
May	489.3	451.7	37.6	246.4	212.0	119.9	105.5	109.0	106.0	14.0	28.1	7.2	5.7
June	490.1	439.5	50.5	247.1	208.6	120.8	109.1	106.8	92.4	15.3	29.5	8.7	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 June	5,740.1	5,369.7	370.4	2,909.0	2,549.9	1,396.2	1,262.1	1,255.2	1,213.4	179.7	344.3	132.0	106.5
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 June	38.9	36.3	2.5	19.7	17.3	9.4	8.5	8.5	8.2	1.2	2.3	0.9	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods ¹⁾, values and volumes by product group ²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q3	-5.2	-22.1	703.6	331.6	141.9	214.5	586.2	678.6	390.7	111.7	158.4	489.6	82.2
Q4	-4.8	-16.6	708.3	333.3	144.1	214.8	588.6	669.3	383.2	107.6	157.9	477.2	81.1
2024 Q1	-3.0	-12.0	714.4	336.3	142.4	219.1	589.6	653.9	370.9	105.1	158.2	462.7	75.8
Q2	1.6	-4.6	716.1	.	.	.	589.3	667.9	.	.	.	471.1	.
2024 Jan.	1.3	-16.0	239.3	113.3	48.2	72.1	197.2	212.0	121.4	33.8	51.4	150.2	25.2
Feb.	0.3	-8.0	238.0	111.1	47.6	73.0	197.0	221.2	124.6	35.7	52.6	154.6	24.8
Mar.	-9.4	-11.6	237.0	111.9	46.6	73.9	195.4	220.7	124.9	35.6	54.2	157.9	25.7
Apr.	13.4	1.8	243.4	113.8	46.3	76.4	199.0	225.1	129.8	36.1	54.7	158.6	27.9
May	-0.9	-6.9	236.5	112.4	44.5	73.7	196.6	224.1	128.0	35.6	53.7	157.8	27.0
June	-6.3	-8.6	236.2	.	.	.	193.7	218.7	.	.	.	154.7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q2	-3.7	-6.7	97.2	92.7	100.0	105.2	97.2	109.5	107.3	112.2	112.0	110.7	158.7
Q3	-4.2	-10.1	96.3	93.8	96.0	102.4	96.0	106.7	104.6	111.4	109.5	108.6	171.6
Q4	-3.6	-8.6	96.3	93.1	96.1	103.0	95.5	104.5	101.8	104.7	108.3	105.6	164.5
2024 Q1	-4.0	-7.1	96.7	94.0	93.4	104.1	95.5	103.4	100.9	101.3	107.4	102.9	164.5
2023 Dec.	-7.3	-11.0	96.7	93.1	96.1	104.6	95.4	105.0	101.9	105.3	107.0	105.2	168.6
2024 Jan.	0.8	-9.6	97.8	96.2	95.5	102.3	96.7	101.5	99.8	97.3	104.6	100.7	161.0
Feb.	-0.8	-3.4	96.4	92.6	92.3	104.9	95.0	103.7	101.3	103.0	106.9	103.0	166.8
Mar.	-10.7	-8.1	96.0	93.2	92.3	105.2	94.8	105.1	101.6	103.7	110.8	104.9	165.8
Apr.	10.8	2.8	96.9	94.1	90.3	107.4	95.7	104.9	102.8	103.8	108.7	105.4	172.4
May	-3.6	-7.3	94.9	93.0	87.3	104.4	93.9	102.8	101.0	101.7	106.8	102.7	171.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	0.9	1.1	1.1	0.6	1.3	0.9	5.0	4.5
Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.6	1.0	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.2	0.2	0.2	1.1	2.7	2.3
Q2	126.3	2.5	2.8	1.3	4.0	0.6	0.5	-0.4	0.0	-0.5	1.2	2.5	2.8
2024 Mar.	125.3	2.4	2.9	1.2	4.0	0.2	0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.5	2.4	2.5
Apr.	126.0	2.4	2.7	1.3	3.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.3	2.4	2.1
May	126.3	2.6	2.9	1.3	4.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-1.2	0.6	2.5	2.8
June	126.6	2.5	2.9	1.2	4.1	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.8	0.3	2.4	3.4
July	126.5	2.6	2.9	1.4	4.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.8	0.3	2.4	4.1
Aug. ³⁾	126.7	2.2	2.8	.	4.2	0.2	0.4	0.1	0.0	-1.0	0.4	.	.

	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	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2023 Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2	
Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0	
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8	
Q2	2.6	2.9	1.4	0.6	0.7	0.0	3.3	2.8	3.7	-0.5	5.1	4.0	
2024 Mar.	2.6	3.5	-0.5	0.4	1.1	-1.8	3.4	2.8	3.9	-0.4	5.2	3.8	
Apr.	2.8	3.2	1.2	0.5	0.9	-0.6	3.4	2.8	2.7	-0.5	4.8	3.9	
May	2.6	2.8	1.8	0.6	0.7	0.3	3.3	2.8	4.2	-0.7	5.3	4.0	
June	2.4	2.7	1.3	0.6	0.7	0.2	3.3	2.8	4.3	-0.4	5.1	4.1	
July	2.3	2.7	1.0	0.9	0.7	1.2	3.4	3.0	4.0	-0.4	4.8	4.0	
Aug. ³⁾	2.4	2.7	1.1	.	0.4	-3.0	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	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 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2021	100.0	12.2	7.5	5.7	10.9	2.6	2.2	3.3	1.7	30.3	5.8	7.9	0.6
2022	132.8	32.8	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.5	6.8	81.1	11.9	7.1	0.6
2023	130.0	-2.1	1.9	3.8	-0.2	5.2	8.3	8.3	5.6	-13.3	6.9	-1.1	-8.2
2023 Q3	127.8	-8.6	-0.3	1.5	-3.9	4.5	6.4	5.4	4.9	-25.1	5.1	-2.2	-9.3
Q4	128.1	-8.4	-1.1	-0.1	-4.8	3.3	3.6	2.1	3.1	-22.9	4.5	-1.2	-9.1
2024 Q1	124.9	-8.0	-1.6	-1.3	-5.3	2.0	1.5	-0.3	1.4	-20.5	3.7	-0.4	.
Q2	122.9	-4.4	-0.2	-0.6	-3.1	1.6	1.1	-0.4	1.0	-12.1	2.8	.	.
2024 Feb.	124.7	-8.3	-1.5	-1.3	-5.4	2.0	1.4	-0.5	1.3	-21.3	-	-	-
Mar.	124.0	-7.7	-1.2	-1.3	-4.9	1.9	1.2	-0.7	1.1	-20.4	-	-	-
Apr.	122.9	-5.6	-0.6	-1.0	-3.9	1.5	1.1	-0.9	1.1	-15.0	-	-	-
May	122.6	-4.2	-0.1	-0.5	-3.1	1.7	1.1	-0.5	1.0	-11.6	-	-	-
June	123.3	-3.3	0.1	-0.2	-2.3	1.6	1.2	0.1	0.9	-9.6	-	-	-
July	124.3	-2.1	0.3	0.2	-1.2	1.4	1.2	0.1	0.9	-6.9	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html 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 ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	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	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	109.6	2.1	2.8	2.2	1.9	4.0	5.9	8.0	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	115.1	5.1	7.0	6.9	4.7	7.9	12.9	17.5	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	121.8	5.8	4.4	6.2	3.7	4.0	0.4	-2.5	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2023 Q3	122.2	5.8	3.5	6.1	3.5	2.9	-2.0	-6.4	79.8	-13.4	-14.5	-12.2	-14.5	-15.2	-13.7
Q4	123.6	4.9	3.7	4.0	2.7	2.5	-1.9	-4.5	78.5	-8.8	-9.3	-8.3	-9.8	-10.4	-9.0
2024 Q1	124.4	3.6	2.7	3.2	3.5	2.2	-0.6	-2.8	76.5	-2.3	3.1	-7.5	-2.7	1.8	-7.8
Q2	124.9	3.0	2.8	2.7	2.7	1.7	0.6	0.0	85.0	13.0	16.5	9.4	11.4	13.1	9.4
2024 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.6	1.2	8.3	-5.7	0.7	6.6	-6.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85.0	12.7	20.3	5.0	10.5	15.1	5.0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.1	13.5	12.6	11.8	11.4	12.2
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.2	15.6	10.7	12.0	12.7	11.2
July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	11.3	12.6	10.0	11.8	12.7	10.8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	9.8	10.3	9.2	11.2	12.2	10.1

