

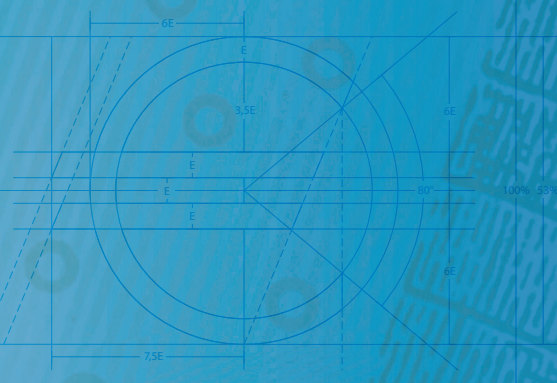


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

6/2023



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 | 44 |
| Kehikot | 48 |
| 1 El Niñoon liittyvät elintarvikehyödykkeiden globaalit hintariskit | 48 |
| 2 Miten talouden uudelleenavautuminen vaikutti eri maihin ja sektoreihin? | 53 |
| 3 Euroalueen työvoiman viimeaikainen kehitys ja taustatekijät | 59 |
| 4 Mikä on kuluttajien mielestä tärkein viimeaikaista inflaatiota selittävä tekijä? | 64 |
| 5 Ilmastonmuutos ja euroalueen yritysten vihreät investoinnit ja rahoitus – SAFE-kyselyn tuloksia | 70 |
| 6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 10.5.–1.8.2023 | 80 |
| 7 Pankkien pääoman palautukset ja niiden merkitys rahapolitiikan kannalta | 86 |
| 8 Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset julkiseen talouteen 15 vuotta suuren finanssikriisin jälkeen | 93 |
| Tilastot (vain englanniksi) | S1 |

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

Inflaatio hidastuu edelleen, mutta sen odotetaan yhä pysyvän liian pitkään liian nopeana. EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että inflaatiovauhti palautuu kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi kohtuullisessa ajassa. Jotta tavoite saavutettaisiin nopeammin, EKP:n neuvosto päätti 14.9.2023 pidetyssä kokouksessaan nostaa EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä.

Korkopäätöksessä on otettu huomioon inflaationäkymiä koskeva EKP:n neuvoston arvio, joka perustuu taloudesta ja rahoitusmarkkinoilta saatuihin tuoreisiin tietoihin, pohjainflaation kehitykseen ja siihen, miten voimakkaasti rahapolitiikan vaikutus välittyy talouteen. Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuisissa arvioissa keskimääräinen inflaatio on 5,6 % vuonna 2023 ja 3,2 % vuonna 2024 sekä 2,1 % vuonna 2025. Inflaation oletetaan nyt olevan vuosina 2023 ja 2024 nopeampaa ja vuonna 2025 hitaampaa kuin aiemmissa arvioissa. Arviota vuosien 2023 ja 2024 inflaatiosta on muutettu lähinnä energian hintojen voimakkaamman nousun vuoksi. Hintapaineet ovat edelleen koholla, vaikka useimmat indikaattorit ovatkin alkaneet laskea. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio on EKP:n asiantuntija-arvioissa hieman hitaampaa kuin aiemmissa arvioissa. Se on nyt keskimäärin 5,1 % vuonna 2023 ja 2,9 % vuonna 2024 sekä 2,2 % vuonna 2025. EKP:n neuvoston aiemmat koronnostot välittyvät edelleen selvästi rahoitusoloihin, jotka ovat kiristyneet entisestään ja vaimentavat enenevässä määrin kysyntää. Tämä edistää inflaatiovauhdin palautumista tavoitteen mukaiseksi. Koska rahoitusolojen kiristyminen vaikuttaa yhä enemmän kotimaiseen kysyntään ja kansainvälisen kaupan tilanne heikkenee, EKP:n asiantuntijat ovat pienentäneet talouskasvua koskevia arvioitaan merkittävästi. Euroalueen talouden arvioidaan nyt kasvavan 0,7 % vuonna 2023 ja 1,0 % vuonna 2024 sekä 1,5 % vuonna 2025.

EKP:n neuvosto katsoo tämänhetkisen arvionsa perusteella, että EKP:n ohjauskorot ovat nyt saavuttaneet tason, jolla ne edesauttavat tuntuvasti inflaation palaamista tavoitteen mukaiseksi kohtuullisen ajan kuluessa – jos ne pysyvät tasollaan riittävän pitkään. EKP:n neuvosto varmistaa tulevilla korkopäätöksillään, että ohjauskorot hillitsevät hintakehitystä riittävästi ja tarpeeksi pitkään. EKP:n neuvosto nojautuu jatkossakin tuoreimpiin tietoihin päättäessään, miten kireäksi rahapolitiikka on tarpeen säätää ja miten pitkäksi aikaa. EKP:n neuvosto arvioi inflaationäkymiä taloudesta ja rahoitusmarkkinoilta kulloinkin saatavien tietojen pohjalta, ja lisäksi se seuraa pohjainflaation kehitystä ja sitä, miten voimakkaasti rahapolitiikan vaikutus välittyy talouteen.

Taloudellinen toiminta

Talous pysyy todennäköisesti vaimeana lähikuukausien aikana. Vuoden alkupuoliskolla talous lähes seisahtui, ja tuoreiden indikaattorien mukaan se on ollut heikko myös kolmannella neljänneksellä. Euroalueen vientikysynnän supistuminen ja kireät rahoitusolot vaimentavat kasvua muun muassa asunto- ja yritysinvestointien vähenemisen vuoksi. Palvelualoilla kasvu on jatkunut tähän asti, mutta nyt sekin alkaa heikentyä. Talouskasvu piristyneenä ajan mittaan, sillä reaalityulojen odotetaan kasvavan inflaation hidastumisen, palkkojen nousun ja vankkojen työmarkkinoiden ansiosta. Tämä voimistaa yksityistä kulutusta.

Työmarkkinat ovat pysyneet vahvoina, vaikka talouskasvu on hidastunut. Työttömyysaste oli heinäkuussakin ennätysalhainen eli 6,4 %. Työllisyys kasvoi 0,2 % toisella vuosineljänneksellä, mutta kasvu on vaimenemaan päin. Työllisyyden kasvua ovat vauhdittaneet vuoden 2022 puolivälistä lähtien pääasiassa palvelualat, mutta nyt niilläkin syntyy työpaikkoja aiempaa vähemmän.

Euroalueen talouden kasvunäkymät ovat huonontuneet lyhyellä aikavälillä, mutta keskipitkällä aikavälillä talous palanee asteittain maltilliselle kasvu-uralle, kun sekä sisäinen että ulkoinen kysyntä elpyvät. Taloudellinen toiminta kasvoi vaimeasti vuoden 2023 alkupuoliskolla, vaikka teollisuuden tilaukset olivat ruuhkautuneet ja energian hinnannousu laantui. Nämä vaikutukset ovat lisäksi enimmäkseen väistyneet, ja lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat siihen, että kasvu hiipuu lyhyellä aikavälillä, kun rahoitusolot kiristyvät, yritysten ja kuluttajien luottamus talouteen on heikkoa ja ulkoinen kysyntä vähenee euron vahvistuessa. Kasvun odotetaan vahvistuvan vuodesta 2024 lähtien, kun ulkoinen kysyntä lähestyy pandemiaa edeltänyttä kehitystään ja reaalityulot kasvavat. Kasvua vahvistanevat myös inflaation hidastuminen, nimellispalkkojen voimakas kasvu ja edelleen vähäinen työttömyys, joka on tosin hieman lisääntymään päin. Kasvu pysyy kuitenkin vaimeana, kun EKP:n rahapolitiikan kiristyminen ja luotonannon väheneminen välittyvät reaalityulojen ja finanssipoliittinen tuki vähitellen lopetetaan. Euroalueen BKT:n keskimääräisen vuotuisen kasvun odotetaan hidastuvan 3,4 prosentista vuonna 2022 aina 0,7 prosenttiin vuonna 2023. Sen jälkeen kasvun odotetaan elpyvän niin, että se on 1,0 % vuonna 2024 ja 1,5 % vuonna 2025. BKT:n kasvunäkymiä on heikennetty eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioista. Kasvun arvioidaan nyt hidastuvan 0,2 prosenttiyksikköä vuonna 2023, 0,5 prosenttiyksikköä vuonna 2024 ja 0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2025. Lyhyen aikavälin kasvunäkymiä on nimittäin pienennetty merkittävästi, kun kyselyindikaattorit ovat laskussa, rahoitusolot kiristyvät – vähentäen luotonantoa – ja euron kurssi vahvistuu.

Energiakriisin väistyessä valtioiden pitäisi vähentää energiatukitoimiaan entisestään. Näin vältetään keskipitkän aikavälin inflaatiopaineiden kasvaminen, mikä puolestaan edellyttäisi aina vain tiukempaa rahapolitiikkaa. Finanssipoliitikalla tulisi pyrkiä kohentamaan euroalueen talouden tuottavuutta ja samalla pienentää julkisen talouden velkaa. Euroalueen tuotantokapasiteettia vahvistavilla toimilla voidaan sekä kehittää taloutta ympäristöystävällisempään suuntaan että vähentää hintapaineita keskipitkällä aikavälillä. Näitä toimia rahoitetaan Next Generation EU –ohjelmasta

sitten, kun se pannaan täysimääräisesti täytäntöön. EU:n talouden ohjausjärjestelmän uudistus tulisi saattaa päätökseen ennen vuoden 2023 loppua, ja pääomamarkkinaunionia tulisi viedä eteenpäin nopeammin.

Inflaatio

Eurostatin ennakoarvion mukaan inflaatio hidastui heinäkuussa 5,3 prosenttiin mutta ei lainkaan elokuussa, jolloin energian hinnat nousivat heinäkuuhun nähden.¹ Inflaation hidastuminen siis keskeytyi. Elintarvikkeiden hintainflaatio oli nopeimmillaan maaliskuussa ja on sen jälkeen hidastunut. Elokuussa se oli kuitenkin yhä lähes 10 %. Se hidastuu lähikuukausien aikana, kun syksyllä 2022 havaittu elintarvikkeiden nopea hinnannousu jää pois hintojen vuosimuutoksesta.

Ilman energia- ja elintarvikehintoja laskettu inflaatio hidastui elokuussa 5,3 prosenttiin heinäkuun 5,5 prosentista. Tavaroiden hintainflaatio, joka oli ollut 5,0 % heinäkuussa ja 5,5 % kesäkuussa, hidastui 4,8 prosenttiin elokuussa parempien tuotanto-olojen, energiahintojen aikaisemman laskun, tuotantoketjun alkupään hintapaineiden vaimenemisen ja kysynnän heikkenemisen vuoksi. Palveluissa hintainflaatio heikkeni 5,5 prosenttiin mutta pysyi yhä nopeana, sillä loma- ja matkailupalvelujen käyttö kasvoi ja palkat nousivat voimakkaasti. Palkansaajakorvausten vuotuinen kasvuvauhti pysyi ennallaan 5,5 prosentissa toisella vuosineljänneksellä. Työvoimakustannusten vaikutus kotimaiseen vuosinflaatioon voimistui toisella vuosineljänneksellä osin tuottavuuden heikkenemisen vuoksi, ja voittojen inflaatiovaikutus pieneni ensimmäistä kertaa vuoden 2022 alun jälkeen.

Pohjainflaatio on useimpien mittareiden mukaan alkanut hidastua, sillä kysyntä ja tarjonta kehittyvät aiempaa yhtenäisemmin ja energiahintojen aiemman nousun vaikutus on häviämässä. Kotimaiset hintapaineet ovat kuitenkin pysyneet voimakkaina.

Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat nyt useimpien mittarien mukaan 2 prosentin tuntumassa, mutta jotkin indikaattorit ovat nousseet ja edellyttävät tarkempaa seurantaa.

Euroalueen kokonaisinflaation arvioidaan hidastuvan edelleen arviointijaksolla kustannuspaineiden laskun, tarjontakapeikkojen vähenemisen ja rahapolitiikan kiristymisen vuoksi. Myös ilman energia- ja elintarvikehintoja lasketun inflaation odotetaan hidastuvan asteittain. Sen arvioidaan kuitenkin olevan kokonaisinflaatiota nopeampaa alkuvuoteen 2024 saakka. Inflaation arvioitu hidastuminen johtuu energian aiempien hintasokkien ja tuotantoketjun muiden hintapaineiden vaikutusten vaimenemisesta. Lisäksi työvoimakustannukset kasvavat voimakkaasti ja muodostuvat vähitellen merkittävimäksi ilman energia- ja elintarvikehintoja laskettuun YKHI-inflaatioon vaikuttavaksi tekijäksi. Palkkojen kasvun odotetaan

¹ Tämänkertaiseen Talouskatsaukseen sisältyvien tilastotietojen koontipäivä oli 13.9.2023. Eurostatin 19.9.2023 julkaisemien lopullisten tietojen mukaan YKHI-inflaatio hidastui 5,2 prosenttiin elokuussa 2023 (heinäkuussa 5,3 %). Lopullinen luku on siis 0,1 prosenttiyksikköä pienempi kuin Eurostatin ennakoarviossa.

hidastuvan asteittain vuoden 2023 puolivälistä lähtien, mutta se pysynee arviointijaksolla nopeana minimipalkkojen korotusten ja inflaatiokompensaation vuoksi, kun työmarkkinat ovat kireät, vaikkakin rauhoittumaan päin. Voittomarginaalit kasvoivat tuntuvasti viime vuonna, ja niiden odotetaan vaimentavan työvoimakustannusten nousun välittymistä keskipitkän aikavälin loppuhintoihin. Lisäksi rahapolitiikan kiristyminen hillinnee pohjainflaatiota yhä enemmän. Keskipitkän aikavälin inflaatio-odotusten oletetaan pysyvän EKP:n inflaatiotavoitteen mukaisina, ja YKHI-indeksillä mitatun kokonaisinflaation odotetaan heikkenevän keskimäärin 8,4 prosentista vuonna 2022 siten, että se on 5,6 % vuonna 2023 ja 3,2 % vuonna 2024 sekä 2,1 % vuonna 2025. Tavoitteensa inflaation odotetaan saavuttavan vuoden 2025 kolmannella neljänneksellä. Energijafutuuriennustuksen vuoksi YKHI-inflaatio arvioidaan nyt vuosina 2023 ja 2024 nopeammaksi ja vuonna 2025 hitaammaksi kuin kesäkuun 2023 asiantuntija-arvioissa, sillä euron vahvistumisen, rahoitusolojen kiristymisen ja suhdannetilanteen heikkenemisen oletetaan hidastavan ilman energia- ja elintarvikehintojen laskettua YKHI-inflaatiota.

Riskiarvio

Taloukasvuun kohdistuvat riskit painottuvat odotettua heikomman kehityksen suuntaan. Kasvu saattaa hidastua, jos rahapolitiikan vaikutukset ovat odotettua voimakkaammat tai jos maailmantalous heikkenee esimerkiksi Kiinan taloukasvun vaimentuessa entisestään. Talous saattaa kasvaa arvioitua nopeammin, jos yritysten ja kotitalouksien luottamus talouteen vahvistuu ja kulutus lisääntyy vahvojen työmarkkinoiden, reaalitylojen kasvun ja epävarmuuden vähenemisen ansiosta.

Inflaatio voi olla ennakoitua nopeampaa, jos esimerkiksi energian ja elintarvikkeiden hintapaineet uhkaavat taas nousta. Elintarvikkeiden hinnat voivat nousta odotettua enemmän epäsuotuisten sääolojen ja yleisestikin ilmastokriisin etenemisen vuoksi. Inflaatio saattaa nopeutua keskipitkälläkin aikavälillä, jos inflaation aletaan odottaa jäävän tavoitettamme nopeammaksi tai jos voittomarginaalit tai palkat nousevat ennakoitua enemmän. Hintapaineet saattavat laskea etenkin keskipitkällä aikavälillä, jos kysyntä heikkenee. Sitä voivat heikentää esimerkiksi rahapolitiikan välittyminen talouteen ennakoitua voimakkaammin tai taloustilanteen huononeminen euroalueen ulkopuolella.

Rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden tilanne

Rahapolitiikan kiristyminen välittyy yhä voimakkaasti rahoitusoloihin. Pankkien varainhankinta on jälleen kallistunut, kun yön yli –talletuksia muutetaan suurempaa korkoa tuottaviksi määräaikaistalletuksiksi ja EKP:n kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot vähitellen päättyvät. Yritys- ja asuntolainojen keskikorot nousivat entisestään heinäkuussa – yrityslainoissa 4,9 prosenttiin ja asuntolainoissa 3,8 prosenttiin.

Luotonannon kasvu on heikentynyt entisestään. Yrityslainakanta kasvoi edellisvuodesta 2,2 % heinäkuussa eli vähemmän kuin kesäkuussa (3,0 %). Myös kotitalouksien lainakanta kasvoi aiempaa heikommin: 1,3 % (kesäkuussa 1,7 %). Kolmen viime kuukauden tietojen perusteella luotonanto kotitalouksille heikkeni vuositasolle korotettuna 0,8 % eli eniten kuin koskaan aiemmin euron käyttöönoton jälkeen. Vaimean luotonannon ja eurojärjestelmän taseen supistumisen myötä lavean rahan M3 määrän vuotuinen kasvu, joka vielä kesäkuussa oli 0,6 %, heikkeni heinäkuussa 0,4 % eli pienemmäksi kuin koskaan aiemmin. Vuositasolle korotettuna M3:n kasvu supistui kolmen viime kuukauden aikana 1,5 %.

Rahapoliittisia päätöksiä

EKP:n neuvosto päätti syyskuun kokouksessaan nostaa EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä. Perusrahoitusoperaatioiden korko on siis ollut 20.9.2023 lähtien 4,50 %, maksuvalmiusluoton korko 4,75 % ja talletuskorko 4,00 %.

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

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

EKP:n neuvosto pyrkii tukemaan rahapolitiikan välittymismekanismin toimintaa, joten PEPP-ohjelmassa hankittujen varojen erääntyessä ne sijoitetaan jatkossakin joustavasti uudelleen.

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

Yhteenveto

Inflaatio hidastuu edelleen, mutta sen odotetaan yhä pysyvän liian pitkään liian nopeana. EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että inflaatiovauhti palautuu kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi kohtuullisessa ajassa. Jotta tavoite saavutettaisiin nopeammin, EKP:n neuvosto päätti 14.9.2023 pidetyssä kokouksessaan nostaa EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä. EKP:n neuvosto katsoo tämänhetkisen arvionsa perusteella, että EKP:n ohjauskorot ovat nyt saavuttaneet tason, jolla ne edesauttavat tuntuvasti inflaation palaamista tavoitteen mukaiseksi kohtuullisen ajan kuluessa – jos ne pysyvät tasollaan riittävän pitkään. EKP:n neuvosto varmistaa tulevilla korkopäätöksillään, että ohjauskorot hillitsevät hintakehitystä riittävästi ja tarpeeksi pitkään. EKP:n neuvosto nojautuu jatkossakin tuoreimpiin tietoihin päättäessään, miten kireäksi rahapolitiikka on tarpeen säätää ja miten pitkäksi aikaa.

EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia tehtäviinsä kuuluvia välineitä sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä ja rahapolitiikan vaikutus välittyy talouteen toivotusti.

Ulkoinen ympäristö

Vuoden 2023 alussa voimakkaasti elpynyt maailmantalous näyttäisi kasvavan loppuvuonna hitaammin pääasiassa Kiinan talouden hidastuneen elpymisen vuoksi. Syyskuusiin EKP:n asiantuntijoiden arvioihin euroalueen talousnäkymistä sisältyvät maailmantalouden kasvunäkymät ovat kuitenkin pitkälti vastaavat kuin kesäkuuisissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Vaikka maailmantalouden kasvuarvio on yleisesti ottaen ennallaan koko arviointijakson ajalle, kasvun maittainen jakauma on kuitenkin muuttunut, sillä Kiinan BKT:n kasvunäkymiä alennettiin merkittävästi ja vastaavasti Yhdysvaltojen näkymiä korjattiin positiivisemmiksi maan talouden osoittaman sitkeyden vuoksi. Vuoden 2023 heikot maailmankaupan näkymät heijastelevat talouskasvun painottumista vähemmän vienti-intensiivisiin maihin (nousevat markkinataloudet), kysyntäeriin (kulutus) ja hyödykkeisiin (palvelut). Maailmankaupan kasvun odotetaan piristyvän jälleen arviointijakson loppua kohden ja kasvavan jokseenkin samaa tahtia maailmantalouden kanssa. Kesäkuun asiantuntija-arvioihin verrattuna sekä globaalia tuontia että euroalueen ulkomaista kysyntää koskevia arvioita vuodelle 2023 on tarkistettu heikommiksi. Muutos johtuu suurelta osin tilastotietoihin tehdyistä korjauksista heikompaan suuntaan sekä arvioiden viimeisen aineistopäivän aikoihin julkistetuista toisen neljänneksen odotettua heikommista talousluvusta. Arviointijakson loppua kohden ulkoisen kysynnän kuitenkin arvioidaan edelleen kasvavan jokseenkin kesäkuusten asiantuntija-arvioiden mukaisesti. Globaali kuluttajahintaindeksiin mukainen kokonaisinflaatio hidastuu asteittain, mutta pohjainflaatiopaineet ovat pysyneet vahvoina erityisesti kehittyneissä talouksissa. Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen odotetaan kuitenkin laskevan jyrkästi raaka-aineiden hintojen laskun myötä.

Vahvan alkuvuoden 2023 jälkeen maailmantalouden kasvu on vaimenemaan päin, mikä johtuu pääasiassa Kiinan elpymisen hyytymisestä. EKP:n

asiantuntijoiden syyskuun arvion mukaan maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan tämän vuoden loppupuoliskolla. Vaikka kokonaisuutena tarkastellen arvio vastaa kesäkuun arviota, sen taustalla olevassa maakohtaisessa jakaumassa on tapahtunut muutoksia.² Keskeisten kehittyneiden talouksien, kuten Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian, talouskasvu vaikuttaa aiemmin odotettua sitkeämmältä, kun taas Kiinan talous hidastunee aiemmin arvioitua nopeammin, sillä kiinteistösektorin ongelmat ovat jälleen nousseet pinnalle ja vaimentavat kulutusvetoista elpymistä. Myös tuoreimmat tiheästi päivitettävät taloustiedot vahvistavat käsitystä maailmantalouden kasvun tulevasta hidastumisesta. Globaalia kokonaistuotantoa kuvaava PMI-indeksi sekä kehittyneissä että kehittyvissä talouksissa on pysynyt laskusuunnassa, joskin se on edelleen positiivisen kasvun puolella. Sama pätee palvelutuotannon PMI-indeksiin, kun taas tehdasteollisuuden tuotannon PMI on laskenut yhä syvemmälle negatiivisen kasvun alueelle kehittyneissä talouksissa mutta elpynyt nousevissa markkinatalouksissa kuroen kiinni eroa palvelusektoriin (kuvio 1).

² Koska tässä osassa tarkastellaan erityisesti talouden kehitystä globaalissa ympäristössä, viittaukset maailmantalouteen ja/tai globaaleihin aggregaateihin eivät sisällä euroaluetta.

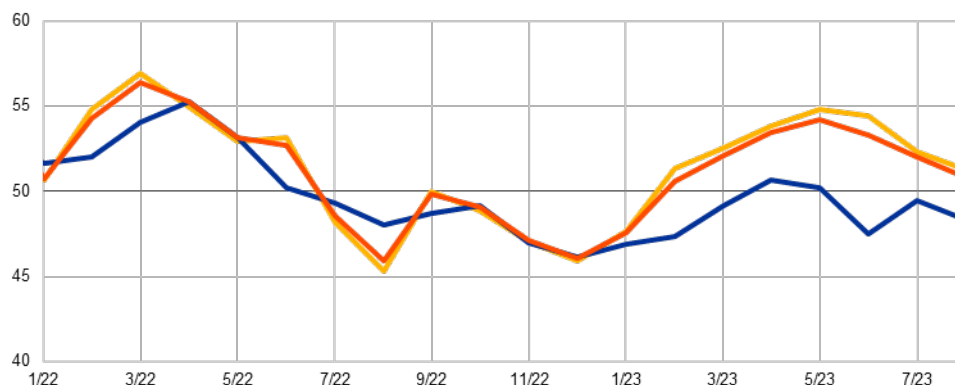
Kuvio 1

Tuotantoa kuvaava PMI-indeksi kehittyneissä ja nousevissa markkinatalouksissa

a) Kehittyneet taloudet (pl. euroalue)

(diffuusioindeksit)

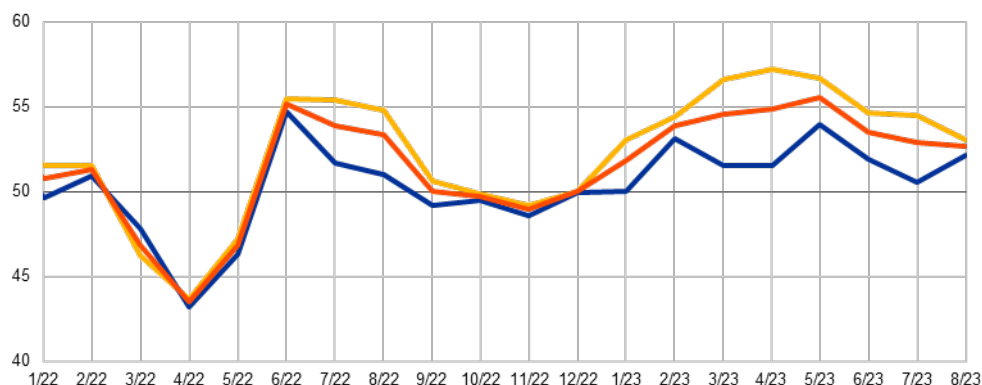
— Palvelut
— Tehdasteollisuus
— Yhdistelmäindeksi



b) Nousevat markkinataloudet

(diffuusioindeksit)

— Palvelut
— Tehdasteollisuus
— Yhdistelmäindeksi



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

Syyskuun asiantuntija-arvioista välittynyt yleiskuva maailmantalouden kasvusta on pitkälti kesäkuun arvioiden kaltainen, mutta yksittäisten keskeisten talouksien näkymin tehtiin tarkistuksia.

Globaalin BKT:n määrän arvioidaan nyt kasvavan 3,2 % vuonna 2023 ja 3,0 % vuonna 2024 sekä 3,2 % vuonna 2025 eli tarkistukset ovat vähäisiä (+0,1 prosenttiyksikköä vuodelle 2023 ja -0,1 prosenttiyksikköä sekä vuodelle 2024 että 2025). Kiinan kasvunäkymiä on kuitenkin korjattu selvästi aiempaa heikommiksi maan edellä mainitun asuinkiinteistösektorin kehityksen takia.³ Sitä vastoin keskeisten kehittyneiden talouksien kasvuarviota korotettiin vuodelle 2023 niiden työmarkkinoiden vahvuuden

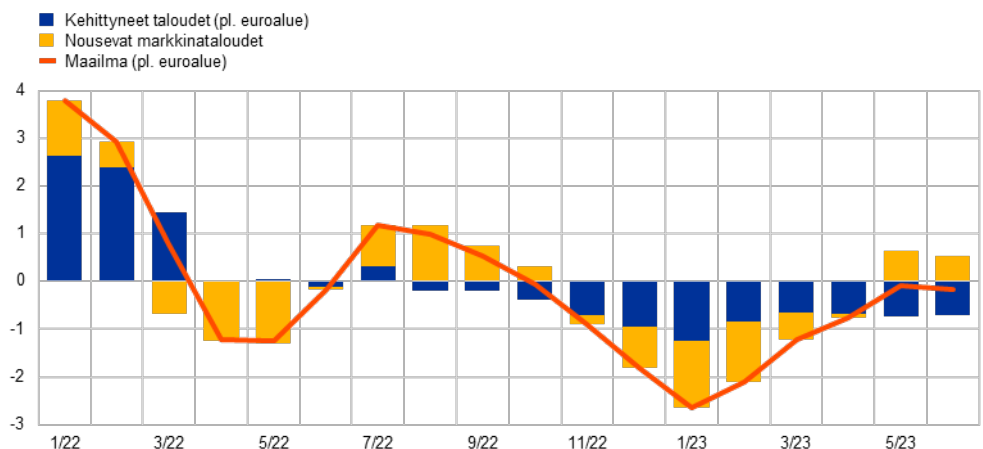
³ Syyskuun alussa Kiinan viranomaiset ilmoittivat ryhtyvän kiinteistömarkkinoiden tukemiseksi uusiin toimenpiteisiin, kuten alentavansa nostettujen asuntolainojen korkoja sekä pienentävänsä käsirahavaatimuksia. Näistä toimenpiteistä ilmoitettiin EKP:n asiantuntija-arvioiden viimeisen aineistopäivän jälkeen, ja on vielä liian varhaista ennakoita, riittävätkö ne torjumaan kiinteistösektorin odotettua luisua loppuvuonna 2023.

takia, joskin näkymien odotetaan heikkenevän arviointijakson edetessä. Nousevat markkinataloudet toimivat edelleen maailmantalouden kasvun veturina, vaikka niiden kasvun arvioidaan nyt jäävän hieman kesäkuussa 2023 arvioitua hitaammaksi.

Maailmankaupan odotetaan pysyvän heikkona tämän vuoden ja alkavan sitten elpyä asteittain. Maailmankaupan vaisu kehitys tänä vuonna poikkeaa verrattain sitkeästä maailmantalouden kasvusta. Globaalin tuonnin arvioidaan kasvavan tänä vuonna vain marginaalisesti (0,2 %), koska kehittyneiden talouksien tuonnin odotetaan supistuvan rahoitusolojen kiristymisen takia heikentyneen kysynnän sekä pandemianjälkeiseen elpymiseen liittyvien rakenteellisten tekijöiden vuoksi. Ulkomaankaupan heikkous vuonna 2023 voidaan selittää kolmen tekijän rakenteellisella vaikutuksella, sillä kasvu syntyy nyt vähemmän ulkomaankauppavetoisista alueista (nousevat taloudet), kysynnän eristä (kulutus) ja hyödykkeistä (palvelut). Ulkomaankaupan heikentyminen on kuitenkin päättynyt ja sen kasvun odotetaan vilkastuvan asteittain loppuvuonna 2023. Tavarakaupan tuoreimmat tiedot tukevat tätä käsitystä (kuvio 2), ja se on sopusoinnussa myös palvelujen ulkomaankaupan, ml. turismi, pandemian päättymisestä seuranneen vahvan elpymisen kanssa. Vuosina 2024–2025 maailmankaupan arvioidaan kiihtyvän jälleen ja kasvavan enemmän tahdissa BKT:n kanssa eli 3,2 % vuonna 2024 ja 3,3 % vuonna 2025. Euroalueen ulkoisen kysynnän arvioidaan pysyvän entisellä tasollaan tänä vuonna ja kasvavan vuosittain 3 % vuosina 2024–2025. Kesäkuun asiantuntija-arvioihin verrattuna sekä globaalia tuonnin että euroalueen ulkomaisen kysynnän kasvuarvioita vuodelle 2023 on tarkistettu heikommiksi (edellistä -1,1 ja jälkimmäistä -0,4 prosenttiyksikköä). Muutos johtuu suurelta osin korjauksista, joita aiemmin julkaistuihin tilastotietoihin tehtiin viime vuodenvaihteessa heikompaan suuntaan, sekä arvioiden viimeisen aineistopäivän aikoihin julkistetuista tiedoista, jotka kertoivat odotettua heikommasta tuonnista toisella neljänneksellä. Vuosien 2024 ja 2025 ennustemuutokset ovat pienempiä, vain -0,1 prosenttiyksikköä kumpanakin vuonna.

Kuvio 2
Tavaroiden ulkomaankauppa

(tuonnin määrä; liukuva kolmen kuukauden prosenttimuutos)



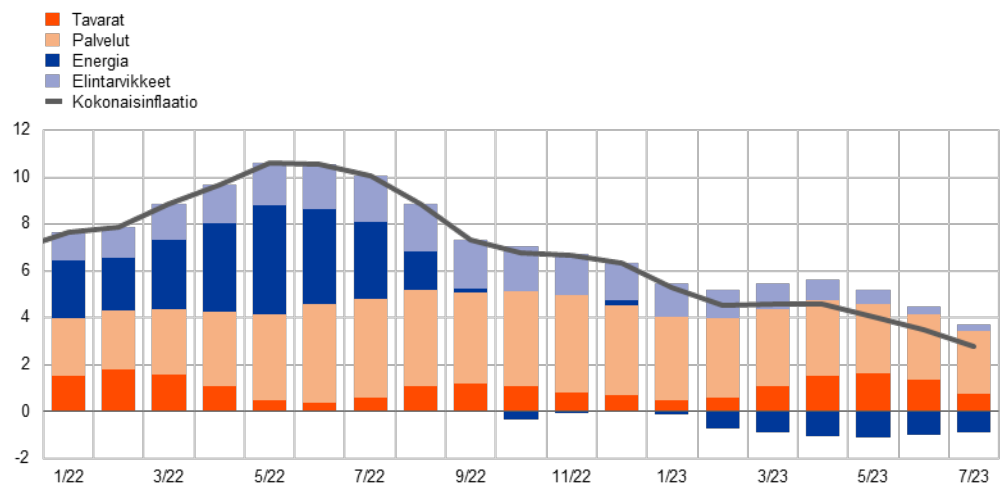
Lähteet: CPB ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat kesäkuulta 2023.

Globaali kuluttajahintainflaatio on ollut laskussa energian ja elintarvikkeiden hintojen laskun myötä, kun taas pohjainflaatio jatkuu korkeana.

Heinäkuussa kuluttajahintaindeksillä mitatut taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön OECD:n jäsenvaltioiden kokonaisinflaatio ja pohjainflaatio (pl. energia ja elintarvikkeet) kiihtyivät hieman. Edellinen oli 5,9 % (kesäkuussa 5,7 %) ja jälkimmäinen 6,7 % (6,6 %). Tämä johtui pääasiassa Turkin vuotuisesta inflaatiosta, joka nousi heinäkuussa 10 prosenttiyksikköä 48 prosenttiin. Ilman Turkia laskettu OECD-maiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio pysyi heinäkuussa verrattain vakaana 4,4 prosentissa (kesäkuussa 4,5 %) ja pohjainflaatio laski hieman (5,0 prosenttiin kesäkuun 5,2 prosentista). Sitkeän pohjainflaation voidaan katsoa johtuvan pitkälti palvelujen kehityksestä. Tavaroiden hintojen inflaatio hidastui voimakkaasti, kun globaalin kysynnän ja tarjonnan tasapainottomuudet ratkesivat tavaramarkkinoilla. Annualisoidulla liukuvalla kolmen kuukauden prosenttimuutoksella mitattu inflaatiokehitys rauhoittui heinäkuussa, jolloin kokonaisinflaatio hidastui 2,8 prosenttiin edelliskuun 3,5 prosentista (kuvio 3) ja pohjainflaatio laski 4,3 prosenttiin 5,3 prosentista. Euroalueen kilpailijamaiden vientihinnat ovat olleet laskusuunnassa vuoden 2022 puolivälistä, koska raaka-aineiden hinnat ovat laskeneet ja hinnoitteluketjun kotimaiset ja ulkomaiset paineet ovat asteittain helpottaneet. Odotuksia kilpailijamaiden tämänvuotisista vientihinnoista on alennettu kesäkuisiin arvioihin verrattuna niiden vientihintainflaation hidastumisen myötä mutta vuoden 2024 odotuksia on korotettu raaka-aineiden hintojen nousun takia.

Kuvio 3
OECD:n kokonaisinflaatio

(annualisoitu liukuva kolmen kuukauden prosenttimuutos)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

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

Raakaöljyn hinta on nyt arvioitu korkeammaksi kuin kesäkuun asiantuntija-arvioissa Saudi-Arabian ja Venäjän sopimien tuotantorajoitusten takia.

Syyskuun alussa Saudi-Arabia ja Venäjä jatkoivat kuukauden mittaisia tuotantorajoituksiaan loppuvuodeksi 2023. Tuotantorajoitukset vastaavat noin 1,3 prosenttia globaalista tarjonnasta ja ne tulevat aiemmin sovittujen OPEC+-ryhmän

tuotantorajoitusten päälle kiristäen edelleen öljymarkkinoita, joilla vallitsee nyt Kansainvälisen energiajärjestön IEA:n mukaan alitarjontatilanne. Tuotantorajoitukset toimivat vastapainona Kiinan kysynnän heikkenemiselle. Kaasun hinta Euroopassa on heilahdellut jonkin verran, kun Norjan toimituksissa on esiintynyt katkoksia ja sittemmin kun Australian LNG-terminaaleissa on lakkoiltu, mutta ne ovat kuitenkin laskeneet kesäkuun asiantuntija-arvioiden jälkeen, koska EU:ssa päästiin tavoitteen mukaiseen 90 prosentin varastotasoon kolme kuukautta etuajassa. Vaikka tämä viittaa siihen, että lyhyellä aikavälillä tarjontaan liittyvät riskit ovat rajallisia, riskejä ei voida sulkea pois, koska tarjonnassa saattaa edelleen esiintyä pitkäaikaisia katkoksia. Yleisesti ottaen Euroopan kaasumarkkinat ovat hyvin alttiit tarjontahäiriöille, kuten toimituskatkosten ja lakkojen aiheuttama viimeaikainen volatiliiteetti osoitti.

Globaalit rahoitusolot ovat kiristyneet kehittyneissä ja nousevissa markkinatalouksissa. Yhdysvalloissa rahoitusolojen jonkinasteinen kiristyminen johtui pääasiassa pitkien valtionlainojen tuottojen noususta ja dollarin nimellisen efektiivisen valuuttakurssin vahvistumisesta, jota Yhdysvaltojen yritysten joukkolainamarkkinoiden suotuisa riskinottohalukkuus osittain kompensoi. Samaan aikaan Yhdysvaltojen talouskehitys tuotti positiivisia yllätyksiä ja inflaatiopaineet helpottuivat entisestään. Rahoitusolot kiristyivät hieman myös muissa kehittyneissä ja nousevissa markkinatalouksissa, mikä johtui pääasiassa pitkien korkojen noususta. Myös kehittyvien markkinoiden kotivaluuttojen heikkeneminen Yhdysvaltojen dollariin nähden myötävaikutti rahoitusolojen kiristymiseen, kun joissakin maissa varhain toteutettujen voimakkaiden koronnostojen ansiosta keskuspankit pystyivät keskeyttämään ohjauskorkojen nostamisen ja joissain tapauksissa myös alentamaan niitä samaan aikaan, kun valtionlainojen tuottoerot ja osakehinnat pysyivät vakaina.

Yhdysvaltojen talouskehitys jatkui vahvana, mutta sen odotetaan maltillistuvan loppuvuonna kireämmän rahapolitiikan hillitessä kasvua. Tuoreet tiedot kotitalouksien kulutuksesta ja palvelusektorin kehityksestä viittaavat BKT:n kasvun jatkumiseen voimakkaana kolmannella neljänneksellä. Kotitalouksien kulutuksen odotetaan kuitenkin heikkenevän jossain määrin sitä mukaa, kun kireä työmarkkinatilanne helpottuu. Luotonantokriteerien kiristymisen odotetaan hillitsevän investointeja ja johtavan positiiviseen mutta potentiaaliaan hitaampaan BKT:n kasvuun vuosina 2024 ja 2025. BKT:n määrän kasvun odotetaan elpyvän vaisusti vuonna 2025. Kokonaisinflaatio kiihtyi heinäkuussa hieman ja oli 3,2 % (kesäkuussa 3,0 %), kun energiaerän inflaatiota hidastava vaikutus väheni. Pohjainflaatio hidastui heinäkuussa vain hieman eli 4,7 prosenttiin (kesäkuun 4,8 prosentista), kun tavaroiden hintojen inflaatio väheni edelleen ja palvelusektorilla kuljetus- ja viihdepalvelujen inflaation kiihtyminen osittain kompensoi asumiseen liittyvien erien inflaation maltillisesti jatkuvan hidastumisen vaikutusta. Kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan siitä huolimatta, että vähenevä mutta edelleen vahva palkkojen kasvu aiheuttaa muiden kuin asumiseen liittyvien palvelujen inflaatioon sitkeää nousupainetta.