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months ⁵	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.5	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q3	3.5	21.9	15.4	6.5	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
Q4	3.7	18.8	17.6	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.7	16.7	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
Q2	6.1	13.8	13.7	3.4	56.7	49.9	60.5	48.6	54.6
2024 Mar.	5.6	14.5	15.1	1.6	62.1	46.5	61.5	47.7	55.1
Apr.	5.6	14.1	13.9	2.4	58.3	49.0	61.7	47.9	55.9
May	6.5	13.9	13.3	3.4	56.9	49.2	60.5	48.3	54.2
June	6.1	13.5	13.9	4.3	54.7	51.4	59.3	49.5	53.5
July	6.7	14.5	12.3	1.9	53.0	53.6	60.0	49.9	52.9
Aug.	6.1	12.6	12.4	1.6	50.6	53.4	57.8	51.1	53.7

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	101.0	1.0	1.1	0.7	1.0	1.1	1.4
2022	105.7	4.6	3.9	7.1	5.0	3.9	2.9
2023	110.4	4.4	4.3	4.7	4.9	3.4	4.5
2023 Q3	106.9	5.0	5.1	4.7	5.6	3.7	4.7
Q4	117.9	3.4	3.3	3.8	4.1	2.0	4.5
2024 Q1	107.9	4.9	5.1	4.4	4.7	5.4	4.7
Q2	118.5	4.1	4.0	4.5	4.0	5.2	3.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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)	By economic activity										
		Total	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 labor costs												
2021	110.1	-0.4	0.8	-3.2	5.0	-2.2	0.4	-1.3	5.3	-0.9	1.2	-0.4
2022	113.9	3.5	4.6	4.7	9.0	0.8	3.2	5.5	5.8	3.5	2.7	-5.9
2023	121.1	6.4	4.0	8.0	5.1	7.7	3.9	6.1	4.6	6.0	4.9	1.9
2023 Q3	121.8	6.7	5.0	8.9	4.3	8.5	4.3	5.3	3.5	6.1	5.4	2.9
Q4	123.6	6.0	5.0	8.6	4.4	6.7	2.7	6.8	4.7	4.2	4.5	3.2
2024 Q1	125.0	5.2	3.1	6.7	5.8	4.1	3.2	4.9	3.3	3.6	5.4	4.8
Q2	125.6	4.6	3.7	6.8	5.6	3.9	2.7	4.6	0.9	3.0	4.3	4.7
Compensation per employee												
2021	111.8	4.3	2.6	4.8	5.2	5.4	5.8	3.6	6.7	4.7	2.5	3.3
2022	116.9	4.6	4.5	3.8	4.1	6.1	2.7	3.5	4.3	5.5	3.8	7.4
2023	123.1	5.3	5.6	5.4	4.8	5.9	5.1	5.2	3.9	6.1	4.5	5.4
2023 Q3	123.8	5.3	5.5	5.7	4.8	5.3	5.4	4.8	3.3	6.2	4.7	5.6
Q4	125.4	5.0	4.9	5.5	4.8	5.4	5.0	5.5	4.9	5.3	4.1	5.3
2024 Q1	126.9	4.8	3.4	4.7	4.4	3.9	4.6	4.9	4.5	5.0	5.3	6.4
Q2	127.5	4.3	3.7	4.5	3.6	4.6	3.8	5.1	3.9	4.6	4.0	4.5
Labour productivity per person employed												
2021	101.6	4.7	1.8	8.3	0.2	7.7	5.4	5.0	1.4	5.6	1.3	3.7
2022	102.7	1.1	-0.1	-0.8	-4.5	5.3	-0.4	-1.8	-1.4	2.0	1.1	14.1
2023	101.6	-1.0	1.6	-2.4	-0.3	-1.7	1.2	-0.8	-0.6	0.1	-0.4	3.4
2023 Q3	101.6	-1.3	0.5	-2.9	0.4	-3.0	1.0	-0.4	-0.2	0.1	-0.7	2.7
Q4	101.4	-1.0	-0.1	-2.9	0.5	-1.2	2.3	-1.1	0.2	1.0	-0.3	2.0
2024 Q1	101.5	-0.4	0.3	-1.9	-1.3	-0.2	1.3	-0.1	1.1	1.4	-0.2	1.5
Q2	101.5	-0.3	0.0	-2.1	-1.8	0.7	1.1	0.4	3.0	1.6	-0.2	-0.2
Compensation per hour worked												
2021	114.5	0.3	0.2	0.2	-0.4	-0.7	2.9	1.7	2.1	0.2	1.0	-1.3
2022	118.5	3.5	5.6	4.2	4.3	1.6	3.3	3.8	3.1	4.3	4.9	4.0
2023	124.8	5.3	5.4	5.7	5.0	5.9	5.4	5.8	4.5	6.1	4.4	4.6
2023 Q3	125.2	5.0	5.1	5.8	4.7	5.3	5.5	5.1	4.4	6.0	4.1	4.2
Q4	126.9	4.7	4.9	5.4	4.7	5.1	4.5	5.8	4.2	4.8	3.8	5.1
2024 Q1	128.4	5.0	3.8	5.1	4.6	4.1	4.9	5.8	4.7	4.8	5.6	6.5
Q2	128.6	4.2	2.6	4.5	4.0	4.5	3.6	5.4	4.1	4.1	4.1	3.8
Hourly labour productivity												
2021	104.9	0.3	0.6	3.2	-5.7	1.3	2.3	2.7	-4.0	0.3	-0.5	-1.8
2022	104.8	0.0	0.4	-0.5	-4.6	1.2	-0.1	-1.6	-3.2	1.1	2.1	9.6
2023	104.0	-0.8	2.1	-2.1	0.1	-1.5	1.6	-0.3	-0.2	0.2	-0.4	2.9
2023 Q3	103.7	-1.5	1.0	-2.8	0.3	-2.9	1.4	-0.3	-0.4	-0.1	-1.2	1.8
Q4	103.6	-1.0	0.4	-2.9	0.8	-1.3	2.0	-0.7	0.6	0.7	-0.6	2.2
2024 Q1	103.6	-0.2	1.6	-1.4	-1.0	-0.1	1.6	0.9	1.7	1.1	0.1	1.5
Q2	103.6	-0.2	0.5	-2.1	-1.4	0.9	0.9	0.8	2.9	1.1	-0.2	-0.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024 Mar.	3.91	3.85	3.92	3.89	3.72	5.31	0.02
Apr.	3.91	3.85	3.89	3.84	3.70	5.32	0.08
May	3.91	3.82	3.81	3.79	3.68	5.31	0.08
June	3.75	3.63	3.72	3.71	3.65	5.33	0.08
July	3.66	3.62	3.68	3.64	3.53	5.34	0.08
Aug.	3.66	3.60	3.55	3.42	3.17	5.33	0.23