Kiinan talouskasvu hidastui äkillisesti toisella neljänneksellä. Elvyttyään voimakkaasti vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä koronaan liittyneiden

rajoitustoimien höllennysten myötä kasvu hidastui selvästi toisella neljänneksellä, kun asuntomarkkinat kääntyivät jälleen taantumaan, mikä heikensi myös kuluttajien luottamusta. Vaikka yksityisen kulutuksen palautuminen jatkui erityisesti palvelusektorilla, nettovienti ja yksityiset investoinnit jäivät kesäkuun asiantuntija-arvioissa ennakoitua heikommiksi. Elokuuhun saakka saatavilla olevat tiheästi päivitettävät indikaattorit viittaavat asuntomarkkinoiden heikkouden jatkumiseen ja palvelusektorin kasvun maltillistumiseen sekä tehdasteollisuuden tuotannon jonkinasteiseen vakaantumiseen. Vuotuinen kuluttajahintaindeksillä mitattu kokonaisinflaatio hidastui heinäkuussa negatiiviseksi (-0,3 % vuodentakaisesta), kun taas pohjainflaatio kiihtyi edelleen (+0,8 %) pääasiassa palvelujen hintakehityksen takia. Edelliskuukauden hintoihin verrattuna sekä kokonais- että pohjainflaatio kiihtyivät hieman hidastuttuaan edellisinä kuukausina. Tämä viittaa siihen, että vuotuinen inflaatiokin saattaa alkaa kiihtyä, joskin heikko kotimainen ja ulkoinen kysyntä todennäköisesti rajoittavat inflaatiopaineita.

Japanin talous kasvoi merkittävästi vuoden 2023 alkupuoliskolla, mutta kasvun koostumus muuttui aiemmasta. Siinä, missä alkuvuonna kotimainen kulutus oli kasvun keskeinen taustatekijä, yllättävän vahva kasvu toisella neljänneksellä perustui lähes kokonaan nettovientiin, kun taas kotimaisen kysynnän kasvu oli pysähdyksissä. Jatkossa talouskasvun arvioidaan pysyvän maltillisella kasvu-uralla. Vaikka kotimaisen kysynnän odotetaan elpävän jossain määrin kolmannella neljänneksellä, kasvu todennäköisesti hidastuu vuoden alkupuolesta tuonnin elpymisen myötä. Vuotuinen kokonaisinflaatio pysyi heinäkuussa ennallaan 3,3 prosentissa, kun energian inflaation hidastuminen kompensoitui elintarvikkeiden inflaation kiihtymisen sekä asumis- ja matkapuhelukustannusten kasvun vaikutuksesta. Saman kuukauden aikana pohjainflaatio kiihtyi 2,6 prosentista 2,7 prosenttiin yritysten hinnankorotuspaineen myötä. Kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan vuoden jälkipuoliskolla kustannuspaineiden helpottuessa sekä tuottajahintainflaation hidastumista ja tuontihintojen laskua myötäillen.

Ison-Britannian talouskasvu on ollut menneenä vuonna vaimeaa nopean inflaation ja kiristyvien rahoitusolojen vallitessa, joskin se on osoittautunut myös sitkeyttä. Talouskasvun odotetaan myös jatkuvan vaisuna seuraavilla neljänneksillä, koska inflaatiopaineiden odotetaan nyt olevan voimakkaampia kuin kesäkuun arviossa ja kun kotitaloudet ja yritykset kärsivät korkeammista koroista rahapolitiikan kiristämisen jatkuessa. Viimeaikaiset kyselytiedot ovat lisänneet hitaamman kasvun riskejä, ja kokonaistuotannon PMI-indeksi on heikentynyt kuusi pistettä neljän viime kuukauden aikana. Kasvun odotetaan kiihtyvän ensi vuonna, kun se saa kasvua reaaliansioiden elpymisestä sitä mukaa, kun inflaation hidastuminen jatkuu. Kokonaisinflaatio hidastui voimakkaasti heinäkuussa ja oli 6,8 % (kesäkuussa 7,9 %) pääasiassa energialaskujen merkittävän pienenemisen sekä elintarvikeinflaation hidastumisen ansiosta. Samaan aikaan pohjainflaatio pysyi ennallaan 6,9 prosentissa sitkeän palvelujen hintojen inflaation takia. Kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan asteittain ja päätävän Britannian keskuspankin 2 prosentin tavoitteeseen vuoden 2025 alussa.

Euroalueen talouskasvu oli pitkälti pysähdyksissä vuoden alkupuoliskolla. Vuoden 2023 toisella neljänneksellä BKT:n määrä kasvoi 0,1 % eli saman verran kuin edellisellä neljänneksellä. Tuoreimpien indikaattorien mukaan kasvu on jatkunut heikkona myös kolmannella neljänneksellä. Euroalueen viennin heikentyminen ja rahoitusolojen kiristymisen vaikutus vaimentavat kasvua muun muassa asuinrakennusinvestointien ja yritysten investointien supistumisen kautta. Talouden vaimeus on leviämässä talouden kaikille sektoreille. Tehdasteollisuuden tuotanto on supistunut vuoden 2022 viimeisestä neljänneksestä lähtien, ja sen odotetaan pysyvän heikkona, kun vanhan tilauskannan kasvuvaikutus vähenee ja uusien tilausten kertymä jatkuu vaimeana. Palvelusektorin toimeliaisuus, joka oli pysynyt tähän saakka sitkeämpänä, osoitti kolmannen neljänneksen alussa hiipumisen merkkejä. Tämä viittasi siihen, että pandemian jälkeen palvelujen kysyntään kohdistunut kasvusysäys saattaa olla haihtumassa pois. Ajan myötä talouskasvun oletetaan virkistyvän sitä mukaa, kun reaalitytulot kasvavat inflaation hidastumisen, palkkojen kasvun ja vahvan työmarkkinatilanteen tukemina, ja antavan tukea yksityiselle kulutukselle.

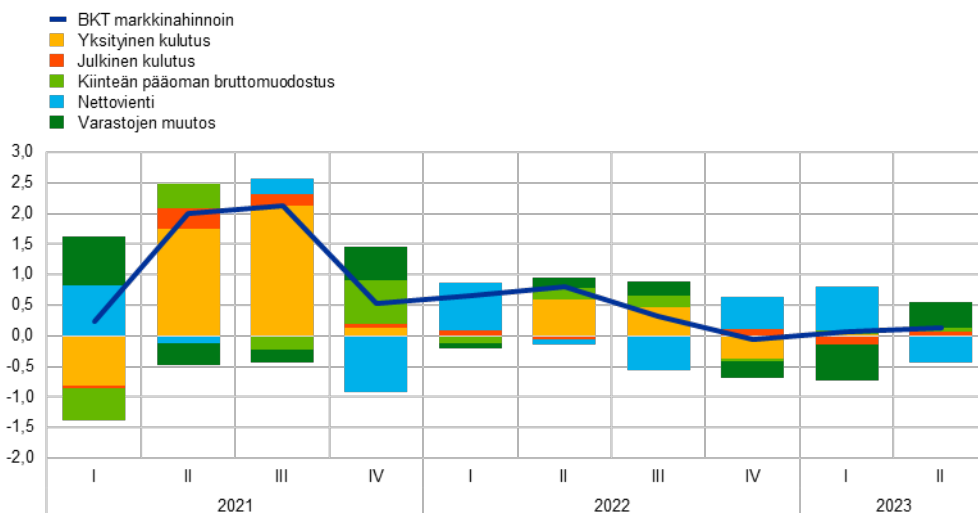
Samankaltainen näkemys välittyy myös euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioista, joissa euroalueen BKT:n kasvun ennakoitaan hidastuvan 0,7 prosenttiin vuonna 2023 ja palautuvan sitten 1,0 prosenttiin vuonna 2024 sekä 1,5 prosenttiin vuonna 2025. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioihin verrattuna arviota globaalin BKT:n kasvusta on tarkistettu pienemmäksi koko arviointijaksolle (0,2 prosenttiyksikköä vuonna 2023, 0,5 prosenttiyksikköä vuonna 2024 ja 0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2025). Arvioon sisältyvät riskit painottuvat odotettua hitaamman kasvun suuntaan.

Euroalueen talous kasvoi 0,1 % vuoden 2024 toisella neljänneksellä, ja maittainen vaihtelu oli suurta. Varastojen kasvun ja vähäisemmässä määrin kotimaisen kysynnän kasvuvaikutusta kompensoi osittain nettoviennin negatiivinen kontribuutio (kuvio 4). Maltillisen kasvun taustalla oli sektorikohtaisia kasvueroja: palveluala kasvoi, kun taas tehdasteollisuus ja rakentaminen supistuivat. Lisäksi euroalueen maiden välillä oli huomattavia eroja, jotka liittyivät osittain siihen, missä määrin tavaroiden maailmankaupan vaimeneminen ja lähikontakteja sisältävien palvelujen kysynnän elpyminen vaikuttivat niihin. BKT kasvoi edellisestä vuosineljänneksestä 0,5 % Ranskassa ja 0,4 % Espanjassa, kun taas Saksassa se pysyi muuttumattomana ja supistui 0,4 % Italiassa ja 0,3 % Alankomaissa.

Kuvio 4

Euroalueen BKT ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaiikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2023 toiselta neljännekseltä.

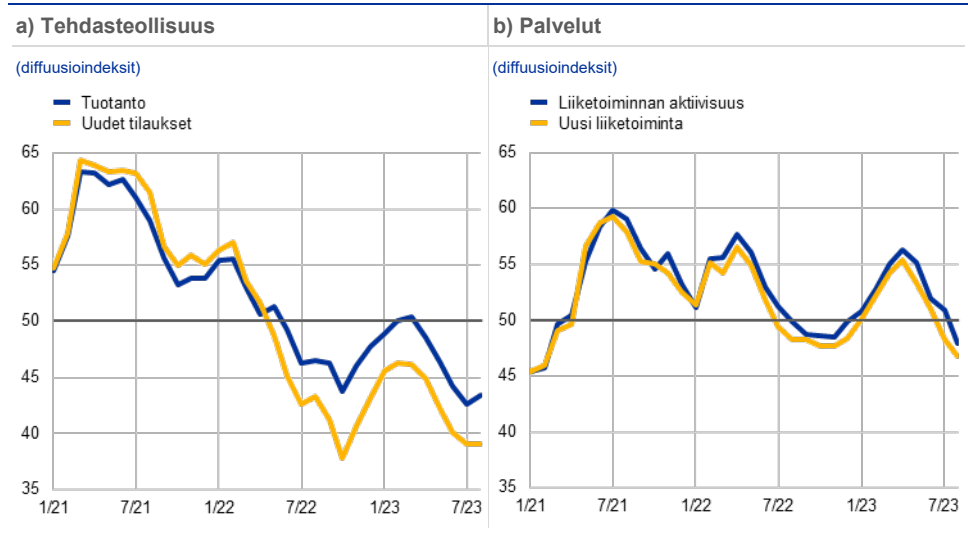
Vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä kasvun odotetaan jatkuvan heikkona.

Tuoreimmat kyselytiedot viittaavat talouskasvun pysymiseen heikkona vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä, kun tehdasteollisuuden kasvu pysyi vaimeana ja aiemmin vahvuutta osoittanut palvelusektorin kasvu hidastui. Euroalueen kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopääällikköindeksi laski heinä-elokuussa yhä kauemmaksi nollakasvua kuvaavasta 50 pisteen raja-arvosta. Tehdasteollisuuden PMI-indeksi pysyi negatiivisen kasvun alueella, sillä toimitusketjun tilanteen paranemisesta saatu kasvusysäys on tullut päätökseensä, tilauskantojen purkautuminen etenee ja uusien tilausten kertymä heikkenee (kuvio 5, kohta a). Viime kuukausien aikana heikkous kuitenkin levisi palvelusektorille, jonka PMI-indeksi putosi elokuussa nollakasvua kuvaavan raja-arvon alle (kuvio 5, kohta b). Tämä johtuu pandemian jälkeisen talouden uudelleenavautumisen palvelukysyntään aiheuttaman kasvusysäyksen hiipumisesta – tämä tekijä on viime aikoihin saakka ollut tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin kasvueron merkittävä taustatekijä.⁴ Euroopan komission talouden ilmapiiri-indikaattori ESI heikkeni edelleen elokuussa kaikilla sektoreilla viitaten kasvun heikkenemiseen kolmannella vuosineljänneksellä. Kuluttajien luottamus heikkeni hieman elokuussa, joten loppuvuonna 2022 alkanut elpyminen katkesi ja luottamus on nyt selvästi pitkän aikavälin keskiarvoaan heikompi. Tämä viittaa kotimaisen kysynnän näkyvien heikkouteen. Kaiken kaikkiaan tuoreet indikaattorit viittaavat BKT:n kasvun jatkumiseen heikkona kolmannella neljänneksellä, kun heikko ulkomainen kysyntä ja rahoitusolojen kiristyminen hidastavat euroalueen talouskasvua.

⁴ Ks. analyysi talouden uudelleenavautumisen vaikutuksista ja niiden hajonnasta eri maissa ja sektoreilla tämän *Taloussatsauksen* kehikosta "Miten talouden uudelleenavautuminen vaikutti eri maihin ja sektoreihin?"

Kuvio 5

PMI-indikaattorit eri sektoreilla



Lähde: S&P Global Market Intelligence.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2023.

Työmarkkinatilanne pysyi vahvana toisella vuosineljänneksellä, mutta työllisyyden kasvu hidastui talouskasvun heikkenemisen myötä.

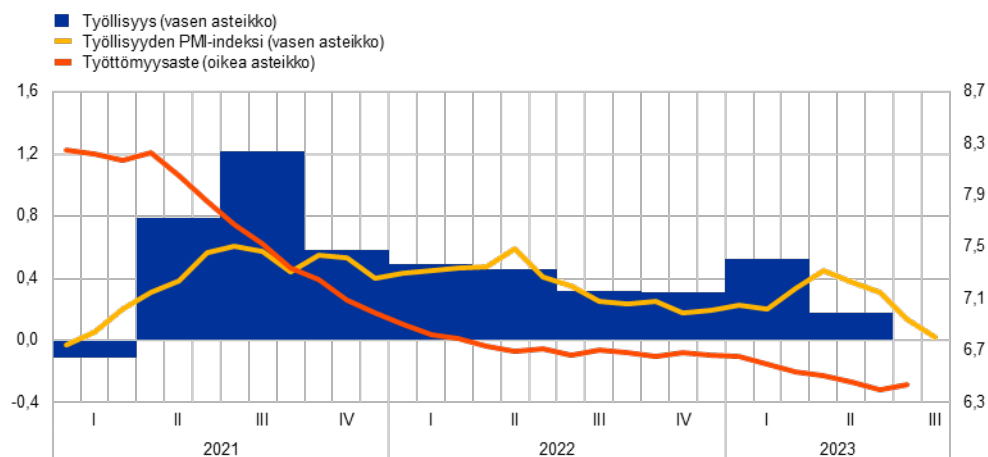
Työllisyys ja tehdyt työtunnit kasvoivat vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 0,2 %. Vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä työllisten määrä on kasvanut 3,3 % ja tehtyjen työtuntien määrä 1,9 % (kuvio 6). Sen perusteella keskimääräiset tehdyt työtunnit työntekijää kohden ovat supistuneet 1,4 %. Keskimääräisten työtuntien väheneminen johtuu muiden tekijöiden ohella työvoiman ylivoimaisuudesta (jolla tarkoitetaan sellaisen työpanoksen osuutta, jota yritys ei tarkasteluhetkellä hyödynnä täysimääräisesti tuotantoprosessissaan). Implisiittisen työvoiman arvioidaan kasvaneen tammikuusta heinäkuuhun noin 600 000 henkilöllä, joskin kasvu on hidastunut huhtikuusta saakka.⁵ Työttömyysaste oli heinäkuussa 6,4 % eli jokseenkin sama kuin kesäkuussakin ja siten edelleen alimmalla tasolla koko euron käytössä olon aikana. Työvoiman kysyntä on pysynyt vahvana ja avoimien työpaikkojen aste säilyi ennallaan verrattain vakaana 3,0 prosentissa eli 0,2 prosenttiyksilön päässä koko aikasarjan korkeimmasta tasosta.

⁵ Ks. analyysi työvoiman viimeaikaisesta kehityksestä ja sen taustatekijöistä tämän *Talouskatsauksen* kehikosta "Euroalueen työvoiman viimeaikainen kehitys ja sen taustatekijät".

Kuvio 6

Euroalueen työllisyys, työllisyyttä kuvaava PMI-indeksi ja työttömyysaste

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



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

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

Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat työllisyyden kasvun heikkenemisen jatkumiseen vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä.

Kokonaistyöllisyyttä kuvaava PMI-ostopääällikköindeksi laski heinäkuun 51,4 pisteestä elokuussa 50,2 pisteeseen. Siten se pysyi edelleen 50 pisteen yläpuolella, jota alempi arvo kuvaa työllisyyden supistumista. Indikaattori on laskenut tuntuvasti huhtikuusta, jolloin se kävi 54,5 pisteessä. Indeksien viimeaikainen lasku on ollut jyrkempää palvelusektoreilla, mutta sektorin PMI-indeksi on pysynyt positiivisella alueella, kun taas tehdasteollisuuden ja rakennusalan luvut ovat alle 50 pisteen raja-arvon. Palvelusektoreista työllisyysnäkömien heikkeneminen oli selvintä tehdasteollisuuteen kytkeytyvässä toiminnassa, kuten kuljetuksessa ja ammatillisissa palveluissa.

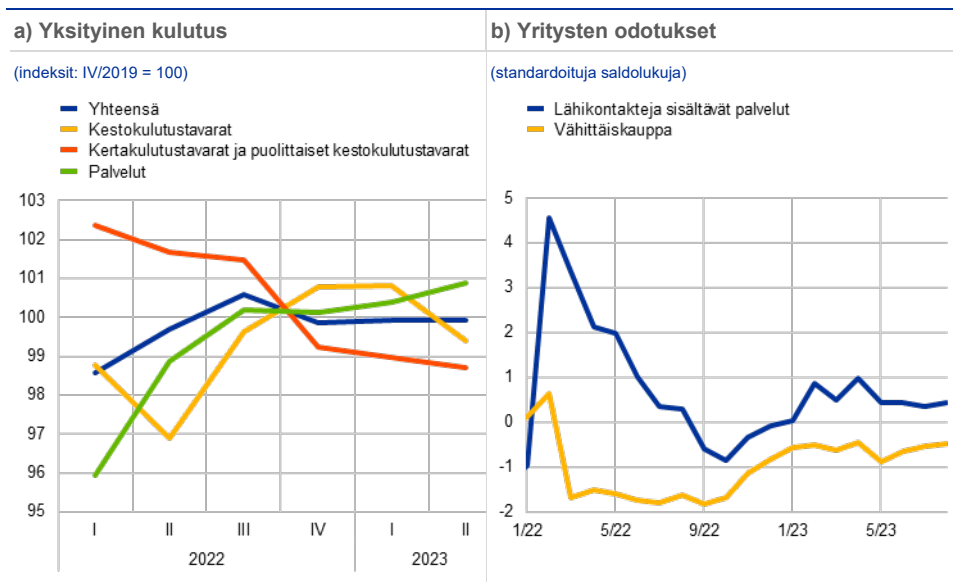
Yksityisen kulutuksen kasvu oli pysähdyksissä vuoden 2023 toisella neljänneksellä, jolloin tavarahankintojen supistuminen kompensoi palvelujen kysynnän positiivista vaikutusta (kuvio 7, kohta a).