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 Mar.	3.78	3.26	2.80	2.30	2.36	-0.90	-0.83	-0.55	2.68	2.09	2.07	2.70
Apr.	3.74	3.35	3.00	2.58	2.64	-0.72	-0.57	-0.42	2.91	2.44	2.37	2.96
May	3.67	3.33	3.02	2.64	2.70	-0.63	-0.69	-0.47	2.95	2.52	2.45	3.03
June	3.41	3.10	2.80	2.42	2.50	-0.60	-0.73	-0.51	2.74	2.31	2.22	2.91
July	3.29	2.92	2.58	2.19	2.33	-0.59	-0.72	-0.49	2.50	2.04	2.03	2.86
Aug.	3.26	2.74	2.36	2.14	2.39	-0.35	-0.51	-0.46	2.21	1.85	2.27	2.87

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2024 Mar.	509.8	4,989.6	1,046.7	330.6	161.5	123.1	223.8	965.1	1,114.6	358.1	283.7	764.4	5,170.6	39,844.3
Apr.	511.2	4,981.4	1,049.5	325.4	160.1	132.7	232.6	960.6	1,086.7	361.3	281.0	757.2	5,112.5	38,750.5
May	519.5	5,022.6	1,031.6	318.8	165.9	131.8	239.2	987.8	1,105.0	382.4	286.9	779.5	5,235.2	38,557.9
June	510.0	4,952.0	997.7	309.2	160.7	125.2	231.2	951.1	1,159.0	377.0	288.9	772.9	5,415.1	38,858.9
July	506.3	4,913.9	978.1	296.9	159.0	125.6	235.8	943.7	1,138.0	374.7	295.7	780.5	5,538.0	40,102.9
Aug.	494.1	4,788.5	958.1	283.8	159.7	122.8	229.2	922.6	1,055.6	380.0	303.8	819.4	5,478.2	36,873.3

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		APRC ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Aug.	0.31	1.50	3.04	3.11	7.60	16.47	8.78	7.84	8.50	5.36	4.71	4.22	3.79	3.51	4.16	3.86
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.78	16.55	8.51	7.83	8.56	5.40	4.74	4.25	3.86	3.57	4.25	3.89
Oct.	0.35	1.60	3.27	3.31	7.98	16.55	8.26	7.87	8.54	5.58	4.83	4.29	3.78	3.61	4.27	3.92
Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.98	16.66	7.29	7.91	8.54	5.56	4.91	4.32	3.90	3.70	4.35	4.02
Dec.	0.37	1.66	3.28	3.46	8.04	16.79	7.55	7.71	8.43	5.38	4.90	4.24	3.81	3.63	4.33	3.97
2024 Jan.	0.39	1.69	3.20	3.15	8.14	16.93	7.99	8.02	8.73	5.38	4.85	4.08	3.67	3.52	4.15	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.17	3.07	8.18	16.89	7.66	7.94	8.63	5.31	4.83	4.01	3.64	3.49	4.11	3.84
Mar.	0.39	1.72	3.18	2.91	8.18	16.99	8.08	7.79	8.54	5.15	4.79	4.00	3.57	3.44	4.04	3.80
Apr.	0.39	1.73	3.13	2.89	8.14	17.00	8.09	7.85	8.58	5.20	4.82	3.99	3.59	3.42	4.04	3.80
May	0.39	1.73	3.10	2.81	8.20	17.07	7.56	7.95	8.69	5.26	4.79	3.97	3.62	3.41	4.03	3.80
June	0.38	1.74	3.03	2.84	8.19	17.04	7.38	7.72	8.45	5.15	4.82	3.96	3.64	3.39	4.03	3.79
July	0.38	1.74	3.01	2.77	8.16	17.03	7.54	7.79	8.49	5.02	4.76	3.93	3.64	3.38	4.00	3.75

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) ^{1), 2)}

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Aug.	0.66	3.42	3.53	5.02	5.47	5.65	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.59	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct.	0.80	3.70	3.81	5.31	5.67	5.87	5.73	5.49	5.29	4.52	5.23	5.08	4.54	5.27
Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.71	5.91	5.79	5.50	5.30	4.55	5.12	5.17	4.40	5.23
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.49	5.72	5.68	5.41	5.10	4.51	5.25	5.09	4.37	5.23
2024 Jan.	0.89	3.69	3.37	5.37	5.29	5.69	5.65	5.45	5.23	4.43	5.15	5.00	4.20	5.18
Feb.	0.89	3.63	3.50	5.36	5.44	5.72	5.60	5.46	5.14	4.38	5.10	4.83	3.97	5.14
Mar.	0.91	3.68	3.60	5.35	5.40	5.70	5.53	5.41	5.17	4.34	5.18	5.16	4.16	5.19
Apr.	0.91	3.66	3.34	5.36	5.20	5.61	5.63	5.35	5.09	4.30	5.19	5.00	4.15	5.18
May	0.91	3.64	3.61	5.32	5.28	5.75	5.68	5.38	5.07	4.29	4.99	4.96	4.18	5.11
June	0.87	3.54	3.54	5.23	5.26	5.69	5.67	5.22	4.99	4.23	5.02	5.04	4.16	5.07
July	0.87	3.48	3.28	5.19	5.04	5.43	5.51	5.27	4.92	4.18	5.08	5.00	4.12	5.06

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2021	1,411.7	428.9	128.4	52.5	89.7	764.7	674.9	386.6	137.9	79.0	26.4	32.1	137.6	104.8
2022	1,380.5	476.2	142.7	52.0	94.6	667.0	621.7	480.4	182.5	115.9	48.3	48.1	133.9	97.1
2023	1,550.8	611.1	151.7	63.9	86.2	701.8	659.1	502.4	212.7	113.4	39.4	48.9	127.5	103.8
2024 Feb.	1,556.9	609.4	170.0	62.4	93.2	684.2	643.6	460.1	183.3	113.9	37.8	39.6	123.3	101.1
Mar.	1,572.8	617.4	179.6	71.6	82.1	693.7	646.1	478.1	182.9	124.6	47.2	38.5	132.2	103.7
Apr.	1,535.0	576.3	169.3	62.6	91.3	697.9	648.1	454.7	170.5	101.3	38.7	48.9	134.0	106.2
May	1,507.8	555.0	166.8	58.1	93.5	692.6	638.8	451.3	171.5	105.5	40.5	41.7	132.6	101.9
June	1,575.7	564.1	211.4	56.6	89.1	711.1	657.0	427.5	165.0	91.4	39.0	39.8	131.2	94.0
July	1,569.2	558.4	210.8	52.3	92.8	707.2	651.3	469.3	174.6	112.6	38.7	47.3	134.7	112.0
Long-term														
2021	19,918.5	4,168.6	3,364.7	1,376.9	1,621.5	10,763.7	9,942.7	317.1	68.7	83.5	34.1	23.3	141.6	128.1
2022	17,884.2	3,955.3	3,226.4	1,369.8	1,431.9	9,270.6	8,558.6	298.9	79.4	71.0	29.6	17.8	130.6	121.2
2023	19,555.2	4,490.5	3,398.3	1,379.3	1,565.6	10,100.9	9,361.1	326.9	94.6	72.7	28.2	21.2	138.4	130.0
2024 Feb.	19,656.9	4,547.8	3,472.4	1,381.8	1,573.5	10,063.2	9,311.2	370.3	99.8	64.7	10.5	19.3	186.5	168.2
Mar.	19,943.2	4,629.9	3,502.7	1,380.9	1,602.3	10,208.3	9,446.5	438.5	127.0	97.6	29.0	34.9	179.1	164.4
Apr.	19,841.1	4,647.1	3,497.4	1,374.5	1,591.8	10,104.8	9,355.0	345.2	100.4	66.2	12.9	34.6	144.0	138.1
May	19,890.3	4,662.6	3,525.5	1,371.0	1,610.9	10,091.3	9,341.1	398.6	77.1	108.5	21.0	34.7	178.3	160.1
June	20,054.1	4,665.0	3,590.9	1,384.5	1,617.9	10,180.3	9,425.6	319.3	71.0	81.4	29.5	27.3	139.7	131.4
July	20,283.4	4,706.3	3,601.8	1,367.6	1,625.8	10,349.5	9,585.9	290.6	78.5	77.8	16.4	14.7	119.6	115.2