Vähittäismyynti kasvoi vuoden 2023 toisella neljänneksellä vain 0,1 % edellisestä neljänneksestä ja supistui sitten heinäkuussa 0,2 %, kun taas henkilöautojen rekisteröinnit vähenivät toisella neljänneksellä 0,5 % mutta elpyivät 3,7 % heinäkuussa. Siinä, missä tavaroiden erityisesti kestokulutustavarojen ja elintarvikkeiden, hankinnat supistuivat, kotitalouksien palvelujen kulutus sitä vastoin kasvoi toisella neljänneksellä 0,5 %, kun se sai vielä tukea talouden uudelleen avautumisen vaikutusten rippeistä.⁶

⁶ Ks. myös tämän *Talouksatsauksen* kehikko ”Miten talouden uudelleenavautuminen vaikutti eri maihin ja sektoreihin?”

Kuvio 7

Yksityisen kulutuksen indikaattorit



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

Huom. Kohdassa a kulutuksen erät (kotimarkkinat) on sovitettu skaalaamalla yksityisen kulutuksen kokonaistasoon (kansantalous). Kohdassa b henkilökohtaiseen kanssakäymiseen perustuvien palvelujen odotettu kysyntä kolmen seuraavan kuukauden aikana on standardoitu jaksolle 2005–2019 ja vähittäiskaupan odotettu kehitys kolmen seuraavan kuukauden aikana on standardoitu jaksolle 1985–2019. Tuoreimmat havainnot kohdassa a ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä ja kohdassa b elokuulta 2023.

Siinä, missä kyselytutkimukset viittaavat tavarahankintojen heikon kysynnän jatkumiseen, lähikontakteja sisältävien palvelujen kysyntää koskevat arviot eivät ole vielä laskeneet. Euroopan komission kuluttajien luottamusindikaattori heikkeni elokuussa, jolloin loppuvuonna 2022 alkanut elpyminen keskeytyi ja indeksi jäi pitkän aikavälin keskiarvonsa alapuolelle. Tämä kuvaa yleistä talouskehitystä ja kotitalouksien omaa taloustilannetta koskevien odotusten heikkenemistä. Samaan aikaan komission indikaattorit kuluttajien suuria hankintoja koskevista odotuksista sekä vähittäiskaupan odotetusta toimeliaisuudesta pysyivät vaisuina. Sitä vastoin lähikontakteja sisältävien palvelujen odotettu kysyntä ei ole toistaiseksi heikentynyt merkittävästi toukokuun 2023 jälkeen ja oli elokuussa edelleen pitkän aikavälin keskiarvoaan vahvempi (kuvio 7, kohta b). Vastaavasti EKP:n heinäkuun kuluttajaodotusten kysely kertoi kotitalouksien ja muita suuria hankintoja koskevien odotusten heikkenemisestä ja siten viittasi kestopulutustavarahankintojen jatkumiseen heikkona, mutta lomavarausten odotettu kysyntä pysyi kuitenkin vahvana. Rahoitusolojen kiristymisen välittyminen reaalielämään todennäköisesti rajoittaisi kotitalouksien lainanottoa, ylläpitäisi korkeita säästämisen kannustimia ja pitäisi yksityisen kulutuksen lyhyellä aikavälillä vaimeana.

Yritysten investointien kasvu hidastui selvästi vuoden 2023 toisella neljänneksellä, ja niiden odotetaan supistuvan kolmannella neljänneksellä. Volatiileista Irlannin henkisten omaisuustuotteiden investoinneista puhdistetut euroalueen ei-rakennusinvestoinnit heikkenivät tuntuvasti toisella vuosineljänneksellä (neljännesvuotuinen kasvu hidastui 0,4 prosenttiin edellisen

neljänneksen 1,2 prosentista).⁷ Hidastumista tapahtui laaja-alaisesti useimmissa maissa, mutta hajonta oli investointikohteittain vaihtelevampaa, sillä kuljetuslaitteinvestoinnit elpyivät, investoinnit henkisiin omaisuustuotteisiin kasvoivat pitkän aikavälin keskiarvotasollaan ja investoinnit laitteisiin ja koneisiin (pl. kuljetus) supistuivat hieman (kuvio 8)⁸. Pääomahyödyketuotannon indikaattori vajosi elokuussa yhä syvemmälle negatiivisen kasvun alueelle, kun sekä uusien tilausten kertymä että keskeneräinen tilauskanta hupenivat. Luottamus heikkenee edelleen, ja Euroopan komission tuoreimmassa kyselyssä pääomahyödykkeiden tuottajat nimesivät kysynnän puuttumisen tuotantonsa rajoitteeksi. Näkymät ovat edelleen hyvin epävarmat. Yritysten tulostulokset elokuuhun saakka kertoivat voittotunnelmien parantuneen viime syksystä asti. Tämä indikaattori tyypillisesti kuvaa bruttotoimintaylijäämän kehitystä suhteellisen hyvin, joskin kumpaankin indikaattoriin kuuluu viivettä kaikkein tuoreimman kehityksen osalta. Samaan aikaan tarve vihreille ja digitaalisen teknologian investoinneille Next Generation EU -rahoituksen turvin sekä joidenkin sektorien ankara työvoimapula toimivat lisäkannustimena investoinneille.⁹ Samalla maailmantalouden kasvun hidastuminen ja luotto-olojen kiristyminen kuitenkin hillitsevät investointeja edelleen merkittävässä määrin.¹⁰ Tulospuhelut kertovat koetun rahoitusriskin pysyneen ennennäkemättömällä tasolla, ja kolme kertaa vuosittain toimitettavan S&P Global Business Outlook Survey -kyselytutkimuksen mukaan investoinnit supistuvat 12 seuraavan kuukauden aikana talouskasvua ja kannattavuutta koskevien odotusten heikentyessä.

⁷ Kokonaisinvestoinnit kasvoivat toisella vuosineljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat supistuneet 0,2 % pitkälti Irlannin henkisten omaisuustuotteiden investointien voimakkaampien heilahtelujen takia. Ks Irlannin volatiliiteetin pidempiaikaisesta vaikutuksesta *Talouksatsauksen 3/2023* kehikko "Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP".

⁸ Kuudesta positiivisesta kehityksestä raportoineesta euroalueen maasta vain Ranskassa kasvu ei rajoittunut ensimmäisen vuosineljänneksen notkahduksen kiinni kuromiseen.

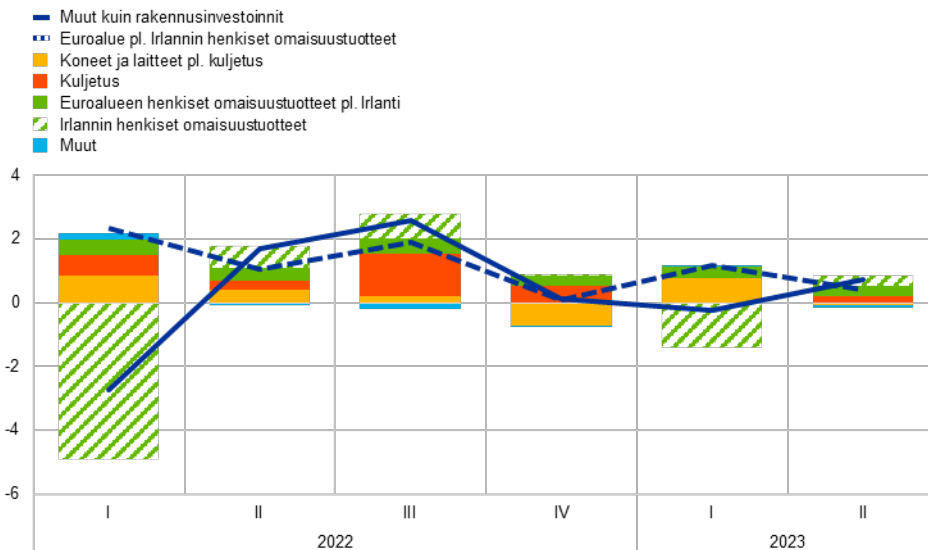
⁹ Ks. lisätietoja tulospuhelutietoja koskevasta metodologiasta *Talouksatsauksen 4/2023* kehikosta "Tulospuhelut: uutta näyttöä yritysten voitoista, investoinneista ja rahoitusoloista". Ks. ilmastonmuutoksen vaikutuksista investointeihin myös tämän *Talouksatsauksen* kehikko "Ilmastonmuutos ja euroalueen yritysten vihreät investoinnit ja rahoitus – SAFE-kyselyn tuloksia".

¹⁰ EKP:n heinäkuinen pankkien luotonantokysely ennakoii yritysten pitkäaikaisen lainatarpeen kiinteän pääoman investointeihin supistuvan edelleen kolmannella ja neljännellä vuosineljänneksellä, ja tuoreimmat euroalueen talousnäkyviä koskevat arvot ennakoivat yritysten investointien heikkenevän edelleen korkojen nousun ja siihen liittyvien luotonannon rajoitteiden takia (Ks. EKP:n verkkosivuilla 14.9.2023 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arvot").

Kuvio 8

Muut kuin rakennusinvestoinnit ja eri investointikohteiden osuudet

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaikutukset prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.
Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä.

Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat vuoden 2023 toisella neljänneksellä ja todennäköisesti supistuvat edelleen lyhyellä aikavälillä.

Asuinrakentamisinvestoinnit supistuivat vuoden 2023 toisella neljänneksellä 1,0 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat puolestaan kasvaneet 0,8 %. Lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat siihen, että kasvun supistuminen jatkuu myös seuraavilla neljänneksillä. Rakennustuotanto supistui merkittävästi kesäkuussa, mistä aiheutunee negatiivinen kasvuperintö kolmannelle neljännekselle. Lisäksi Euroopan komission indikaattori rakennustuotannon kehityksestä kolmen edeltäneen kuukauden ajalta laski heinä- ja elokuussa selvästi toisen neljänneksen keskiarvonsa alapuolelle, kun taas asuinrakentamisen PMI-indeksi putosi elokuussa entistään syvemmälle taantumaa alueelle 35,7 pisteeseen eli alimmilleen tähän saakka tänä vuonna. Asuinrakennusinvestointien heikot näkymät ovat yhdenmukaiset asuinrakennuslupien selvän laskusuuntauksen kanssa, joka näkyy entistä selvemmin myös yritysten heikkeneviä tilauskantoja koskevissa arvioissa Euroopan komission kyselyssä. Euroopan komission neljännesvuotuisessa kotitalouksien lyhyen aikavälin asunnon remontointi-, osto- tai rakennussuunnitelmia koskevassa kyselytutkimuksessa mitattu asuntomarkkinatunnelma heikkeni jonkin verran vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä. Negatiiviset tunnelmat johtuvat pääasiassa korkojen merkittävästä noususta ja sen haitallisesta vaikutuksesta asunnonostokykyyn, jota asuntojen hintojen lasku kuitenkin jossain määrin kompensoi. Asuntojen ostokyvyn heikkeneminen yhdessä pankkien asuntolainoja koskevien luotonantokriteerien kiristymisen kanssa hillitsee tällä hetkellä asuinrakennusinvestointien kehitystä.

Viennin kasvu jatkui vaimeana toisella neljänneksellä globaalien kysynnän heikkouden, euron taannoisen vahvistumisen sekä energian korkean hinnan takia. Viennin määrän neljännesvuotuinen kasvu jäi toisella neljänneksellä

negatiiviseksi, kun maailmankaupan heikkous vaimensi euroalueen tavaraviennin kehitystä. Lisäksi syyskuussa 2022 alkanut euron vahvistuminen on heikentänyt euroalueen kilpailukykyä ja energian hinnan nousu vuonna 2022 myötävaikutti viennin heikentymiseen erityisesti vientipainotteisilla sektoreilla. Samaan aikaan edellisillä vuosineljänneksillä keskeisenä viennin veturina toiminut tilauskantojen purku näyttää hiipuneen ja vientitilausten kannat ovat palautuneet pandemiaa edeltäneille tasoilleen. Viennin kasvu kääntyi hieman positiiviseksi toisella neljänneksellä pitkälti siitä syystä, että ensimmäisellä neljänneksellä nähty voimakas notkahdus vaihtui elpymiseen. Vuodentakaiseen verrattuna vienti kuitenkin supistui kotimaisen kysynnän heikentymisen takia. Kaiken kaikkiaan nettoviennillä oli negatiivinen vaikutus BKT:n kasvuun toisella neljänneksellä. Ennakoivat indikaattorit viittaavat euroalueen viennin määrän pysymiseen heikkona lyhyellä aikavälillä. Palvelujen viennin tähänastinen suhteellinen vahvuus näyttää olevan hiipumassa, sillä sektorin vientiyritykset raportoivat tilauskantojensa heikentymisestä. Tämä näyttää johtuvan lähikontakteja sisältävien palvelujen pandemian aikana patoutuneen kysynnän hiljenemisestä ja jossain määrin tehdasteollisuuden heikkenemisen heijastusvaikutuksista, sillä jälkimmäisen sektorin vientiyritykset kertoivat uusien tilausten vähentyneen edelleen.

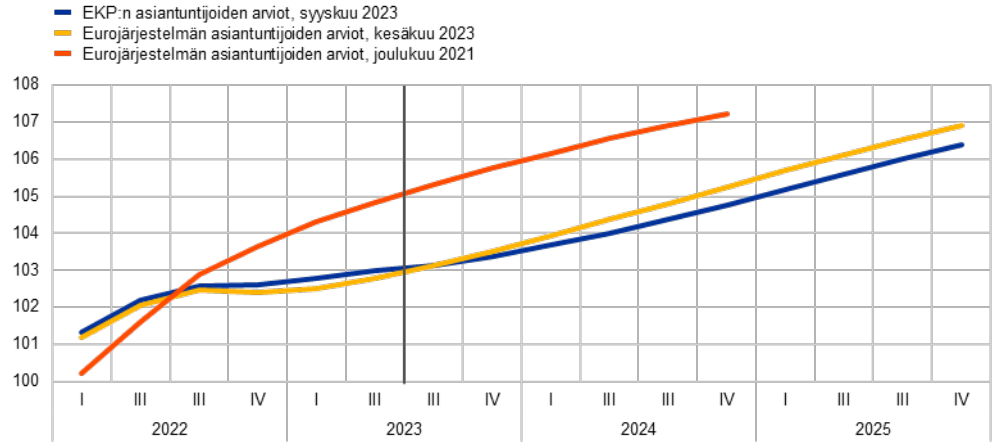
Hieman pidemmällä aikavälillä euroalueen talouskasvun odotetaan elpävän, kun se saa tukea reaalityulojen kasvusta. BKT:n kasvun odotetaan vahvistuvan sitä mukaa, kun inflaatiopaineet hellittävät ja työtulojen vahva kasvu jatkuu, mikä luo edellytykset käytettävissä olevien reaalityulojen ja yksityisen kulutuksen elpymiselle. Näiden positiivisten tekijöiden vaikutusta kuitenkin tasoittaa korkojen nousun ja luotonantajan kiristymisen vaikutusten voimistuva välittyminen reaalityalouteen.

Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuisen kasvun ennakoitaan hidastuvan 0,7 prosenttiin vuonna 2023 ja sittemmin elpävän 1,0 prosenttiin vuonna 2024 ja 1,5 prosenttiin vuonna 2025 (kuvio 9). BKT:n kasvunäkymiä on heikennetty eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioista, joihin verrattuna kasvun arvioidaan nyt hidastuvan 0,2 prosenttiyksikköä vuonna 2023, 0,5 prosenttiyksikköä vuonna 2024 ja 0,1 prosenttiyksikköä vuonna 2025. Lyhyen aikavälin kasvunäkymiä on nimittäin pienennetty merkittävästi, kun kyselyindikaattorit ovat laskussa, rahoitusolot kiristyvät – vähentäen luotonantoa – ja euron kurssi vahvistuu.

Taloukasvuun liittyvät riskit painottuvat odotettua heikomman kehityksen suuntaan. Kasvu saattaa jäädä odotettua hitaammaksi, jos rahapolitiikan vaikutukset osoittautuvat arvioitua rajummiksi tai maailmantalous heikkenee esimerkiksi Kiinan talouden hyytymisen jatkumisen takia. Sitä vastoin talous saattaa kasvaa arvioitua nopeammin, jos yritysten ja kotitalouksien luottamus tulevaisuuteen vahvistuu ja kulutus lisääntyy epävarmuuden vähenemisen, vahvan työmarkkinatilanteen ja reaalityulojen kasvun ansiosta.

Kuvio 9 Euroalueen BKT

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



Lähteet: Eurostat ja Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2023).
Huom. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua.

3 Hinnat ja kustannukset

Eurostatin pika-arvion mukaan inflaatiovauhti oli 5,3 % elokuussa 2023 eli sama kuin heinäkuussakin.¹¹ Vaikka kokonaisinflaatio pysyi elokuussa muuttumattomana, kaikkien pääerien inflaatio hidastui lukuun ottamatta energiaa, jonka muutosvauhti oli vähemmän negatiivinen kuin edelliskuussa. Inflaatio voi toteutua ennakoitua nopeampana, jos esimerkiksi energia ja elintarvikkeet uhkaisivat taas kallistua. Epäsuotuisa sää ja orastava ilmastokriisi yleisemminkin voivat nostaa elintarvikkeiden hintoja odotettua enemmän. Pohjainflaatioindikaattorit laskivat edelleen, mutta pysyivät koholla muun muassa kiristyneiden palkkapaaineiden takia. Inflaatio voisi nopeutua keskipitkälläkin aikavälillä, jos inflaatiovauhdin alettaisiin odottaa jäävän EKP:n tavoitetta nopeammaksi tai voittomarginaaleja kasvatettaisiin ja palkkoja nostettaisiin ennakoitua enemmän. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioissa euroalueen vuotuisen kokonaisinflaation arvioidaan jatkavan hidastumistaan ja olevan 5,6 % vuonna 2023 ja 3,2 % vuonna 2024 sekä 2,1 % vuonna 2025.

Yhdeksän peräkkäisen kuukauden ajan lokakuun 2022 huippulukemistaan hidastunut yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukaan laskettu YKHI-inflaatio pysyi elokuussa edelliskuukauden tasolla (kuvio 10).

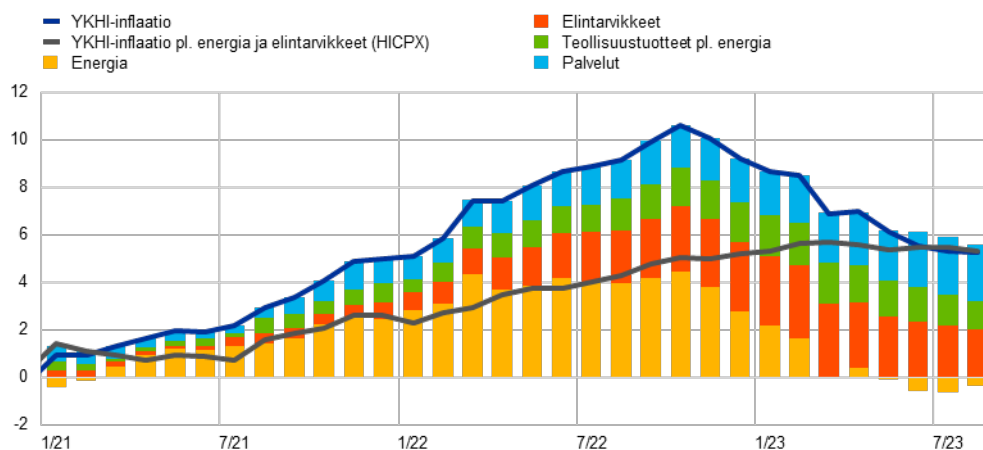
Kokonaisinflaatiovauhti pysyi ennallaan 5,3 prosentissa, kun aiempaa vähemmän negatiivinen energian inflaatio kompensoi elintarvikkeiden, muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian sekä palvelujen inflaation hidastumisen vaikutusta. Energian inflaation inflaatiovauhdin kiihtyminen heinäkuun -6,1 prosentista -3,3 prosenttiin elokuussa johtui öljyn ja vastaavasti polttoaineiden hintojen voimakkaasta noususta edelliskuun hintoihin verrattuna. Elintarvikkeiden inflaatio hidastui edelleen heinäkuun 10,8 prosentista 9,8 prosenttiin elokuussa, kun sekä jalostamattomien että jalostettujen elintarvike-erien inflaatio hidastui. Jalostettujen elintarvikkeiden inflaatio pysyi kuitenkin elokuussa kaksinumeroisena 10,4 prosentissa, sillä tuotantoketjun hintapaineiden viimeaikainen hellittäminen ei ole vielä näkynyt vähittäishinnoissa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio (HICPX) hidastui elokuussa 5,3 prosenttiin edelliskuun 5,5 prosentista, kun sen molempien pääerien eli palvelujen sekä muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian hintojen nousun hidastuttua hieman. Muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatio hidastui heinäkuun 5,0 prosentista 4,8 prosenttiin elokuussa, kun taannoiset tarjontakapeikoista ja energian hinnasta johtuneet tuotantoketjun hintapaineet hellittivät ja kysyntä heikkeni. Palvelujen inflaatio oli yleisesti sitkeämpää: 5,4 % kesäkuussa, 5,6 % heinäkuussa ja 5,5 % elokuussa. Se sai todennäköisesti vauhtia matkustamiseen ja majoitus- ja ravitsemispalveluihin liittyvistä eristä sekä nopeasta palkkojen kasvusta.