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2021	21,330.2	4,597.6	3,493.0	1,429.4	1,711.1	11,528.4	10,617.5	10,366.3	600.3	1,486.7	8,278.3
2022	19,264.7	4,431.5	3,369.1	1,421.8	1,526.5	9,937.6	9,180.3	8,711.0	525.2	1,290.2	6,895.0
2023	21,106.0	5,101.6	3,550.0	1,443.2	1,651.8	10,802.6	10,020.3	9,684.0	621.8	1,414.7	7,647.0
2024 Feb.	21,213.8	5,157.2	3,642.4	1,444.3	1,666.7	10,747.5	9,954.9	10,159.4	652.5	1,506.4	8,000.0
Mar.	21,516.1	5,247.3	3,682.3	1,452.5	1,684.4	10,902.0	10,092.6	10,515.3	727.8	1,595.4	8,191.6
Apr.	21,376.1	5,223.4	3,666.8	1,437.1	1,683.1	10,802.8	10,003.1	10,242.2	729.5	1,533.5	7,978.7
May	21,398.1	5,217.5	3,692.2	1,429.1	1,704.4	10,783.9	9,979.9	10,376.2	750.6	1,561.4	8,063.7
June	21,629.9	5,229.0	3,802.3	1,441.1	1,707.0	10,891.5	10,082.6	10,068.2	697.9	1,507.9	7,862.0
July	21,852.6	5,264.7	3,812.6	1,419.9	1,718.6	11,056.8	10,237.2	10,109.0	734.9	1,526.3	7,847.4
Growth rate¹⁾											
2023 Dec.	5.9	12.2	3.1	1.5	2.3	4.6	5.0	-1.5	-3.1	0.7	-1.7
2024 Jan.	6.0	11.2	5.0	3.4	2.1	4.7	5.1	-1.5	-3.0	0.7	-1.8
Feb.	5.8	10.7	4.8	2.6	2.0	4.5	4.8	-1.5	-3.0	0.7	-1.7
Mar.	5.9	11.4	4.9	2.7	2.3	4.3	4.6	-1.3	-3.0	1.0	-1.6
Apr.	5.7	10.3	4.4	0.9	2.9	4.4	4.6	-1.4	-3.1	0.6	-1.6
May	5.4	8.8	3.7	-2.4	2.7	4.8	4.8	-1.2	-3.2	0.6	-1.3
June	4.7	7.4	3.4	-3.1	3.0	4.2	4.1	-0.6	-3.3	-1.0	-0.3
July	4.1	5.4	3.4	-4.4	2.0	4.1	4.1	-0.5	-3.5	-0.8	-0.2

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	88.9	67.1	87.4	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.7	84.1	62.2	82.5	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.5	64.5	86.3	121.8	94.7
2023 Q3	98.9	94.9	99.0	89.4	64.9	87.2	123.5	95.9
Q4	98.3	94.2	98.3	89.2	65.0	86.9	123.0	95.1
2024 Q1	98.4	94.4	98.4	89.5	65.0	87.4	123.7	95.2
Q2	98.7	94.6	98.4	.	.	.	124.1	95.2
2024 Mar.	98.8	94.8	98.7	-	-	-	124.2	95.5
Apr.	98.6	94.5	98.5	-	-	-	124.0	95.2
May	98.9	94.8	98.6	-	-	-	124.4	95.3
June	98.5	94.5	98.3	-	-	-	124.0	95.0
July	99.0	95.1	98.8	-	-	-	124.8	95.5
Aug.	99.0	94.9	98.7	-	-	-	125.2	95.7
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Aug.	0.0	-0.1	-0.1	-	-	-	0.4	0.2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Aug.	0.0	-0.1	-0.4	-	-	-	1.2	-0.4

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
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
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q3	7.886	.	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.797	.	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
2024 Mar.	7.830	.	25.292	7.457	395.087	162.773	4.307	0.855	4.9708	11.305	0.966	1.087
Apr.	7.766	.	25.278	7.460	392.411	165.030	4.303	0.857	4.9730	11.591	0.976	1.073
May	7.821	.	24.818	7.461	387.183	168.536	4.280	0.856	4.9754	11.619	0.983	1.081
June	7.805	.	24.779	7.459	394.763	169.813	4.321	0.846	4.9767	11.285	0.962	1.076
July	7.875	.	25.299	7.461	392.836	171.171	4.282	0.843	4.9730	11.532	0.968	1.084
Aug.	7.874	.	25.179	7.461	394.695	161.055	4.292	0.852	4.9766	11.456	0.945	1.101
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 Aug.	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.5	-5.9	0.2	1.0	0.1	-0.7	-2.3	1.6
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 Aug.	-0.5	.	4.4	0.1	2.5	2.0	-3.8	-0.9	0.7	-3.0	-1.4	0.9