¹¹ Talouskatsauksen viimeisen aineistopäivän jälkeen Eurostatin julkistama lopullinen elokuun inflaatiovauhti oli 5,2 %.

Kuvio 10

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2023 (pika-arviot).

Vaikka pohjainflaatioindikaattorit pysyivätkin yleisesti korkeina, ne jatkoivat laskuaan, kun taannoisten energianhintaan ja tarjontakapeikkoihin sekä kysynnän ja tarjonnan kohtaanto-ongelmien vaikutukset hälvivät (kuvio 11).

YKHI-inflaatio pl. energia ja elintarvikkeet (HICPX) on saatavissa elokuulle asti, mutta muut tuoreimmat pohjainflaatioindikaattorit viittaavat heinäkuuhun.

Heinäkuussa useimpien indikaattorien vuotuinen muutosvauhti hidastui. Syklisistä YKHI-eristä koostuva vuotuinen superpohjainflaatio hidastui kesäkuun

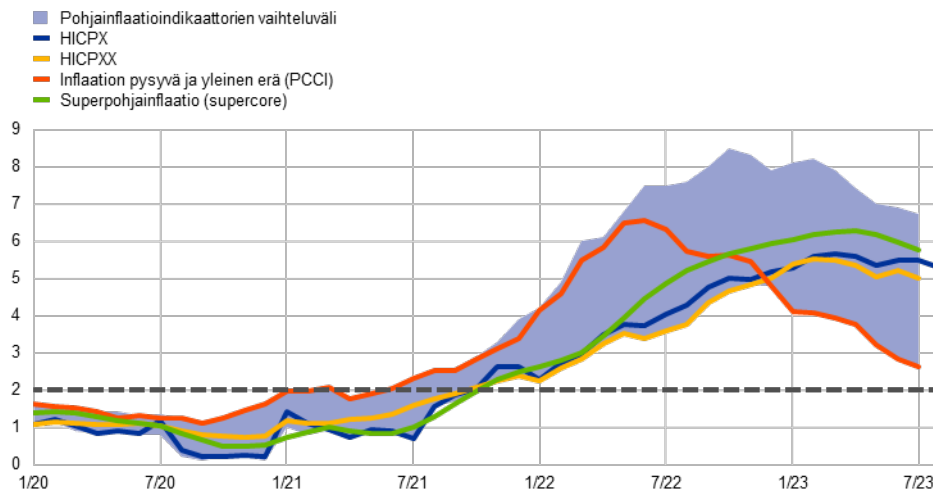
6,0 prosentista 5,8 prosenttiin heinäkuussa, ja mallipohjainen inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) laski samaan aikaan 2,8 prosentista 2,6 prosenttiin. Vaikka

indikaattorit ovat pääasiassa laskusuunnassa, pohjainflaation kehitykseen liittyy edelleen suurta epävarmuutta, mikä ilmenee niiden laajasta hajonnasta ja korkeasta tasosta.

Kuvio 11

Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjaininflaatioindikaattorien vaihteluväli sisältää seuraavat indikaattorit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX); YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja (HICPXX); YKHI:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKHI:n keskitetty keskiarvo (30 %), inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) sekä YKHI:n painotettu mediaani. Harmaa katkoviiva osoittaa EKP:n keskipitkän aikavälin kahden prosentin inflaatiotavoitetta. Tuoreimmat havainnot HICPX-inflaatiosta ovat elokuulta 2023 (pika-arvio) ja muista eristä heinäkuulta 2023.

Hinnoitteluketjun kustannuspaineet jatkoivat helpottumistaan, kun taannoisten hintasokkien kumulatiiviset vaikutukset hälventyivät edelleen (kuvio 12).

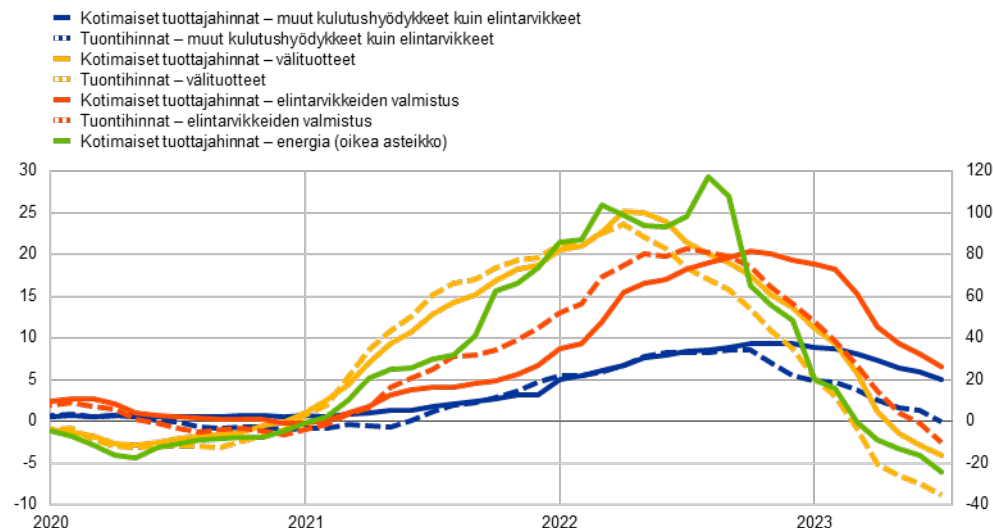
Hinnoitteluketjun alkupään hintapaineet vähenivät edelleen merkittävästi heinäkuussa. Välituotteiden kotimainen tuottajahintainflaatio on ollut negatiivinen toukokuusta saakka ja hiipui heinäkuussa -4,0 prosenttiin edelliskuun -2,8 prosentista, kun taas välituotteiden tuontihintojen vuotuinen muutosvauhti taantui -8,9 prosenttiin. Energian tuottajahintainflaatio, joka on ollut negatiivinen huhtikuusta saakka, putosi heinäkuussa -24,3 prosenttiin edelliskuun -16,5 prosentista taannoisten energianhintasokkien vaikutusten hälvenemisen myötä.

Hinnoitteluketjun loppupäässä muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio hidastui heinäkuussa 5,0 prosenttiin vahvistaen kuvaa kulutustavaroiden hintapaineiden helpottumisesta. Sama pätee kulutuselintarvike-erään, sillä jalostettujen elintarvikkeiden tuottajahintainflaatio laski heinäkuussa edelleen, joskin se pysyi edelleen korkealla 6,6 prosentin vuotuisella tasolla. Näiden erien tuontihintojen vuotuinen inflaatio hidastui lopulta negatiivisiin lukemiin heinäkuussa. Euron valuuttakurssikehitys on viime kuukausina vaikuttanut edelleen tuontihintojen kehityksen suuruuteen ja suuntaan; sen viimeaikainen vahvistuminen myötävaikutti hintapaineiden helpottumiseen.

Kuvio 12

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2023.

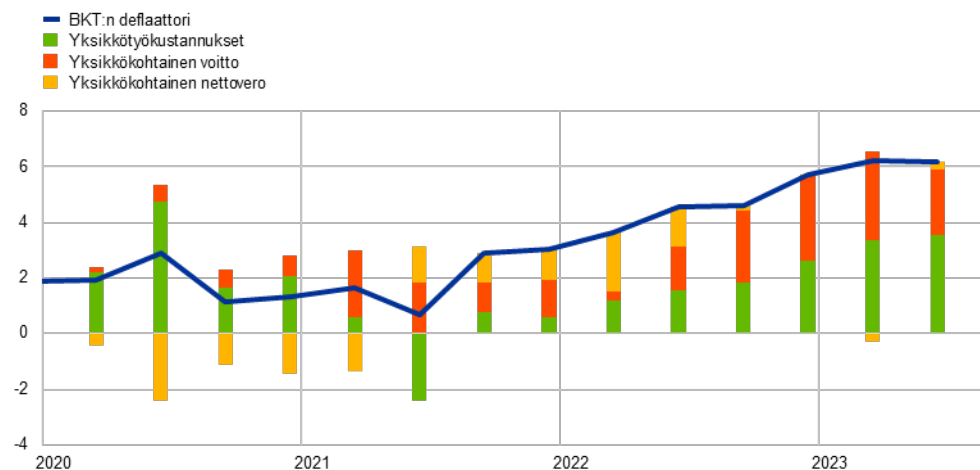
Kotimaiset hintapaineet BKT:n deflaattorin kasvulla mitattuna pysyivät ennallaan vuoden 2023 toisella neljänneksellä, kun voittojen kontribuution supistuminen kompensoi työvoimakustannusten kasvun vaikutusta (kuvio 13).

BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti oli vuoden 2023 toisella neljänneksellä 6,2 % eli sama kuin edelliselläkin neljänneksellä. Yksikkövoiton kontribuutio BKT:n deflaattoriin laski 2,3 prosenttiyksikköön edellisen neljänneksen 3,2 prosenttiyksikköstä, ja siten se kevensi voimakkaampaa yksikkötyökustannusten kasvun (3,6 prosenttiyksikköön edellisen neljänneksen 3,2:sta) sekä yksikköverojen (nettona tukien jälkeen) kasvun vaikutusta. Yksikkötyökustannusten kasvu johtui työvoiman tuottavuuden negatiivisen kasvun heikentymisestä edelleen, kun taas työvoimakustannukset työntekijää kohden kasvoivat edelleen 5,5 prosentin vauhtia vuodentakaisesta. Myös sopimuspalkkojen vuotuinen kasvu pysyi vuoden 2023 toisella neljänneksellä jokseenkin ennallaan 4,3 prosentissa, kun se oli edellisellä neljänneksellä ollut 4,4 %. Ennakoivat tiedot viimeaikaisista palkkaneuvotteluista eivät vielä tarjoa selviä merkkejä palkkojen kasvun taitumisesta.

Kuvio 13

BKT:n deflaattorin hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

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

Pidempiaikaisten inflaatio-odotusten kyselypohjaiset indikaattorit sekä riskipreemioista puhdistetut markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit pysyvät kahden prosentin tasolla. Sekä EKP:n kolmannen vuosineljänneksen

Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen että EKP:n syyskuun 2023 Survey of Monetary Analysts -kyselytutkimuksen pidemmän aikavälin inflaatiota koskeva mediaaniodotus oli 2,0 %. Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit (jotka perustuvat YKHLin pl. tupakka) nousivat kaikissa maturiteeteissa tarkastelujakson mittaan, kun energiatuotteiden hintojen nousu ja pohjainflaation sitkeys saivat markkinaosapuolet korjaamaan inflaatio-odotuksiaan aiempaa vahvemmiksi (kuvio 14). Näiden tekijöiden vaikutusta kuitenkin vaimensi euroalueen kasvunäkymien heikkeneminen tarkastelujakson loppupuolella. Loppujen lopuksi yhden vuoden eteenpäin katsova inflaatioidonnainen swapkorko vuoden päästä nousi jakson aikana 0,20 prosenttiyksikköä 2,6 prosenttiin. Termiinikäyrän pidemmässä päässä viiden vuoden inflaatioidonnainen swapkorko viiden vuoden päästä nousi 0,15 prosenttiyksikköä päätyen noin 2,6 prosenttiin, mikä oli hieman vähemmän kuin sen elokuun alussa saavuttama korkein lukema moneen vuoteen. Vaikka euroalueen pidemmän aikavälin inflaatioidonnaisten swapkorkojen kehitys seuraili Yhdysvaltojen tuotot yhdistävien vastineidensa trendiä, ne ovat edelleen historiallisesti katsoen korkeita. On kuitenkin syytä ottaa huomioon, etteivät markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit kuvaa pelkästään markkinaosapuolten aitoja inflaatio-odotuksia, vaan ne sisältävät myös inflaatoriskeitä kattavia inflaatiopreemioita. Mallipohjaiset arviot viittaavat siihen, että inflaatiopreemioiden kasvu selitti merkittävän osan markkinoilla vaaditun inflaatiokompensaation kasvusta lyhyemmissä maturiteeteissa ja suurimman osan sen kasvusta pidemmissä maturiteeteissa. Mitä taas tulee kuluttajiin, EKP:n heinäkuun 2023 kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen mukaan mediaaniodotus ensi vuoden kokonaisinflaatiosta pysyi ennallaan 3,4 prosentissa ja kolme vuotta eteenpäin katsova odotus nousi 2,3 prosentista 2,4 prosenttiin. Vaikka saman

kyselyn inflaation epävarmuuden mittarit ovat laskeneet hieman huipputasoiltaan, ne ovat edelleen varsin korkealla.

Kuvio 14

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Refinitiv, Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio osoittaa inflaatioidonnaisten koronvaihtosopimusten korot eri juoksuajoille euroalueella ja tuotot yhdistävän viiden vuoden inflaatiovauhdin viiden vuoden kulluttua Yhdysvalloissa. Tuoreimmat havainnot 13.9.2023.

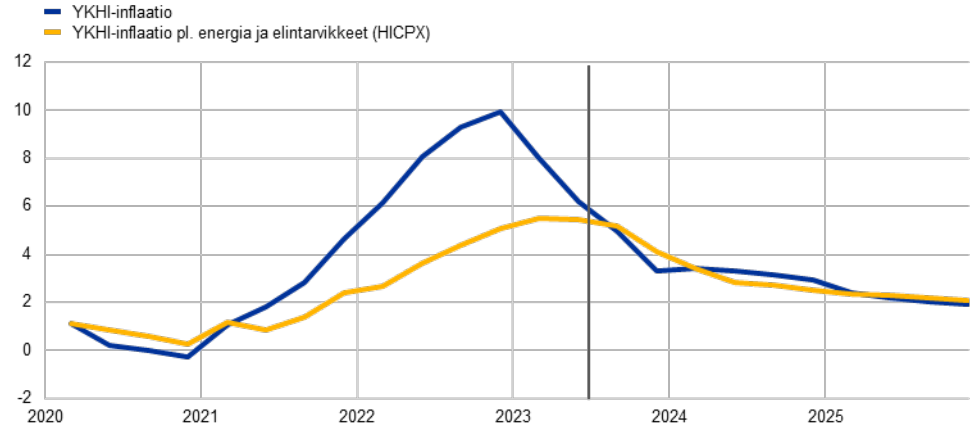
Eurojärjestelmän asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioissa euroalueen vuotuisen kokonaisinflaation arvioidaan jatkavan hidastumistaan ja olevan 5,6 % vuonna 2023 ja 3,2 % vuonna 2024 sekä 2,1 % vuonna 2025 (kuvio 15).

Inflaation asteittainen hidastuminen 2 prosentin tavoitetasoan kohti perustuu taannoisten energian hintasokkien ja muiden tarjontakapeikkojen vaikutusten hälvenemiseen ja pitkän aikavälin inflaatio-odotusten pysymiseen tavoitteen mukaisina. Inflaation kehitykseen vaikuttavat aluksi myös voimakkaan negatiiviset vertailuajankohdan vaikutukset energia- ja elintarvike-erissä. Palkkojen kasvun odotetaan hidastuvan asteittain vuoden 2023 puolivälistä lähtien mutta pysyvän kuitenkin nopeana ennustejakson ajan sekä muodostuvan ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation suurimmaksi taustatekijäksi. Palkkojen kasvun taustavoimana ovat vähimmäispalkkojen nousu ja inflaation kompensointi kireässä, joskin helpottuvassa, työmarkkinatilanteessa. Voittomarginaalit kasvoivat merkittävästi viime vuonna, ja niiden odotetaan vaimentavan työvoimakustannusten nousun välittymistä keskipitkän aikavälin loppuhintoihin. Lisäksi rahapolitiikan kiristyminen hillinnee pohjainflaatiota yhä enemmän. Kesäkuun 2023 arvioihin verrattuna kokonaisinflaatio arvioidaan nyt vuosina 2023 ja 2024 energian hintaa koskevan arvion nousun myötä 0,2 prosenttiyksikköä nopeammaksi sekä vuonna 2025 euron vahvistumisen, rahoitusolojen kiristymisen ja suhdannetilanteen heikkenemisen takia 0,1 prosenttiyksikköä hitaammaksi.

Kuvio 15

Euroalueen YKHI- ja HICPX-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja [Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot](#) (syyskuu 2023).

Huom. Pystysuora viiva osoittaa ennustejakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä (toteutuneet tiedot), ja viimeisimmät arviot koskevat vuoden 2025 viimeistä neljänneistä. Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arviot viimeisteltiin elokuun lopussa, ja niiden tekniset oletukset perustuvat 22.8.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin. Sekä historialliset että nykyiset YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot ovat neljännesvuotuisia.

4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Euroalueen rahoitusmarkkinat olivat tässä käsitellyn tarkastelujakson (15.6.–13.9.2023) päätteeksi jokseenkin ennallaan, vaikka jakson aikana vaihtelua esiintyikin. Euroalueen lyhyet korot nousivat, kun inflaatiokehitys arvioitiin nyt jonkin verran nopeammaksi ja odotukset rahapolitiikan tiukentumisesta tämän myötä vahvistuivat. Näitä odotuksia lievensivät euroalueen heikentyneet talousluvut ja maailmantalouden kasvun jonkinasteinen tasaantuminen. Niinpä tarkastelujakson lopussa euromääräisten markkinoiden lyhyen koron (€STR) aikarakennetta kuvaavan käyrän eli termiinikäyrän perusteella koron odotettiin olevan korkeimmillaan 4,0 prosentin tasolla vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä. Markkinaosapuolet siis varautuivat siihen, että rahapolitiikka vielä tiukentuu jonkin verran. Euroalueen pitkät korot nousivat inflaatiokompensaation markkinapohjaisten mittareiden myötä, joskin hieman niitä vähemmän, kun talouskasvua koskevat huolet heikensivät valtion joukkolainojen tuottoja. Valtioiden joukkolainojen tuottoerot pysyivät vakaina, vaikka makrotalouden uutiset yllättivät negatiiviseen suuntaan. Lisäksi tuottoeroihin ei juurikaan vaikuttanut EKP:n ilmoitus omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) tehtävien uudelleensijoitusten lopettamisesta heinäkuussa 2023. Yritysten high yield -luokan joukkolainojen tuottoerot levenivät hieman, mikä kuvasti tämän luokan liikkeeseenlaskijoiden suurta suhdanneriskiä. Euroalueen laajat osakemarkkinaindeksit laskivat, kun heikentyneet tulokset painoivat muiden kuin rahoitussektorin yritysten arvostuksia, vaikka pankkien osakehinnat elpyivätkin. Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui.

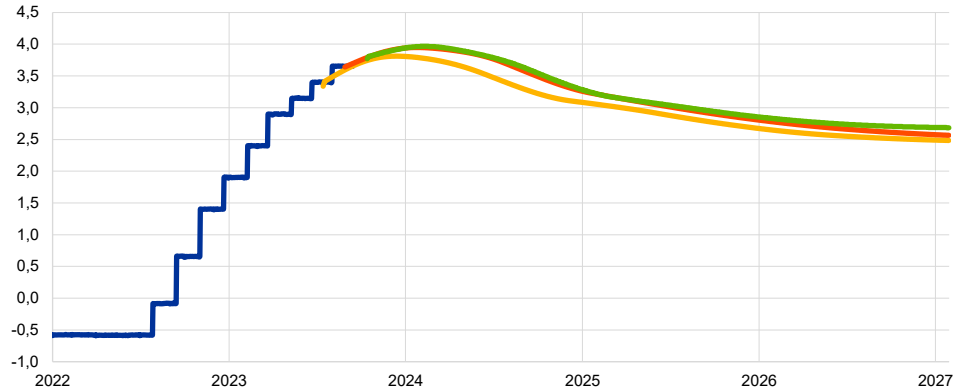
Tarkastelujakson lopussa €STR-koron termiinikäyrä oli huipussaan noin 4,0 prosentin tasolla vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä eli jonkin verran korkeammalla kuin tarkastelujakson alussa kesäkuun puolivälissä (kuvio 16). €STR-viitekorko oli tarkastelujakson aikana keskimäärin 3,5 % ja mukaili tiiviisti EKP:n talletuskoron muutoksia. EKP:n neuvosto nosti talletuskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä (3,25 prosentista 3,5 prosenttiin) 15.6.2023 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa ja sen jälkeen vielä 0,25 prosenttiyksikköä (3,5 prosentista 3,75 prosenttiin) 27.7.2023 pitämässään kokouksessa. Ylimääräinen likviditeetti väheni 463 miljardilla eurolla 3 681 miljardiin euroon, mikä johtui pääasiassa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) suoritetuista takaisinmaksuista. €STR-viitekorkoon perustuvien yli -indeksiswapkorkojen (OIS-korkojen) tuottokäyrä osoitti pitkien ja keskipitkien korkojen kohdalla, että kesäkuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen markkinaosapuolet odottivat korkojen nousevan entistä enemmän. Sitten terminikorot laskivat jonkin verran euroalueen ja koko maailman talousnäkyvien heikkenemisen myötä. Tarkastelujakson loppua kohden ne kuitenkin taas nousivat, kun rahapolitiikan tiukentumista koskevat markkinaosapuolten odotukset vahvistuivat entisestään. EKP:n heinäkuiset päätökset ohjauskorkojen nostamisesta ja vähimmäisvarantovelvoitteiden koron pitämisestä 0 prosentissa eivät vaikuttaneet terminikorkoihin merkittävästi. Tarkastelujakson loppupuolella termiinikäyrän huippu oli noin 4,0 prosentin tasolla vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä eli jonkin verran myöhemmin kuin kesäkuun puolivälin terminikorkojen mukaan. Termiinikäyrästä johdetut ohjauskorkoja koskevat odotukset mukailevat pääosin kyselytutkimuksista saatuja tietoja.

Kuvio 16

€STR-terminikorot

(vuotuisia prosentteja)

- Toteutunut €STR-korko
- €STR-koron termiinkäyrä 14.6.2023
- €STR-koron termiinkäyrä 26.7.2023
- €STR-koron termiinkäyrä 13.9.2023



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Termiinkäyrä on esimitoitu €STR-viitekorkoon perustuvien OIS-spotkorkojen perusteella.

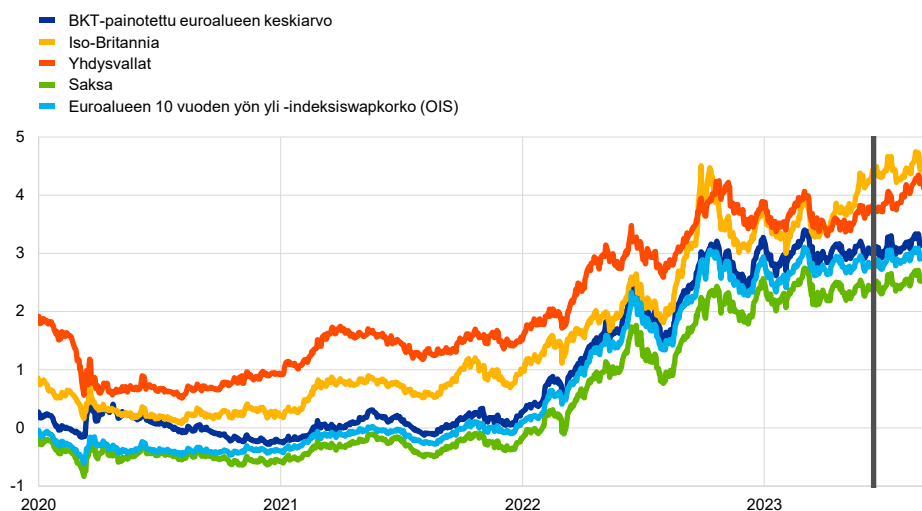
Euroalueen pitkät riskittömät korot nousivat hieman, ja niissä heijastui Yhdysvaltain vastaavien korkojen nousu vain osittain (ks. kuvio 17).

Euroalueen pitkät riskittömät korot nousivat maltillisesti: euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko nousi 0,14 prosenttiyksikköä ja oli tarkastelujaksolla noin 3,0 %. Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuotto kasvoi saman verran ja oli 3,3 %. Euroalueen pitkien korkojen kehitys noudatteli inflaatiokompensaation markkinapohjaisia mittareita, jotka nousivat pääasiassa inflaatoriskipreemion kasvun myötä (ks. osa 3). Valtion pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat Yhdysvalloissa enemmän kuin euroalueella maan suotuisampien talousnäkymien vuoksi. Talousnäkymien ero heikensi euroalueen pitkiä korkoja etenkin tarkastelujakson loppupuolella, kun aiemmin nousussa olleet korot kääntyivät laskuun negatiivisten talousuutisten vuoksi. Riskittömien korkojen tuottokäyrän käänteisyys lieveni hieman tarkastelujakson aikana, mutta se on edelleen historiallisen korkealla tasolla.

Kuvio 17

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

(vuotuisia prosentteja)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

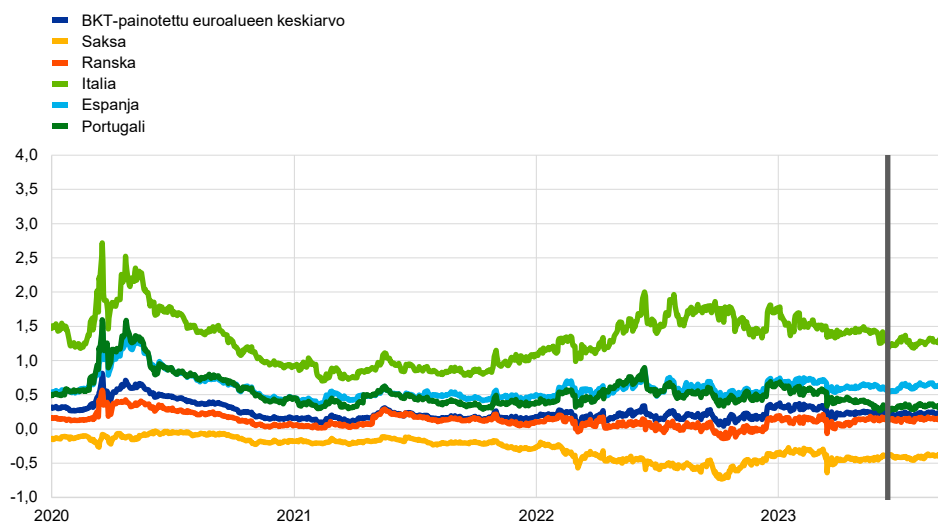
Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 15.6.2023. Tuoreimmat havainnot 13.9.2023.

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot nousivat vain hieman, vaikka talousnäkymät heikkenivät ja uudelleensijoitukset omaisuuserien ostohjelmassa (APP) päättyivät (kuvio 18). Euroalueen valtioiden joukkolainojen BKT-painotetut keskimääräiset tuottoerot €STR-viitekorkoon perustuvaan OIS-korkoon nähden nousivat tarkastelujaksolla 0,06 prosenttiyksikköä ja siten vain hieman korkeammiksi kuin ne olivat ennen EKP:n rahapolitiikan normalisoimisen aloittamista. Eri valtioiden joukkolainojen tuottoerojen kasvussa oli eroja. Suurinta se oli Italiassa (0,20 prosenttiyksikköä) ja Espanjassa (0,15 prosenttiyksikköä). Valtion joukkolainamarkkinat vaikuttivat selviävän hyvin paitsi talousnäkymien heikkenemisestä myös eurojärjestelmän entistä vähäisemmästä tuesta rahoitusmarkkinoilla. Tuottoeroihin ei kohdistunut merkittäviä nousupaineita, vaikka uudelleensijoitukset omaisuuserien ostohjelmassa päättyivät heinäkuussa ja likviditeettitilanteessa oli kesäkaudelle tyypillinen aallonpohja. Tämä viittaa siihen, että yksityiset sijoittajat ostavat edelleen suuremmista vaikeuksista niitä velkakirjoja, joita eurojärjestelmä ei enää osta.

Kuvio 18

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

(prosenttiyksikköjä)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 15.6.2023. Tuoreimmat havainnot 13.9.2023.

Yritysten joukkolainojen tuottoerot levenivät hieman euroalueen talouden heikkenemisen myötä.

Muiden yritysten kuin rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien high yield -luokan joukkolainojen tuottoerot kasvoivat 0,05 prosenttiyksikköä. Sitä vastoin rahoitusalan yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerot kapenivat. Tämä kertoo siitä, että talousnäkymien heikentyminen vaikuttaa voimakkaammin suurempiriskisiin yrityksiin kuin rahoitusalan yrityksiin, sillä jälkimmäiset hyötyvät edelleen korkojen noususta. High yield -luokkaan kuuluvien yritysten bruttomääräinen joukkolainojen liikkeeseenlasku pysyi vaimeana, kun taas investointiluokan yrityksillä liikkeeseenlaskut jatkuivat aiempien vuosien tahtiin heijastellen luottoluokitusta vastaavaa tuottoerojen kehitystä.

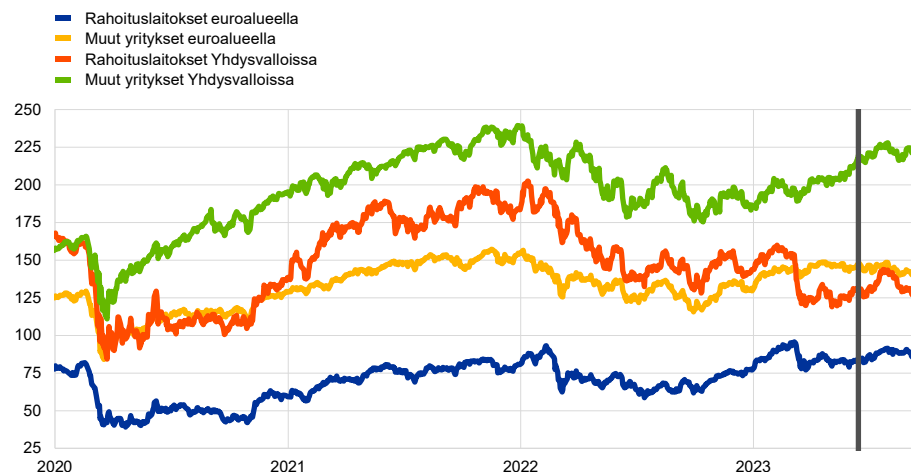
Euroalueen osakehinnat laskivat tarkastelujakson aikana, kun heikentyneet tulosennusteet painoivat muiden kuin rahoitussektorin yritysten arvostuksia osakemarkkinoilla (ks. kuvio 19).

Laajat osakeindeksit laskivat euroalueella tarkastelujakson aikana 2,9 %, kun ne Yhdysvalloissa nousivat 1,1 %. Euroalueen heikomman kehityksen taustalla on muiden kuin rahoitussektorin yritysten osakekurssien laskeminen. Se johtui negatiivisista tulosuutisista ja tulosennusteiden muuttumisesta ennakoitua huonompaan suuntaan. Näistä yrityksistä osakehinnat laskivat eniten harkinnanvaraisen kulutuksen, teollisuuden ja teknologian toimialoilla, joihin euroalueen ja koko maailman talousnäkymien heikkeneminen vaikutti voimakkaasti. Sitä vastoin euroalueen pankkien osakekurssit nousivat 3,9 % ja kehittivät näin Yhdysvaltain vastaavia kurssseja paremmin.

Kuvio 19

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2016 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

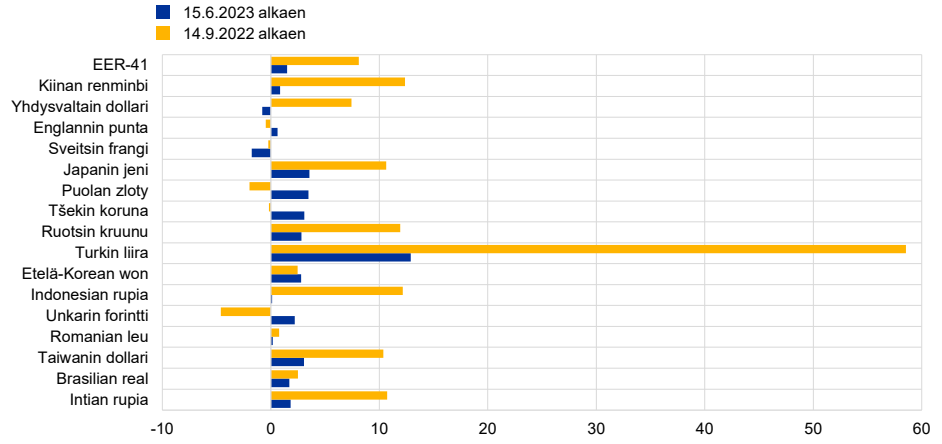
Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 15.6.2023. Tuoreimmat havainnot 13.9.2023.

Euron kauppapainotteinen kurssi vahvistui yleisesti valuuttamarkkinoilla, vaikka heikkenikin hieman Yhdysvaltain dollariin nähden (kuvio 20). Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 41 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui tarkastelujaksolla hieman (1,5 %). Tärkeimmistä valuutoista euron kahdenvälinen kurssi Yhdysvaltain dollariin nähden heikkeni hieman (0,8 %), koska Yhdysvalloissa talouskehityksestä on viime aikoina saatu positiivisempia uutisia kuin euroalueella. Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi siis vahvistui, kun sen arvo nousi useimpiin muihin valuuttoihin nähden. Euro vahvistui Japanin jeniin (3,5 %) ja Kiinan renminbiin (0,8 %) nähden, kun Kiinassa toteutettiin rahapolitiikkatoimia maan kasvunäkymien heikkenemisen vuoksi laskupaineisiin joutuneen valuutan vahvistamiseksi. Tarkastelujakson aikana euro vahvistui myös Turkin liiraan nähden (12,9 %), mutta viime viikkoina se on pysynyt ennallaan Turkin keskuspankin nostettua ohjauskorkojaan.

Kuvio 20

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP.

Huom. EER-41 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 41 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 13.9.2023 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

EKP:n rahapolitiikan tiukennukset ovat edelleen välittyneet vahvasti laajempiin rahoitusoloihin. Pankkien varainhankintakustannukset jatkoivat kasvuaan, kun talletuskorot nousivat ja ylimääräistä likviditeettiä purettiin edelleen. Heinäkuussa 2023 myös pankkien antolainauskorot nousivat entisestään. Yrityslainojen korot nousivat ylimmilleen sitten vuoden 2008 ja kotitalouksille suunnattujen lainojen korot ylimmilleen sitten vuoden 2012. Aikavälillä 15.6.–13.9.2023 sekä yritysten markkinaehtoisien velkarahoituksen että erityisesti osakerahoituksen kustannukset kasvoivat. Pankkien yrityksille ja kotitalouksille suunnatun antolainauksen kehitys jatkui heinäkuussa heikkona, minkä taustalla olivat antolainauskorkojen nousu, lainakysynnän supistuminen suunniteltujen menojen leikkausten ja luotonantokriteerien tiukentumisen myötä sekä jakamattomien voittojen vankka kehitys. Heinäkuuhun mennessä raha-aggregaattien supistuminen kiihtyi kaikkien aikojen nopeimpaan vuositahtiinsa, kun luotonannon kasvu pysyi vaimeana ja eurojärjestelmän tase supistui.

Talletuskorkojen nousun jatkuessa euroalueen pankkien

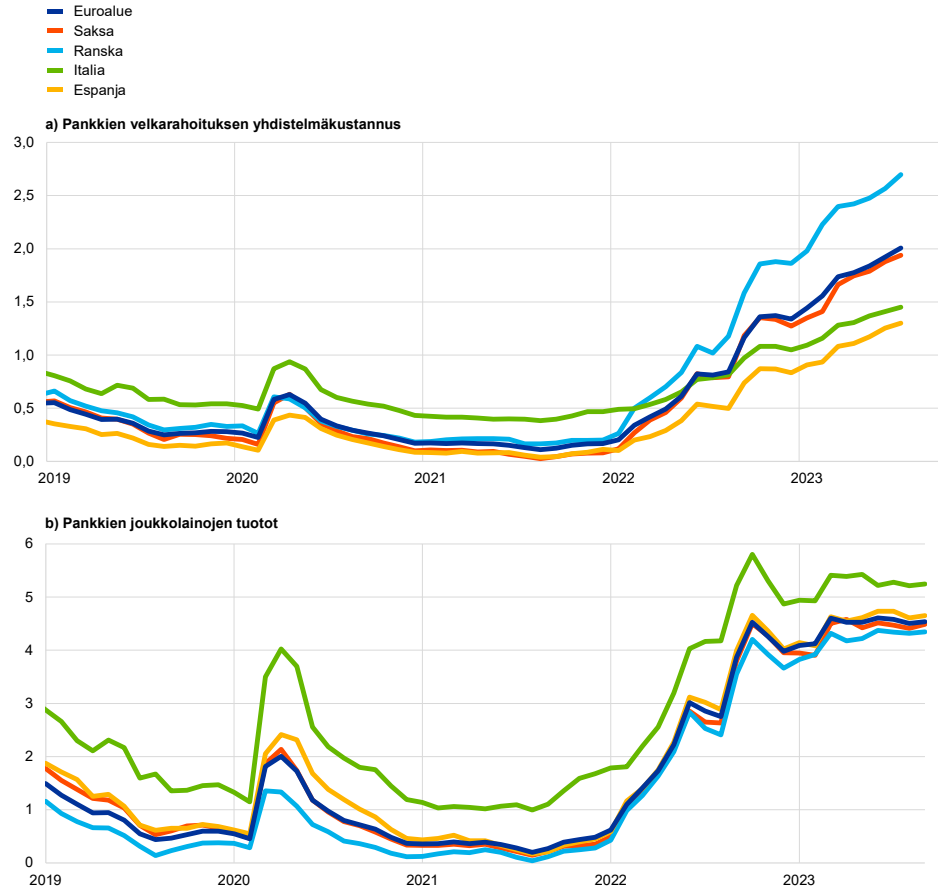
varainhankintakustannukset kasvoivat edelleen. Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkulutus kasvoi heinäkuussa 2023 edelleen ja ylsi suurimmalle tasolle yli kymmeneen vuoteen (kuvion 21 kohta a). Kasvun taustalla on pääosin talletuskorkojen nousu, sillä pankkien joukkolainojen tuotot pysyivät kutakuinkin vakaina ja kehittyivät pitempien riskittömien korkojen tavoin (kuvion 21 kohta b).¹² Talletuskorot nousivat edelleen tasaisesti, joskin nousussa oli vaihtelua eri instrumenttien ja sektorien välillä (eli yritysten talletuskorot olivat korkeammat kuin kotitalouksien). Tallettajat ovat reagoineet määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten välisen korkoeron kasvuun siirtämällä varojaan yön yli -talletuksista määräaikaisiin talletuksiin ja muihin korkeakorkoisempiin instrumentteihin. EKP:n ohjauksokorkojen nostojen välittyminen talletuskorkoihin on vaihdellut huomattavasti eri pankkien välillä. Tämä on vuorostaan aiheuttanut talletusten uudelleenjakoa pankkien välillä. Säästäjät ovat siirtäneet talletuksiaan vähätuottoisemmista pankeista sellaisiin pankkeihin, jotka ovat nostaneet talletuskorkojaan ripeämmin. Pankkien joukkolainoja, joiden korot ovat talletuskorkoja ja EKP:n ohjauksokorkoja korkeammat, on laskettu liikkeeseen syyskuusta 2022 alkaen yhä enemmän samaan aikaan, kun kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (TLTRO-operaatiot) päättyivät ja yön yli -talletusten suosio on vähentynyt. TLTRO-operaatioiden meneillään oleva purkamisen, joka edisti myös ylimääräisen likviditeetin vähentämistä tilanteessa, jossa likviditeettiä on edelleen runsaasti, on saanut pankit turvautumaan entistä enemmän velkapapereihin ja rahamarkkinainstrumentteihin sekä kilpailemaan aktiivisemmin talletuksista.