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 ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 Q2	32,071.3	31,998.5	72.8	12,218.1	10,028.3	11,962.3	14,119.1	-9.0	6,794.7	7,851.1	1,105.2	16,375.9
Q3	32,250.2	31,983.3	266.9	12,318.8	10,109.6	12,006.9	14,111.2	-31.2	6,842.1	7,762.5	1,113.6	16,374.8
Q4	32,190.1	31,841.7	348.4	11,939.7	9,696.9	12,447.1	14,682.9	-15.3	6,670.8	7,461.9	1,147.7	16,048.3
2024 Q1	33,581.1	32,989.2	591.9	12,255.9	9,806.9	13,142.9	15,446.3	-15.8	6,983.1	7,736.1	1,215.1	16,537.5
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2024 Q1	229.4	225.4	4.0	83.7	67.0	89.8	105.5	-0.1	47.7	52.9	8.3	113.0
<i>Transactions</i>												
2023 Q3	129.6	35.4	94.2	4.4	14.8	98.5	111.0	-1.1	29.9	-90.4	-2.2	-
Q4	-304.0	-424.3	120.3	-308.1	-300.2	44.0	84.3	23.0	-69.3	-208.4	6.4	-
2024 Q1	563.9	451.9	112.0	118.3	50.0	174.4	190.0	11.4	258.6	211.9	1.2	-
Q2	195.0	64.7	130.3	49.2	-32.6	160.6	226.5	2.3	-20.9	-129.2	3.8	-
2024 Jan.	214.8	174.8	39.9	25.6	16.0	71.3	91.2	12.0	105.0	67.7	0.8	-
Feb.	208.8	193.9	14.9	52.4	3.0	59.1	72.6	11.4	85.1	118.3	0.9	-
Mar.	140.3	83.1	57.2	40.3	31.1	44.0	26.2	-11.9	68.4	25.8	-0.5	-
Apr.	68.7	55.4	13.3	25.6	-7.0	23.1	45.2	6.6	12.7	17.2	0.8	-
May	138.9	108.5	30.4	22.0	4.0	63.5	63.7	-2.8	54.5	40.8	1.6	-
June	-12.6	-99.2	86.6	1.6	-29.6	74.0	117.6	-1.5	-88.0	-187.2	1.3	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 June	584.5	127.7	456.8	-136.1	-268.0	477.6	611.8	35.7	198.2	-216.1	9.1	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 June	4.0	0.9	3.1	-0.9	-1.8	3.2	4.1	0.2	1.3	-1.5	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	1,469.3	9,822.6	11,291.8	918.8	2,504.9	3,423.7	14,715.5	118.7	644.1	25.3	788.1	15,503.7
2022	1,539.5	9,763.0	11,302.6	1,382.1	2,563.9	3,946.1	15,248.7	124.2	646.1	49.5	819.7	16,068.4
2023	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2023 Q3	1,535.7	8,985.8	10,521.5	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,073.1	131.0	714.4	75.7	921.1	15,994.2
Q4	1,536.0	8,834.3	10,370.3	2,309.8	2,458.5	4,768.3	15,138.6	186.8	739.5	70.1	996.4	16,135.0
2024 Q1	1,522.8	8,735.8	10,258.6	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,137.1	192.7	787.1	72.5	1,052.3	16,189.5
Q2 ^(a)	1,533.6	8,809.0	10,342.6	2,530.1	2,428.7	4,958.8	15,301.3	206.7	814.7	58.7	1,080.1	16,381.4
2024 Feb.	1,533.0	8,711.8	10,244.8	2,423.9	2,433.7	4,857.6	15,102.4	178.6	769.2	69.2	1,016.9	16,119.3
Mar.	1,522.8	8,735.8	10,258.6	2,447.5	2,431.0	4,878.5	15,137.1	192.7	787.1	72.5	1,052.3	16,189.5
Apr.	1,531.8	8,722.6	10,254.4	2,460.1	2,431.5	4,891.6	15,146.0	205.1	797.2	73.3	1,075.6	16,221.6
May	1,529.0	8,725.9	10,254.9	2,505.8	2,430.8	4,936.6	15,191.5	205.2	791.0	67.4	1,063.6	16,255.1
June	1,533.6	8,809.0	10,342.6	2,530.1	2,428.7	4,958.8	15,301.3	206.7	814.7	58.7	1,080.1	16,381.4
July ^(a)	1,536.7	8,748.4	10,285.1	2,526.6	2,423.9	4,950.5	15,235.6	226.9	823.4	54.2	1,104.4	16,340.1
Transactions												
2021	106.6	908.1	1,014.7	-121.0	65.7	-55.3	959.4	12.3	20.3	13.2	45.7	1,005.1
2022	70.3	-47.4	23.0	429.5	54.9	484.4	507.4	3.9	2.4	76.6	82.8	590.2
2023	-5.0	-954.4	-959.3	925.5	-100.1	825.4	-133.9	40.9	93.8	23.3	157.9	24.0
2023 Q3	0.3	-202.7	-202.4	224.0	-52.1	171.9	-30.5	16.4	18.2	-8.8	25.8	-4.7
Q4	0.3	-129.5	-129.2	228.9	-6.8	222.1	92.9	35.0	26.0	-6.2	54.8	147.7
2024 Q1	-12.6	-104.1	-116.6	135.8	-27.0	108.9	-7.8	8.3	47.4	7.6	63.3	55.5
Q2 ^(a)	10.7	72.4	83.2	58.3	-2.3	56.0	139.1	13.6	24.6	-13.5	24.7	163.8
2024 Feb.	0.2	-17.8	-17.6	65.7	-13.3	52.4	34.8	-4.6	15.1	-15.1	-4.6	30.2
Mar.	-10.2	24.0	13.8	23.5	-2.7	20.8	34.6	14.2	17.9	1.6	33.7	68.3
Apr.	9.0	-14.8	-5.8	10.8	0.5	11.3	5.5	12.2	9.9	1.8	23.9	29.4
May	-2.8	6.4	3.6	35.8	-0.6	35.2	38.8	0.3	-7.7	-4.9	-12.2	26.6
June	4.5	80.8	85.4	11.7	-2.2	9.5	94.9	1.1	22.3	-10.4	13.0	107.9
July ^(a)	3.1	-58.6	-55.5	-2.8	-4.8	-7.6	-63.2	20.4	7.3	-5.4	22.2	-40.9
Growth rates												
2021	7.8	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.2	158.5	6.2	6.9
2022	4.8	-0.5	0.2	45.8	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	458.1	11.1	3.8
2023	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.7	19.3	0.2
2023 Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	65.0	19.9	-1.2
Q4	-0.3	-9.7	-8.5	66.6	-3.9	20.9	-0.9	32.9	14.5	43.7	19.3	0.2
2024 Q1	-1.2	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-17.0	19.3	0.9
Q2 ^(a)	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.5	12.8	1.3	62.1	16.7	-28.5	18.7	2.3
2024 Feb.	-0.4	-8.9	-7.7	57.9	-4.7	18.8	-0.6	29.6	17.8	-0.1	18.2	0.4
Mar.	-1.2	-7.5	-6.6	49.8	-4.6	16.7	-0.2	68.6	16.3	-17.0	19.3	0.9
Apr.	-0.3	-6.8	-5.9	45.4	-4.2	15.6	0.1	78.5	17.8	-9.7	22.7	1.3
May	-0.5	-5.8	-5.0	41.3	-3.8	14.7	0.6	64.6	14.4	-20.4	17.6	1.5
June	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.5	12.8	1.3	62.1	16.7	-28.5	18.7	2.3
July ^(a)	0.2	-3.6	-3.1	30.5	-3.3	11.4	1.2	66.9	18.0	-30.7	21.0	2.3