¹² Jos pankkien varainhankinnan yhdistelmäkulutusten laskelmaan olisi sisällytetty myös pankkien välisen lainanoton kustannuksen kasvu, varainhankintakustannukset olisivat kokonaisuudessaan kasvaneet vieläkin jyrkemmin koronnoisujaksun alusta alkaen, joskin ne olisivat lähteneet alhaisemmalta tasolta.

Kuvio 21

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 2023 pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen osalta ja 13.9.2023 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta.

Pankkien taseet ovat olleet yleisesti vankkoja talustilanteen heikkenemisestä huolimatta. Vuoden 2023 alkukuukausina pankit kasvattivat edelleen

pääomapuskureitaan huolimatta entistä suuremmista pääomanpalautuksista (ks. kehikko 7), ja tuoreimman stressitestin tulokset ovat vahvistaneet, että euroalueen pankit selviytyvät rahoitus- ja talousoikeista epäsuotuisassa skenaariossa. Pankkijärjestelmän hyvät pääomapuskurit ovat keskeinen keino taata luoton kestävä tarjonta reaali taloudelle asianmukaisin ehdoin. Vaikka pankkien varainhankintakustannukset kasvoivat ja antolainausvolyymit supistuivat, pankkien kannattavuus sai tukea nettokorkomarginaalien kasvusta vuoden 2023 alussa. Samaan aikaan pankkien järjestämättömien lainojen osuudet kasvoivat hieman talousnäkyvien heikentyessä, mutta luottotappiovarausten kustannukset pysyivät hallittuina.

Korkojen nousu on ollut nopeampaa kuin aiemmillä nousujaksoilla, mikä johtuu lähinnä ohjaukorkojen nopeammasta nostotahdistista. EKP:n ohjaukorkot

ovat lyhyessä ajassa nousseet huomattavasti eli yhteensä 4,25 prosenttiyksikköä heinäkuusta 2022 syyskuun 13. päivään 2023 asti. EKP:n ohjaukskorkeiden nousut välittyvät pankkien luotonantoehtoihin siten, että lainakorot nousevat ja luotonantokriteerit tiukentuvat. Antolainauskorkeiden nousu on voimakkaampaa yrityksille kuin kotitalouksille suunnatuissa lainoissa sekä maittain (kuvio 22) että koronmääräytymisjaksoittain tarkasteltuna. Pankkien yrityksille myöntämien uusien lainojen korot nousivat heinäkuussa 4,93 prosenttiin, joka on korkein taso vuoden 2008 lopun jälkeen. Kesäkuussa 2023 sama keskimarkkinakorko oli 4,78 %, ja kesäkuussa 2022, ennen kuin EKP alkoi nostaa ohjaukskorkeitaan, se oli 1,83 %. Lainakorkeiden nousu oli yleistä, ja suurimmat nousut keskittyivät lainoihin, joiden koronmääräytymisjakso oli yhtä vuotta pitempi. Nousussa oli jonkin verran vaihtelua maiden välillä. Pankkien euroalueen yrityksille suuntaamien pienten ja suurten lainojen välinen korkoero kasvoi heinäkuussa jonkin verran (0,48 prosenttiyksikköön), joskin historiallisessa katsannossa se on pysynyt vakaana alhaisella tasolla ja siinä on ollut jonkin verran vaihtelua maiden kesken. Heinäkuussa pankkien myöntämien uusien asuntolainojen korot nousivat nekin korkeimmalle tasolle tammikuun 2012 jälkeen eli 3,75 prosenttiin, kun ne olivat olleet 1,97 % kesäkuussa 2022 ja 3,70 % kesäkuussa 2023. Heinäkuinen koronnousu johtui kiinteäkorkoisten asuntolainojen ja erityisesti joustavakorkoisten asuntolainojen korkeiden noususta, ja siinä oli jonkin verran eroa eri maiden välillä. EKP:n heinäkuussa 2023 tekemän [kuluttajaodotuskyselyn](#) tulosten perusteella kuluttajat odottavat asuntolainakorkeiden vakautuvan seuraavan vuoden aikana hieman nykytasoaan korkeammalle tasolle, missä mahdollisesti näkyy jo pitkään kestänyt rahapolitiikan kiristymisjakso. Samalla ajanjaksolla suuri netto-osuus kyselyn vastaajista piti luotonantokriteereitä tiukkoina ja odotti asuntolainojen saamisen vaikeutuvan.

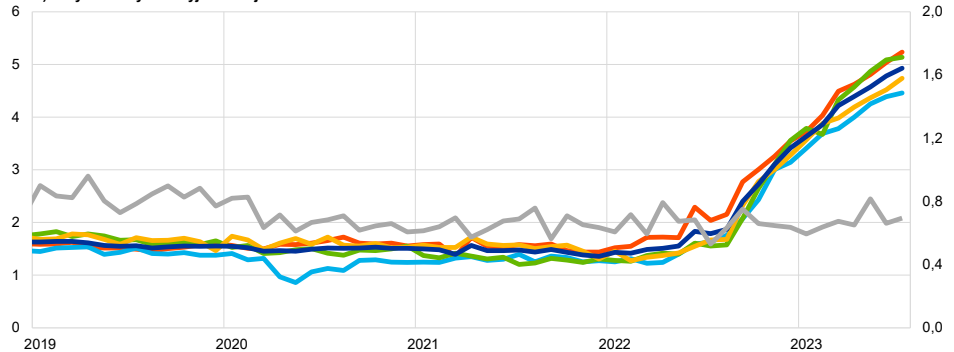
Kuvio 22

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin maissa

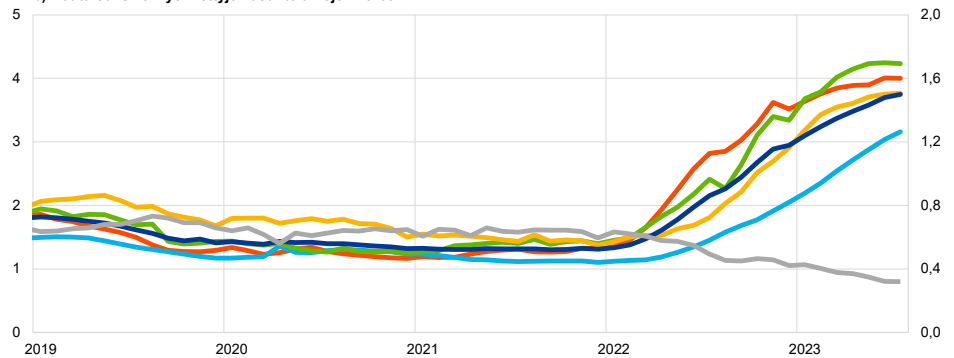
(prosentteja vuositasolla; keskihajonta)



a) Yrityksille myönnettyjen lainojen korot



b) Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen korot



Lähde: EKP.

Huom. Pankkien yrityksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot lasketaan lyhyt- ja pitkäaikaisten korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2023.

Aikavälillä 15.6.–13.9.2023 sekä yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen että erityisesti osakerahoituksen kustannukset kasvoivat.

Heinäkuussa 2023 yritysten rahoituksen kokonaiskustannus eli pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen yhdistelmäkustannus oli 6,2 % eli kutakuinkin samalla tasolla kuin edellisessä kuussa (kuvio 23).¹³ Tämä johtui siitä, että sekä lyhyt- että pitkäaikaisen pankkilainanoton kustannuksen kasvua tasoitti osakerahoituksen ja markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannusten supistuminen kesäkuun lopusta heinäkuun loppuun. Näin ollen rahoituksen kokonaiskustannus pysyi heinäkuussa lähellä syyskuun 2022 korkeaa tasoa, jolla se oli sitä ennen ollut vuoden 2011 lopussa.¹⁴ Tarkastelujakson aikana (eli 13.9.2023 asti) sekä markkinaehtoisen velkarahoituksen että osakerahoituksen kustannukset kasvoivat.

¹³ Pankkilainanoton kustannuksesta saatavien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannuksesta on saatavilla tietoja vain heinäkuuhun 2023 asti.

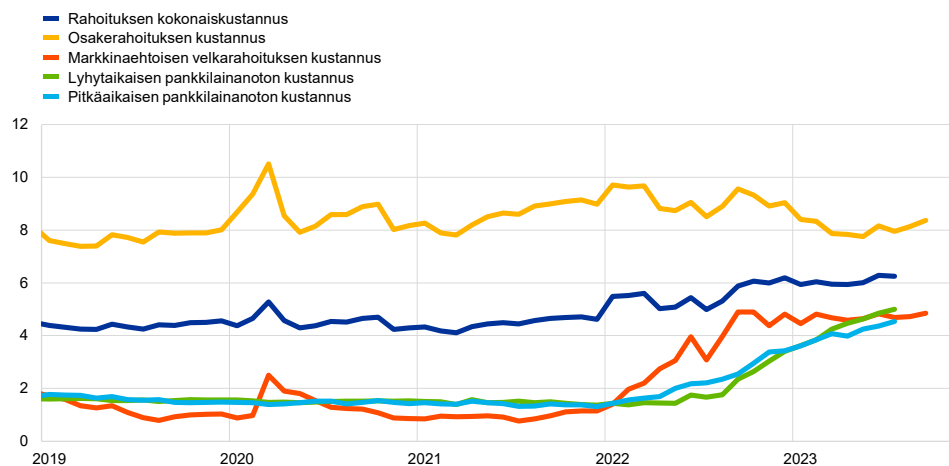
¹⁴ Rahoituskustannuksen vaikutuksesta euroalueen yritysten investointeihin luonnonriskeiltä suojautumiseksi tai tiukempiin ilmastonormeihin mukautumiseksi ks. tämän *Talouskatsauksen* kehikko 5.

Markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen kasvu johtui riskittömien korkojen noususta sekä muiden yritysten kuin rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerojen lievästä kasvusta high yield -segmentissä (ks. osa 4). Riskittömän koron (jota edustaa 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko) nousu yhdessä osakerahoituksen riskipreemion vahvistumisen kanssa sai osakerahoituksen kustannuksen huomattavaan kasvuun tarkastelujaksolla.

Kuvio 23

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(prosentteja vuositasona)



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

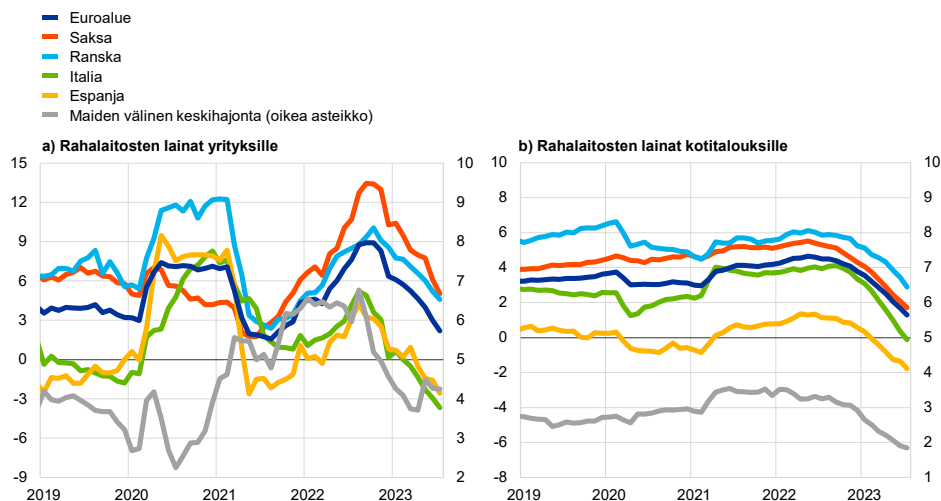
Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu kuukausittaisista tiedoista pankkilainanoton (kuukausikeskiarvot), markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen (kuukausittaiset tiedot) kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrin perusteella. Tuoreimmat havainnot on päivätty 13.9.2023 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen ja osakerahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistiedot) sekä kesäkuussa 2023 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille hidastui edelleen heinäkuussa lainakorkojen noustessa, lainakysynnän heikentyessä ja luotonantokriteerien tiukentuessa. Yrityksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti hidastui heinäkuussa 2,2 prosenttiin, kun se kesäkuussa oli 3,0 %, ja sai edelleen tukea vertailuajankohdan vaikutuksista (kuvion 24 kohta a). Hidastuminen ulottui euroalueen suurimpiin talouksiin hieman vaihdellen maittain, ja sen taustalla oli lainakysynnän vahva supistuminen, joka johtui osittain lainakorkojen noususta ja siihen liittyvistä suunniteltujen menojen leikkauksista sekä luotonantokriteerien tiukentumisesta edelleen. Yritysten lainakannan kasvu on pysynyt kuukausitasolla lähellä nolaa marraskuusta 2022 asti, ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen kannan kasvuvauhti on ollut negatiivinen toukokuusta 2023 asti. Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti hidastui kesäkuun 1,7 prosentista 1,3 prosenttiin heinäkuussa (kuvion 24 kohta b) asuntomarkkinoiden näkymien heikentyessä, pankkien luotonantokriteerien kiristyessä edelleen ja lainakorkojen noustessa. Hidastumiseen vaikuttivat kaikki erät eli asuntolainat, kulutusluotot ja yksinyrittäjille suunnatut lainat. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen kannan nettokasvu kuukausitasolla oli negatiivinen kolmatta kuukautta peräkkäin, ja näin ollen lyhytaikaisten lainojen kolmen kuukauden kasvuvauhti on sekin nyt vuositasona hidastunut -0,8 prosenttiin eli alimmalle tasolle sitten euroalueen perustamisen.

Kuvio 24

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(prosenttimuutokset vuositasona; keskihajonta)



Lähde: EKP.

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

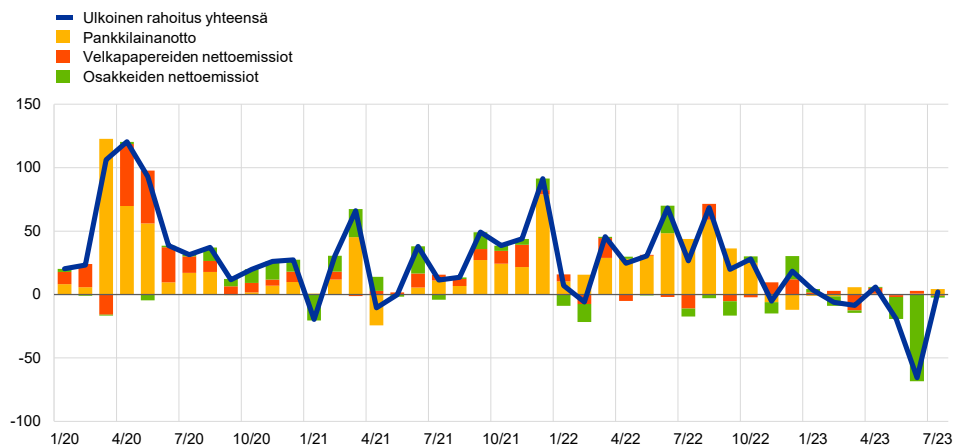
Euroalueen yritysten nettomääräisen ulkoisen rahoituksen kasvu hidastui vuoden 2023 toisella neljänneksellä edelleen ja lähes pysähtyi heinäkuussa, mihin oli yhtenä syynä yritysten rahoitustarpeiden väheneminen.

Nettomääräisen ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti hidastui heinäkuussa 0,3 prosenttiin oltuaan 1,8 % huhtikuussa 2023 (kuvio 25). Tällä aikavälillä lainakannan kasvu oli lähellä nollaa, minkä taustalla olivat yritysten rahoitustarpeiden väheneminen taloudellisen toimeliaisuuden heikentyessä, jakamattomien voittojen vankka kasvu, antolainauskorkojen jatkuva nousu ja pankkien luotonantokriteerien kiristyminen. Velkapapereiden nettomääräisen liikkeeseenlaskun kasvu pysähtyi sekin bruttomääräisen liikkeeseenlaskun jatkuessa ennallaan ja lunastusten pysyessä samansuuruisina. Osakkeiden nettomääräinen liikkeeseenlasku oli vaimeaa, ja sen kasvu hidastui negatiiviseksi touko–kesäkuussa kertaluonteisten tekijöiden vaikutuksesta (mm. monikansallisen yhtiön osakkeiden takaisinosto ja toisen suuryhtiön kansallistaminen). Yleisemmin ottaen toimintaa listautumisantien sekä fuusioiden ja yritysostojen alalla on ollut niukasti vuodesta 2022 asti.

Kuvio 25

Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(kuukausitasolla, mrd. euroa)



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

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

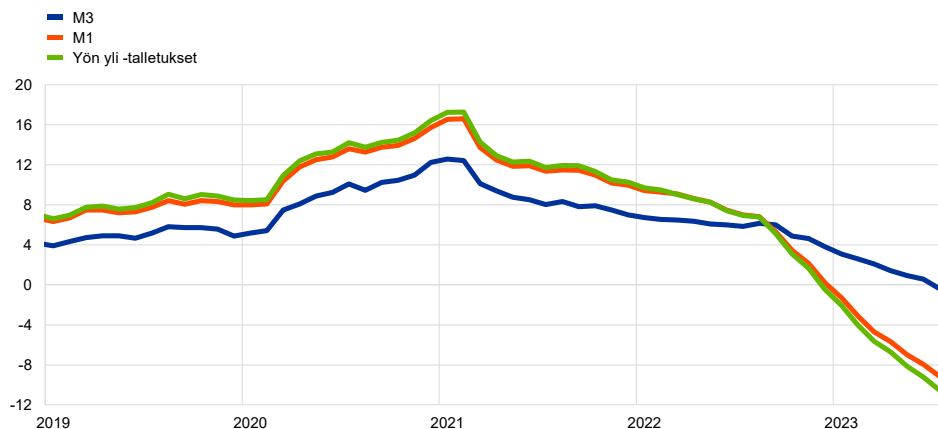
Yön yli -talletukset supistuivat edelleen heinäkuussa, kun varoja siirrettiin korkeakorkoisempiin instrumentteihin.

Yön yli -talletusten kasvuvauhti oli kesäkuussa hidastunut vuositasolla 9,2 %, ja hidastuminen jatkui heinäkuussa, jolloin vuotuinen kasvuvauhti laski -10,5 prosenttiin. Tämä pudotus oli suurin sitten talous- ja rahaliiton käynnistymisen vuonna 1999 (kuvio 26). Korkojen noususta huolimatta määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten välinen tuottoero on kasvanut edelleen, mikä on kasvattanut likvidien varojen hallussapidon vaihtoehtoiskustannusta ja pitänyt yllä varojen jatkuvaa siirtämistä yön yli -talletuksista määräaikaistalletuksiin. Tässä kehityksessä näkyy se, että yön yli -talletusten korot ovat mukautuneet ohjauskorkojen muutoksiin hitaammin kuin määräaikaistalletusten korot. Tämä suuri tuottoero toimii kotitalouksille ja yrityksille vahvana kannustimena varojen siirtämiseen yön yli -talletuksista ja irtisanomisehtoisista talletuksista määräaikaistalletuksiin. EKP:n rahapolitiikan kiristyminen on ollut nopeampaa kuin aikaisemmilla kiristymisjaksoilla, ja tämä selittää uudelleen kohdennettujen varojen poikkeuksellisen suuret volyymit.

Kuvio 26

M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen kasvuvauhti, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2023.