Sources: 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 ³⁾	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2021	3,228.3	2,802.7	289.7	128.4	7.4	8,088.0	5,380.9	374.1	2,332.3	0.7	1,272.7	229.0	546.9
2022	3,360.4	2,721.4	497.6	135.0	6.4	8,373.4	5,536.6	444.9	2,391.1	0.9	1,302.3	236.3	560.8
2023	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2023 Q3	3,322.7	2,438.8	737.1	131.9	14.8	8,350.5	5,205.0	847.5	2,297.1	0.8	1,217.0	212.6	565.7
Q4	3,335.4	2,424.0	767.7	131.6	12.1	8,425.1	5,111.0	1,021.7	2,290.9	1.4	1,252.4	234.8	541.7
2024 Q1	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.1	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Q2 ⁴⁾	3,394.9	2,421.6	836.8	127.5	9.1	8,530.0	5,063.6	1,198.4	2,266.7	1.3	1,286.0	226.0	537.5
2024 Feb.	3,316.4	2,366.9	810.0	127.9	11.5	8,452.6	5,065.7	1,114.0	2,271.9	1.0	1,214.0	223.4	541.6
Mar.	3,332.7	2,380.0	814.3	127.6	10.8	8,460.1	5,056.1	1,135.9	2,267.0	1.0	1,244.0	227.2	543.1
Apr.	3,346.3	2,384.2	824.6	126.8	10.7	8,487.9	5,058.9	1,160.6	2,267.4	1.0	1,248.8	209.9	526.4
May	3,371.8	2,389.1	847.0	127.0	8.7	8,496.2	5,047.0	1,180.4	2,267.7	1.0	1,262.1	214.8	522.8
June	3,394.9	2,421.6	836.8	127.5	9.1	8,530.0	5,063.6	1,198.4	2,266.7	1.3	1,286.0	226.0	537.5
July ⁴⁾	3,368.0	2,402.1	828.4	127.0	10.5	8,544.2	5,058.3	1,221.9	2,263.2	0.9	1,266.0	210.7	537.0
Transactions													
2021	248.2	272.8	-21.3	-6.9	3.6	422.0	411.1	-65.0	76.1	-0.2	159.2	-10.4	46.0
2022	121.9	-89.2	206.5	5.9	-1.4	296.1	167.5	75.2	53.3	0.1	1.2	7.7	14.0
2023	-29.1	-302.9	269.3	-1.4	5.9	22.5	-458.3	575.4	-95.1	0.6	-55.5	0.0	-25.9
2023 Q3	-13.7	-65.7	48.3	-0.1	3.7	-14.2	-110.6	149.3	-52.9	0.0	30.2	-17.3	0.6
Q4	21.2	-8.7	32.4	-0.1	-2.5	76.6	-93.0	175.0	-6.0	0.6	30.9	23.0	-24.1
2024 Q1	-4.0	-46.0	45.7	-3.5	-0.2	32.1	-55.7	112.2	-24.0	-0.4	8.2	-8.0	1.3
Q2 ⁴⁾	59.9	41.6	20.1	0.0	-1.8	69.3	7.2	62.1	-0.2	0.2	21.2	-1.5	-6.8
2024 Feb.	-9.1	-16.9	7.3	0.1	0.4	10.8	-17.7	40.6	-11.9	-0.1	8.2	1.3	18.7
Mar.	16.0	12.9	4.1	-0.3	-0.7	7.7	-9.4	21.9	-4.9	0.1	29.9	3.9	1.5
Apr.	13.2	3.7	10.3	-0.7	-0.2	27.5	2.6	24.6	0.4	-0.1	3.2	-17.6	-17.7
May	28.1	6.4	23.3	0.2	-1.9	8.9	-11.5	20.0	0.3	0.0	3.6	5.1	-3.7
June	18.6	31.4	-13.6	0.5	0.3	32.8	16.1	17.5	-1.0	0.2	14.4	11.0	14.6
July ⁴⁾	-25.5	-18.5	-7.9	-0.6	1.6	14.6	-5.2	23.6	-3.5	-0.3	-19.1	-15.2	-0.7
Growth rates													
2021	8.4	10.8	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.8	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.3	2.3	19.9	0.4	3.4	2.6
2023	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2023 Q3	-1.2	-14.0	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.8	-3.4	-14.5	-16.4	-12.3	1.8
Q4	-0.9	-11.1	54.0	-1.0	91.8	0.3	-8.2	128.2	-4.0	67.4	-4.1	0.0	-4.6
2024 Q1	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Q2 ⁴⁾	1.9	-3.2	21.3	-2.8	-9.2	2.0	-4.7	71.3	-3.5	47.9	6.4	-1.7	-5.1
2024 Feb.	-1.2	-10.5	42.3	-3.1	45.7	0.6	-7.9	114.3	-4.7	28.9	-1.7	-1.3	-6.0
Mar.	0.1	-8.2	36.4	-3.2	39.0	0.9	-7.1	101.2	-4.6	12.1	1.4	-1.6	-5.7
Apr.	0.6	-7.0	32.6	-3.2	16.1	1.4	-6.2	91.8	-4.3	9.0	2.0	-8.6	-6.8
May	1.9	-5.4	31.8	-3.1	-11.9	1.6	-5.7	81.1	-3.9	11.2	2.7	-5.7	-6.9
June	1.9	-3.2	21.3	-2.8	-9.2	2.0	-4.7	71.3	-3.5	47.9	6.4	-1.7	-5.1
July ⁴⁾	1.8	-2.6	17.9	-3.0	8.5	2.2	-4.0	62.3	-3.2	10.2	4.9	-3.1	-5.2

Sources: 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 ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								Equity and non-money market fund investment fund shares
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities		
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
											Total		Adjusted loans^{2)}
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	6,531.5	994.3	5,535.4	14,805.5	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,576.9	888.1
2022	6,362.0	1,004.7	5,332.2	15,390.5	12,990.1	13,177.9	5,129.8	6,632.2	1,080.6	147.6	1,564.4	836.0
2023	6,316.9	994.7	5,296.9	15,493.9	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.2	897.7
2023 Q3	6,212.5	989.2	5,198.3	15,435.5	12,984.0	13,192.8	5,114.7	6,635.7	1,096.5	137.2	1,576.9	874.6
Q4	6,316.9	994.7	5,296.9	15,493.9	13,037.0	13,256.8	5,126.7	6,648.6	1,122.8	139.0	1,559.2	897.7
2024 Q1	6,218.1	976.8	5,215.7	15,547.5	13,044.7	13,275.8	5,115.6	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.4	931.4
Q2	6,194.3	978.8	5,189.7	15,573.3	13,102.5	13,341.6	5,128.6	6,644.0	1,199.7	130.1	1,554.1	916.7
2024 Feb.	6,211.5	982.6	5,203.3	15,527.8	13,028.1	13,262.5	5,113.2	6,638.2	1,140.6	136.1	1,582.2	917.5
Mar.	6,218.1	976.8	5,215.7	15,547.5	13,044.7	13,275.8	5,115.6	6,644.2	1,145.1	139.8	1,571.4	931.4
Apr.	6,210.8	972.8	5,212.4	15,534.2	13,058.4	13,292.5	5,111.5	6,642.2	1,167.6	137.0	1,556.0	919.8
May	6,177.7	972.8	5,179.2	15,530.7	13,066.5	13,299.9	5,115.9	6,641.0	1,179.7	129.9	1,542.2	922.1
June	6,194.3	978.8	5,189.7	15,573.3	13,102.5	13,341.6	5,128.6	6,644.0	1,199.7	130.1	1,554.1	916.7
July	6,216.5	972.0	5,218.8	15,590.0	13,132.6	13,365.0	5,123.7	6,643.1	1,234.1	131.8	1,532.4	924.9
Transactions												
2021	663.1	-0.9	673.6	562.7	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	77.7	9.2
2022	175.9	9.6	165.0	636.0	624.1	680.7	269.4	241.9	126.1	-13.4	18.2	-6.3
2023	-159.5	-16.8	-142.9	55.5	25.1	72.6	-5.4	7.8	30.7	-8.1	-15.3	45.7
2023 Q3	-18.1	1.6	-19.4	10.1	2.2	-9.3	-8.6	2.1	14.0	-5.3	2.1	5.8
Q4	6.8	7.8	-1.3	39.1	46.6	69.4	10.0	17.6	16.7	2.2	-23.8	16.3
2024 Q1	-75.6	-16.4	-59.4	60.7	24.8	37.4	-5.5	-0.8	30.4	0.8	12.2	23.7
Q2	-3.0	2.4	-5.7	19.2	41.5	52.7	15.2	2.5	33.6	-9.8	-16.3	-6.1
2024 Feb.	-22.2	-2.0	-20.2	36.3	32.9	33.2	5.7	4.7	20.4	2.0	-1.3	4.7
Mar.	-9.3	-5.6	-3.7	17.2	20.0	15.9	3.0	7.6	5.8	3.6	-13.4	10.6
Apr.	14.6	-3.3	17.9	-7.4	13.4	16.8	-4.3	-1.2	21.6	-2.8	-14.7	-6.1
May	-29.0	-0.1	-28.9	-9.0	2.3	2.3	6.9	-1.0	3.5	-7.1	-13.3	2.0
June	11.3	5.9	5.3	35.5	25.8	33.5	12.7	4.6	8.4	0.1	11.6	-2.0
July	-13.5	-6.9	-6.5	14.8	34.7	28.0	-2.1	0.1	34.9	1.7	-24.7	4.8
Growth rates												
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.1	1.0
2022	2.7	1.0	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2023 Q3	-2.1	-2.1	-2.1	0.2	-0.2	0.3	-0.4	0.3	-0.2	-13.9	1.6	5.0
Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.8	-5.4	-1.0	5.4
2024 Q1	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.3	-1.2	0.5	7.2
Q2	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.7	-8.6	-1.6	4.6
2024 Feb.	-2.8	-1.3	-3.1	0.7	0.2	0.7	-0.3	-0.2	5.8	-7.7	1.6	6.2
Mar.	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.1	6.3	-1.2	0.5	7.2
Apr.	-1.9	-0.7	-2.1	0.7	0.5	0.9	-0.2	-0.2	8.7	-4.5	-0.6	5.7
May	-1.4	-1.4	-1.5	0.6	0.6	0.8	-0.1	0.3	7.0	-7.7	-2.5	5.2
June	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.7	-8.6	-1.6	4.6
July	-1.1	-0.9	-1.2	0.8	1.1	1.3	0.2	0.4	9.6	-2.5	-3.1	4.3

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 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4,864.8	4,995.5	885.0	1,005.2	2,974.6	6,372.6	6,637.5	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,129.8	5,130.8	962.6	1,077.6	3,089.6	6,632.2	6,832.8	717.3	5,214.6	700.2
2023	5,126.7	5,143.4	910.2	1,091.1	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2023 Q3	5,114.7	5,123.3	911.5	1,085.4	3,117.8	6,635.7	6,867.1	731.6	5,212.7	691.3
Q4	5,126.7	5,143.4	910.2	1,091.1	3,125.5	6,648.6	6,865.8	733.5	5,229.2	685.9
2024 Q1	5,115.6	5,132.7	888.0	1,088.5	3,139.1	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Q2	5,128.6	5,146.7	901.5	1,087.5	3,139.7	6,644.0	6,879.8	740.4	5,226.1	677.5
2024 Feb.	5,113.2	5,130.4	890.9	1,090.6	3,131.7	6,638.2	6,871.8	736.8	5,220.3	681.1
Mar.	5,115.6	5,132.7	888.0	1,088.5	3,139.1	6,644.2	6,873.5	742.0	5,222.6	679.6
Apr.	5,111.5	5,127.4	877.3	1,087.4	3,146.8	6,642.2	6,876.2	741.4	5,223.9	676.9
May	5,115.9	5,128.9	886.8	1,086.4	3,142.7	6,641.0	6,877.9	742.0	5,222.2	676.7
June	5,128.6	5,146.7	901.5	1,087.5	3,139.7	6,644.0	6,879.8	740.4	5,226.1	677.5
July	5,123.7	5,140.0	899.9	1,085.9	3,137.9	6,643.1	6,882.8	741.3	5,228.6	673.2
Transactions										
2021	176.9	208.3	0.2	2.3	174.4	261.7	267.3	10.7	254.9	-3.9
2022	269.4	309.2	77.9	77.5	114.1	241.9	250.3	23.3	217.7	0.9
2023	-5.4	24.9	-43.6	10.3	27.8	7.8	25.7	18.9	10.0	-21.1
2023 Q3	-8.6	-10.3	-10.8	-3.3	5.6	2.1	0.6	6.7	3.1	-7.6
Q4	10.0	30.3	4.1	5.2	0.7	17.6	3.4	3.8	17.6	-3.8
2024 Q1	-5.5	-3.3	-20.1	-1.4	16.0	-0.8	9.8	9.4	-5.3	-5.0
Q2	15.2	17.7	17.4	-1.8	-0.4	2.5	10.3	0.2	4.0	-1.7
2024 Feb.	5.7	6.2	2.1	-2.3	5.9	4.7	4.0	2.6	4.5	-2.3
Mar.	3.0	3.4	-3.3	-0.9	7.2	7.6	2.3	5.7	2.7	-0.8
Apr.	-4.3	-5.1	-7.0	-2.7	5.3	-1.2	3.3	-0.2	1.4	-2.3
May	6.9	3.7	10.4	-0.4	-3.2	-1.0	3.0	1.1	-1.5	-0.6
June	12.7	19.1	14.0	1.2	-2.5	4.6	4.0	-0.6	4.0	1.2
July	-2.1	-3.7	-0.6	-1.3	-0.3	0.1	3.9	1.8	2.2	-3.9
Growth rates										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.5	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q3	-0.4	0.2	-8.8	2.2	1.4	0.3	0.8	2.8	0.3	-2.5
Q4	-0.1	0.5	-4.5	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Q2	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.8	0.4	-2.6
2024 Feb.	-0.3	0.3	-4.5	0.1	0.8	-0.2	0.3	2.8	-0.2	-3.1
Mar.	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.1	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Apr.	-0.2	0.2	-3.7	-0.7	1.1	-0.2	0.2	3.0	-0.2	-3.1
May	-0.1	0.3	-2.5	-0.8	0.9	0.3	0.3	2.9	0.4	-2.9
June	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.8	0.4	-2.6
July	0.2	0.6	-0.8	-0.3	0.6	0.4	0.5	2.8	0.5	-2.7

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

4) 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 ¹⁾

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.1	6,884.3	1,838.9	37.1	1,999.0	3,009.3	1,376.4	410.6	128.5	136.8
2022	648.6	6,744.4	1,783.1	45.9	2,110.6	2,804.8	1,333.6	375.4	137.2	147.2
2023	461.3	7,319.8	1,826.4	90.5	2,416.6	2,986.2	1,859.3	246.0	155.0	152.6
2023 Q3	455.9	7,123.0	1,824.6	72.9	2,355.9	2,869.6	1,633.6	291.6	153.8	163.3
Q4	461.3	7,319.8	1,826.4	90.5	2,416.6	2,986.2	1,859.3	246.0	155.0	152.6
2024 Q1	399.4	7,454.3	1,828.5	105.2	2,496.5	3,024.1	2,044.8	232.8	178.0	174.2
Q2 ³⁾	413.7	7,534.2	1,830.7	109.8	2,528.9	3,064.9	2,230.8	330.9	182.6	176.5
2024 Feb.	438.6	7,354.4	1,828.1	101.7	2,457.3	2,967.4	1,941.7	231.5	165.4	173.4
Mar.	399.4	7,454.3	1,828.5	105.2	2,496.5	3,024.1	2,044.8	232.8	178.0	174.2
Apr.	438.2	7,490.3	1,826.4	107.9	2,524.7	3,031.3	2,174.1	231.0	163.6	177.4
May	445.1	7,490.7	1,824.7	109.0	2,520.9	3,036.1	2,234.2	248.2	159.1	165.0
June	413.7	7,534.2	1,830.7	109.8	2,528.9	3,064.9	2,230.8	330.9	182.6	176.5
July ³⁾	394.0	7,577.4	1,821.8	111.0	2,526.1	3,118.5	2,341.2	163.7	166.9	154.9
Transactions										
2021	25.4	-38.7	-74.9	-5.0	-39.7	81.0	-112.2	-121.7	-8.3	-4.3
2022	-83.4	46.8	-89.0	-4.4	0.5	139.8	-68.3	-190.1	10.4	18.0
2023	-193.6	323.1	24.7	40.1	231.1	27.1	459.0	-201.6	19.7	9.0
2023 Q3	-29.1	91.4	16.9	11.4	44.5	18.7	130.5	-64.9	-13.3	-6.0
Q4	5.4	62.5	-11.3	17.6	65.7	-9.4	176.2	-6.5	1.2	-10.7
2024 Q1	-61.5	117.0	4.9	14.7	93.7	3.7	132.7	-6.9	25.6	21.5
Q2 ³⁾	14.9	54.8	2.1	4.6	27.2	21.0	142.8	74.5	4.6	2.3
2024 Feb.	-18.6	12.0	1.8	4.7	13.8	-8.2	-12.2	21.8	2.3	13.7
Mar.	-39.2	34.3	0.4	3.5	42.0	-11.7	39.1	16.4	12.5	0.8
Apr.	39.5	16.6	-2.1	2.6	22.4	-6.3	102.3	-24.0	-14.4	3.2
May	6.8	11.4	-1.1	1.2	3.2	8.1	62.0	20.8	-4.5	-12.4
June	-31.5	26.7	5.2	0.8	1.6	19.2	-21.5	77.8	23.5	11.4
July ³⁾	-19.7	-0.2	-8.2	1.2	4.7	2.1	77.5	-139.5	-15.7	-21.6
Growth rates										
2021	3.6	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.4	0.7	-4.8	-13.0	-0.1	4.9	-	-	7.8	12.7
2023	-29.7	4.7	1.4	80.2	10.8	0.9	-	-	14.3	6.0
2023 Q3	-30.2	4.7	1.4	48.8	10.5	1.9	-	-	5.6	14.2
Q4	-29.7	4.7	1.4	80.2	10.8	0.9	-	-	14.3	6.0
2024 Q1	-30.3	5.2	1.3	89.9	12.0	0.8	-	-	20.3	7.1
Q2 ³⁾	-14.5	4.6	0.7	78.4	10.1	1.1	-	-	11.1	4.3
2024 Feb.	-21.4	5.0	1.7	88.6	10.7	1.2	-	-	10.0	11.0
Mar.	-30.3	5.2	1.3	89.9	12.0	0.8	-	-	20.3	7.1
Apr.	-23.2	5.0	0.4	89.7	12.6	0.4	-	-	9.6	11.8
May	-10.4	4.7	0.6	85.0	11.2	0.5	-	-	-6.1	-8.6
June	-14.5	4.6	0.7	78.4	10.1	1.1	-	-	11.1	4.3
July ³⁾	-14.9	4.2	0.2	72.1	9.3	1.1	-	-	11.3	1.0

Sources: 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:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q2	-4.0	.	.	.	.	-2.3
Q3	-3.9	.	.	.	.	-2.1
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.8
2024 Q1	-3.5	.	.	.	.	-1.7

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46.5	46.0	12.8	12.7	15.5	0.5	53.5	48.8	10.7	6.0	1.5	25.3	4.7
2021	47.1	46.3	13.1	13.1	15.1	0.8	52.3	47.1	10.2	6.0	1.5	24.0	5.2
2022	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.2	9.9	5.9	1.7	22.7	5.3
2023	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	50.0	44.5	9.8	5.9	1.8	22.6	5.4
2023 Q2	46.3	45.6	13.3	12.7	14.7	0.8	50.3	44.9	9.8	5.9	1.7	22.6	5.4
Q3	46.3	45.5	13.3	12.6	14.7	0.8	50.1	44.7	9.8	5.9	1.8	22.5	5.4
Q4	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	50.0	44.5	9.8	5.9	1.8	22.6	5.4
2024 Q1	46.4	45.6	13.3	12.5	14.7	0.8	49.9	44.6	9.9	6.0	1.8	22.7	5.3

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	Total	MFIs	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	97.0	3.2	14.5	79.4	54.2	39.0	42.8	11.1	85.9	18.7	30.9	47.4	95.4	1.7
2021	94.6	2.9	13.8	77.8	54.8	41.2	39.8	9.8	84.7	17.3	30.2	47.1	93.1	1.4
2022	90.5	2.7	13.2	74.6	52.9	40.1	37.6	8.7	81.7	16.2	28.7	45.6	89.5	1.0
2023	88.2	2.4	12.2	73.6	49.7	36.5	38.5	8.0	80.3	15.4	28.3	44.6	87.4	0.8
2023 Q2	89.7	2.5	12.4	74.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89.2	2.5	12.1	74.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88.2	2.4	12.2	73.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	88.7	2.3	12.0	74.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	13.0	5.5	2.2	2.5	2.1	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.1	5.3	9.5
2021	-2.5	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-4.1	2.0	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.1	0.6	-0.7	-5.7	2.7
2023	-2.2	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.4	-3.7	2.7
2023 Q2	-3.4	2.3	-0.9	-1.1	-1.5	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.5	-4.7	2.3
Q3	-2.5	2.1	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	-4.2	2.8
Q4	-2.2	1.8	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.7
2024 Q1	-1.4	1.7	-0.4	-0.7	-0.8	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.1	-2.7	2.7

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	14.0	12.7	4.2	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.0	11.9	4.2	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2023 Q3	13.0	11.7	3.5	1.3	0.3	8.1	1.9	1.1	1.8	2.0	1.7	3.3	1.5
Q4	13.1	11.7	4.2	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Q1	12.9	11.5	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Q2	13.2	11.8	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
2024 Feb.	12.5	11.2	4.3	1.3	0.3	8.2	2.0	1.2	2.1	2.0	1.6	3.7	2.3
Mar.	12.9	11.5	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Apr.	12.9	11.5	3.9	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
May	12.8	11.4	3.3	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
June	13.2	11.8	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
July	13.0	11.6	3.7	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.3	2.1	1.6	3.7	2.8

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9.0	-4.3	-5.4	-5.0	-9.8	-10.1	-8.9	-7.2	-9.4	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.6	-2.5	-8.7	-1.8
2022	-3.6	-2.5	-1.0	1.7	-2.5	-4.7	-4.8	0.1	-8.6	2.7
2023	-4.4	-2.5	-3.4	1.7	-1.6	-3.6	-5.5	-0.7	-7.4	3.1
2023 Q2	-3.8	-3.3	-1.8	1.8	-2.7	-4.6	-5.1	-0.5	-8.3	3.0
Q3	-3.9	-3.1	-2.3	1.4	-1.4	-4.5	-5.4	-0.3	-7.7	3.1
Q4	-4.4	-2.4	-3.5	1.5	-1.6	-3.6	-5.5	-0.8	-7.4	3.1
2024 Q1	-4.8	-2.5	-3.5	1.5	-0.5	-3.8	-5.6	-0.8	-6.7	3.8
Government debt										
2020	111.9	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.9	86.1	155.0	114.9
2021	107.9	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	113.0	77.5	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.7	111.6	111.9	67.8	140.5	85.6
2023	105.2	63.6	19.6	43.7	161.9	107.7	110.6	63.0	137.3	77.3
2023 Q2	105.6	64.6	18.5	42.4	167.2	111.2	111.2	65.9	140.1	84.9
Q3	107.6	64.6	18.2	43.0	165.6	109.8	111.3	64.0	137.9	79.0
Q4	105.2	63.6	19.6	43.3	161.9	107.7	109.9	63.1	137.3	77.3
2024 Q1	108.2	63.4	23.6	42.5	159.8	108.9	110.8	63.3	137.7	76.1
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.4	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.3	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.5	-7.6	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.6	-0.3	-5.5	-0.1	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.4
2023	-2.2	-0.8	-1.3	-4.9	-0.3	-2.7	1.2	-2.5	-4.9	-2.7
2023 Q2	-3.0	-1.1	-1.1	-4.3	-0.7	-3.3	0.0	-2.8	-2.8	-1.4
Q3	-3.3	-0.9	-1.2	-3.7	-0.6	-3.1	0.4	-2.8	-3.4	-2.1
Q4	-2.2	-0.8	-1.2	-4.9	-0.4	-2.6	1.2	-2.5	-4.9	-2.9
2024 Q1	-1.9	-0.6	-0.9	-3.9	-0.3	-2.9	0.9	-2.2	-5.0	-3.4
Government debt										
2020	42.7	46.2	24.6	52.2	54.7	82.9	134.9	79.6	58.8	74.7
2021	44.4	43.4	24.5	53.9	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.6
2022	41.8	38.1	24.7	51.6	50.1	78.4	112.4	72.5	57.7	73.5
2023	43.6	38.3	25.7	50.4	46.5	77.8	99.1	69.2	56.0	75.8
2023 Q2	40.1	38.1	28.3	49.8	45.4	78.4	110.1	70.7	59.5	74.5
Q3	42.0	37.4	25.8	49.5	44.4	78.1	107.6	71.8	58.4	74.3
Q4	43.6	38.3	25.7	50.3	45.1	77.6	99.1	69.2	56.0	76.6
2024 Q1	44.5	40.1	27.2	50.4	43.9	79.7	100.4	70.7	60.7	77.5

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2024

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 11.9.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-24-006-FI-N