Heinäkuuhun 2023 mennessä raha-aggregaattien supistuminen kiihtyi kaikkien aikojen nopeimpaan vuositahhtiinsa, kun luotonannon kasvu pysyi vaimeana ja eurojärjestelmän tase supistui. Euroalueen suppean raha-aggregaatin (M1) kasvu supistui enemmän kuin koskaan koko historiansa aikana: kesäkuussa 8,2 % ja heinäkuussa vielä 9,2 %. Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvuvauhti euroalueella muuttui negatiiviseksi ensimmäistä kertaa helmikuun 2010 jälkeen, ja oltuaan kesäkuussa 0,6 % se oli heinäkuussa -0,4 % eli alimmillaan koko talous- ja rahaliiton olemassaoloaikana. Tämä M3:n vuotuisen kasvuvauhdin jyrkkä hidastuminen johtui suuresta kuukausitason supistumisesta ja vertailuajankohdan vaikutuksista. Kuukausitasolla jatkuvien supistumisten taustalla on ollut useita eri tekijöitä. Ensinnäkin yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen vaikutus rahan määrän kehitykseen on viime kuukausina laskenut nolnaan. Toiseksi omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksetun pääoman uudelleensijoittamiset päättyivät heinäkuussa 2023, mistä on seurannut eurojärjestelmän sijoitussalkun pieneneminen, joten likviditeettiä on poistunut rahoitusjärjestelmästä. Lisäksi talletusten korvaaminen pitkäaikaisilla joukkolainoilla pankkien varainhankinnassa on osaltaan pitänyt M3:n kasvun negatiivisena. Rahan sisäänvirtaus euroalueen ulkopuolelta on kuitenkin toistaiseksi jossakin määrin pehmentänyt muiden tekijöiden negatiivista vaikutusta. Tässä sisäänvirtauksessa näkyy se, että ulkomaiset sijoittajat suosivat euroalueen arvopapereita niiden suhteellisen houkuttelevien tuottojen ja vähäiseksi arvioidun riskitason vuoksi. Ilman tätä ulkomaisten sijoittajien tuomaa piristysruisketta rahan määrän kasvuvauhti euroalueella olisi ollut vielä vahvemmin negatiivinen.

Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä kohenee jonkin verran vuosina 2023 ja 2024 mutta heikkenee hieman vuonna 2025. Euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan kutakuinkin neutraalia vuonna 2023, kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja palaavan jokseenkin neutraaliksi vuonna 2025. Kumulatiivisesti tarkasteltuna finanssipolitiikka kiristyy arviointijakson aikana jonkin verran. BKT:hen suhteutetun euroalueen julkisen velan arvioidaan supistuvan 91 prosentista vuonna 2022 noin 88 prosenttiin vuonna 2025, mutta pysyvän selvästi pandemiaa edeltänyttä tasoaan korkeampana. Energiakriisin väistyessä valtioiden pitäisi edelleen purkaa siihen liittyneitä tukitoimiaan ripeästi yhtenäisin toimin, jotta inflaatiopaineet eivät kasvaisi keskipitkällä aikavälillä, mikä vaatisi voimakkaampia rahapolitiittisia toimia. Finanssipolitiikalla olisi pyrittävä kasvattamaan euroalueen talouden tuottavuutta ja supistamaan vähitellen suurta julkista velkaa. EKP kehotti 5.7.2023 julkaistussa lausunnossaan Euroopan unionin lainsäätäjiä sopimaan EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamisesta mahdollisimman pian ja viimeistään vuoden 2023 loppuun mennessä.

Euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän ennakoidaan kohenevan jonkin verran vuosina 2023 ja 2024 mutta heikkenevän lievästi vuonna 2025.¹⁵ Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan tarkemmin

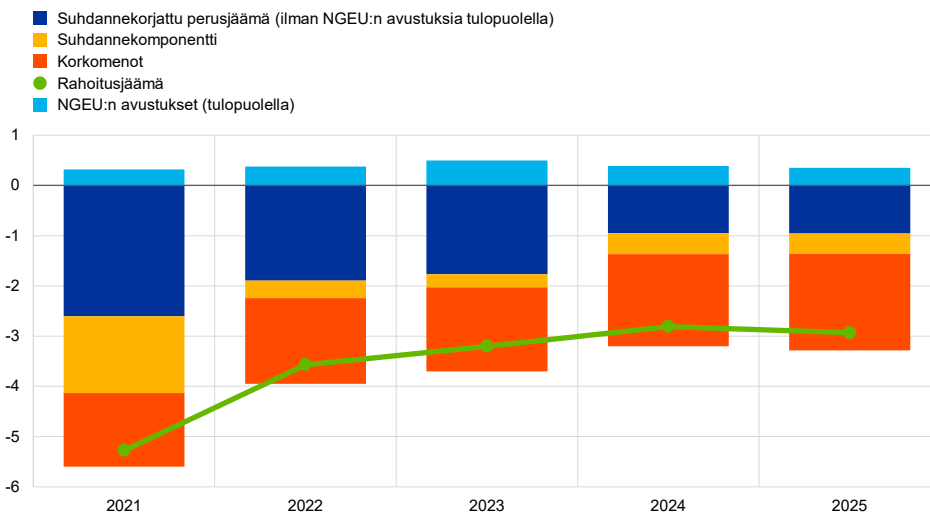
sanoen supistuvan ensin 3,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2023 ja sitten 2,8 prosenttiin BKT:stä vuonna 2024 mutta kasvavan 2,9 prosenttiin BKT:stä vuonna 2025 (kuvio 27). Arviointijakson alkupuolelle ennakoidun supistumisen taustalla ovat odotukset suhdannekorjatun perusalijäämän pienenemisestä, kun taas suhdannekomponenttiin odotetaan pysyvän jokseenkin vakaana. Korkomenojen arvioidaan kasvavan arviointijaksolla hieman. Suhdannekorjatun perusalijäämän pienenemiseen vaikuttaa se, että hallitukset supistavat energiasokin ja nopeutuneen inflaation vuoksi käyttöön ottamiaan finanssipoliittisia tukitoimia. Näiden toimien laajuuden arvioidaan nyt euroalueen tasolla olevan 1,4 % BKT:stä vuonna 2023, mutta supistuvan merkittävästi ja olevan 0,4 % BKT:stä vuonna 2024 ja noin 0,2 % BKT:stä vuonna 2025.

¹⁵ Ks. EKP:n verkkosivustolla 14.9.2023 julkaistut euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot, syyskuu 2023.

Kuvio 27

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteja BKT:stä)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot, syyskuu 2023.

Huom. NGEU tarkoittaa Next Generation EU -rahastoa. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olevan kutakuinkin neutraalia vuonna 2023 ja kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 sekä palaavan neutraaliksi vuonna 2025.¹⁶ Finanssipoliittisten tukien vuotuinen muutos, joka on puhdistettu Next Generation EU (NGEU) -rahastosta maille jaetuista avustuksista,

osoittaa euroalueen finanssipolitiikan kiristyvän kumulatiivisesti ennustejaksolla. Kiristymisen odotetaan keskittyvän vuoteen 2024, jolloin euroalueen valtioiden toteuttamista energia- ja inflaatiotukitoimista noin 75 prosentin odotetaan päättyvän. Vuonna 2025 finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan olevan neutraali, sillä energiatukien lakkauttamista kompensoivat osaltaan puolustusmenojen kasvu ja investointien kasvu, jota tuetaan NGEU-rahastosta. Finanssipolitiikan kumulatiivinen kiristyminen arviointijakson aikana ei perustu julkisen sektorin keskipalkkojen ja eläkkeiden kehitykseen, sillä niiden arvioidaan kasvavan inflaatiovauhtia nopeammin vuosina 2024 ja 2025, kun taas näiden erien kokonaismenot kasvavat nimellisen potentiaalisen kasvuvauhdin tahtiin tai sitä nopeammin.

Euroalueen julkisen talouden velan BKT-suhteen arvioidaan pysyvän pandemiaa edeltäneen tasonsa yläpuolella siten, että se supistuu 89 prosenttiin vuonna 2023 ja jokseenkin vakautuu vuosina 2024 ja 2025.

Velkasuhde kasvoi vuonna 2020 noin 13 prosenttiyksiköllä noin 97 prosenttiin. Vuonna 2023 velkasuhteen odotetaan supistuvan noin 89 prosenttiin, minkä jälkeen supistuminen jatkuu edelleen lievänä vuosina 2024 ja 2025. Jälkimmäisten kahden

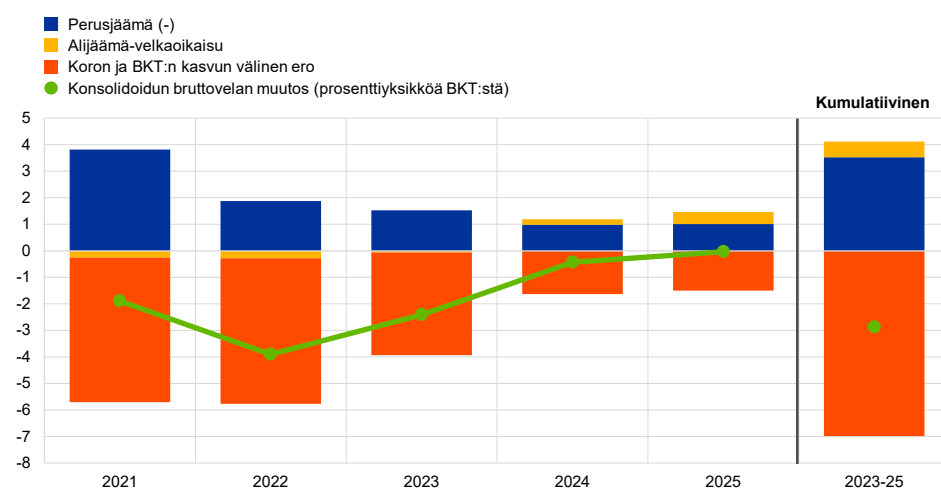
¹⁶ Finanssipolitiikan mitoituksen taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mitoituksen mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä, josta on poistettu valtion finanssisektorille antama tuki. Koska EU:n talousarviosta maksettujen NGEU-avustusten tuottamat suuremmat julkisen talouden tulot eivät vaikuta kysyntää supistavasti, suhdannekorjatusta perusjäämästä on tässä yhteydessä poistettu kyseiset tulot. Tarkempia tietoja euroalueen finanssipolitiikan mitoituksesta on *Taloussatsauksen* 4/2016 artikkelissa "[The euro area fiscal stance](#)".

vuoden kehityksessä näkyvät myös odotukset korkokehityksen ja nimellisen BKT:n kasvuvauhdin negatiivisten erojen huomattavasta supistumisesta vuosien 2021–2023 havaintoihin verrattuna (kuvio 28). Lisäksi sekä perusalijäämien että positiivisten alijäämä-velkakoikaisujen odotetaan aiheuttavan velan tasoon nousupaineita. Vaikka euroalueen kokonaisvelkasuhde supistuukin vuosina 2023–2025 yli 3 prosenttiyksikköä, sen odotetaan tämän vuoksi olevan arviointijakson lopulla edelleen lähes 5 prosenttiyksikköä suurempi kuin ennen pandemiaa.

Kuvio 28

Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteja BKT:stä, ellei toisin ilmoiteta)



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

Euroalueen rahoitusjäämä pysyy ennallaan eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2023 arvioihin verrattuna, mutta vuosina 2024 ja 2025 sen arvioidaan nyt kohenevan hieman vähemmän kuin aiemmin oletettiin. Nämä tarkistukset odotettua hitaamman kohenemisen suuntaan vuosina 2024 ja 2025 johtuvat pääosin perusjäämään ennustetuista muutoksista, joiden taustalla ovat alkuennusteita suuremmat perusmenot, mukaan lukien suuremmat työttömyysetuusmenot, sillä taloudellisen toimeliaisuuden odotetaan heikkenevän. Suhdannekorjauksista johtuvien muutosten ennustetaan jäävän vähäisiksi koko arviointijakson aikana.

Energiasokin laantuessa valtioiden olisi purettava siihen liittyneitä tukitoimiaan ripeästi yhtenäisin toimin. Näin vältetään inflaatiopaineiden kasvattaminen keskipitkällä aikavälillä, mikä vaatisi voimakkaampia rahapoliittisia toimia. Finanssipolitiikalla olisi pyrittävä kasvattamaan euroalueen talouden tuottavuutta ja supistamaan vähitellen suurta julkista velkaa. Tämä onnistuu parhaiten, jos käytettävissä on tehokas EU:n talous- ja finanssipolitiikan koordinointi- ja valvontajärjestelmä. Kuten EKP toi esille 5.7.2023 julkaistussa [lausunnossaan](#), se suhtautuu myönteisesti komission ehdotuksiin EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamisesta ja esittää myös joitakin erityisiä teknisiä huomautuksia ja ehdotuksia, joiden tarkoituksena on parantaa edelleen uutta kehystä ja varmistaa, että se on avoimempi ja ennustettavampi. EKP kehottaa erityisesti EU:n lainsäätäjää sopimaan talouspolitiikan ohjausjärjestelmän

uudistamisesta mahdollisimman pian ja viimeistään vuoden 2023 loppuun mennessä. Koska EU:n vakaus- ja kasvusopimuksen yleisen poikkeuslausekkeen soveltaminen päättyy siihen mennessä, sopiminen olisi ratkaisevan tärkeää velkakestävyyttä sekä kestävää ja osallistavaa kasvua koskevien odotusten vakiinnuttamiseksi. Jos luotettavasta, avoimesta ja ennakoitavasta julkisen talouden kehiksestä ei päästä nopeasti yhteisymmärrykseen ja jos sitä ei oteta käyttöön, voi syntyä epävarmuutta, ja tarvittavat julkisen talouden sopeutustoimet ja uudistusten ja investointien yllykkeet voivat tarpeettomasti viivästyä.

Kehikot

1 El Niñoon liittyvät elintarvikehyödykkeiden globaalit hintariskit

Jakob Feveile Adolfsen ja Marie-Sophie Lappe

El Niñoon lähes varmaan alkamiseen loppuvuonna 2023 liittyy elintarvikehyödykkeiden globaaleihin hintoihin kohdistuvia riskejä.

Yhdysvaltojen valtameri- ja ilmastovirasto NOAA ilmoitti kesäkuussa El Niño -sääilmiöön johtavien olosuhteiden muodostumisesta, mikä johtaa todennäköisesti El Niñoon alkamiseen tämän vuoden lopulla. El Niño -ilmiöllä tarkoitetaan tilannetta, jossa Tyynenmeren trooppisten keski- ja itäosien pintavedet lämpiävät vähintään puoli celsiusastetta 30 vuoden keskiarvoa korkeammiksi viiden peräkkäisen liukuvan kolmen kuukauden jakson ajaksi.¹⁷ Tuoreimpien sääennusteiden mukaan El Niño käynnistyy 99 prosentin todennäköisyydellä vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä ja siitä tulee 66 prosentin todennäköisyydellä voimakas – millä tarkoitetaan vähintään 1,0 celsiusasteen positiivista poikkeamaa El Niñoon 0,5 asteen kynnsarvosta (kuvio A).¹⁸ Tämänvuotinen El Niño merkitsee muutosta kolmen viime vuoden aikana vallinneesta El Niñoon vastailmiöstä La Niñasta.¹⁹ El Niño vaikuttaa todennäköisesti elintarvikkeiden tarjontaan ja hintoihin sekä päiväntasaajan alueella että globaalisti, koska sillä on maailmanlaajuinen vaikutus sääoloihin. Tässä kehikossa tarkastellaan El Niñoon todennäköisiä vaikutuksia elintarvikehyödykkeiden globaaleihin hintoihin sekä arvioidaan elintarvikehyödykkeisiin kohdistuvia hintariskejä siinä tilanteessa, että El Niño muodostuu voimakas. Vaikka kehikossa keskitytään pääasiassa voimakkaan El Niñoon skenaarion vaikutuksiin, jotka voisivat vahvistaa elintarvikehyödykkeiden hintojen muutoksia ensi vuonna, useissa

¹⁷ NOAA:n [määritelmän](#) mukaan El Niño tarkoittaa päiväntasaajan alueen Tyynenmeren oskillaation lämmintä vaihetta (joka tunnetaan myös eteläisenä oskillaationa). Oskillaation neutraalissa vaiheessa pasaatituulet eli päiväntasaajan alueella idästä länteen puhaltavat pysyvät tuulet työntävät lämmintä vettä Etelä-Amerikasta Aasiaan, jossa se haihtuu helpommin. Tästä syntyy meriveden kumpuamista, jossa lämpimän pintaveden tilalle nousee syvemmistä kerroksista viileää vettä. El Niñoon aikana pasaatituulet heikkenevät ja lämmin vesi pakkautuu takaisin Etelä-Amerikkaa kohti, jolloin kumpuaminen heikkenee tai pysähtyy kokonaan.

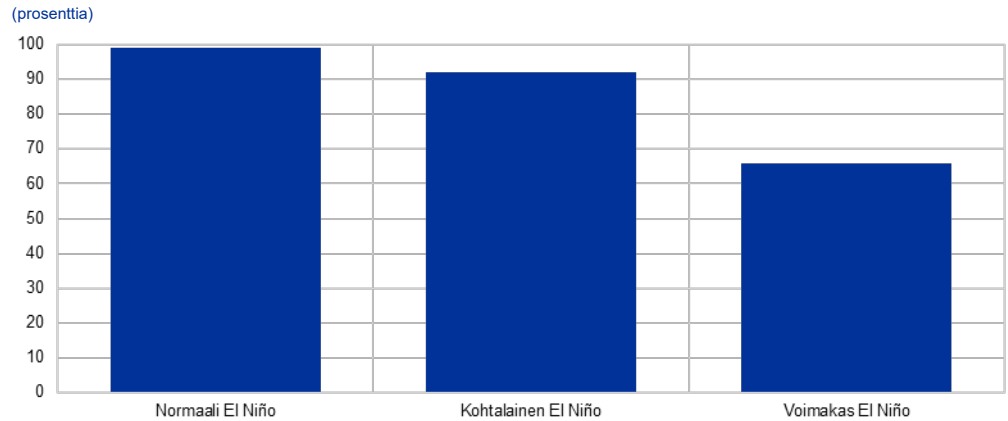
¹⁸ Vuodesta 1950 lähtien on ollut 23 El Niñoa, joista kahdeksan oli voimakkaita.

¹⁹ La Niñan määritelmä on muutoin vastaava kuin El Niño, mutta siinä meriveden pintalämpötilan poikkeamat ovat negatiivisia. La Niña syntyy normaalia voimakkaampien pasaatituulten vaikutuksesta, sillä ne voimistavat kumpuamisprosessia.

tutkimuksissa on osoitettu, että minkä tahansa vahvuisella El Niñolla on todennäköisesti vaikutuksia elintarvikehyödykkeiden globaaleihin hintoihin.²⁰

Kuvio A

El Niñon todennäköisyys vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä



Lähde: Yhdysvaltojen valtameri- ja ilmastovirasto NOAA.

Huom. NOAA:n määritelmän mukainen normaali El Niño tarkoittaa meriveden pintalämpötilan nousua vähintään 0,5 celsiusasteella pitkän aikavälin keskiarvosta. Kohtalainen El Niño tarkoittaa lämpötilan nousua vähintään 1,0 asteella ja voimakas El Niño puolestaan vähintään 1,5 asteella pitkän aikavälin keskiarvoon nähden. Tuoreimmat havainnot 10.8.2023.

El Niñon monimutkaiset säävaikutukset heijastuvat todennäköisesti satoihin ympäri maailmaa ja erityisesti päiväntasaajan alueella. El Niñoon liittyy

normaalia useammin sään ääri-ilmiöitä. Tällaisten tapahtumien ilmenemismuodot vaihtelevat merkittävästi alueittain. Esimerkiksi Etelä-Amerikassa ja Yhdysvaltojen eteläisissä osavaltioissa El Niño aiheuttaa tyypillisesti helleaalloja, joihin liittyy rankkasateita, ja pohjoisemmissä osavaltioissa puolestaan kuivia kausia.

Ilmastovaikutusten monimutkaisuus viittaa siihen, että El Niñon vaikutus satoihin riippuu viljelykasvista, kasvukaudesta sekä maantieteellisestä alueesta. El Niñon vaikutukset satoihin todennäköisesti vaihtelevat myös eri vuosien El Niño -ilmiöiden välillä. Arviot El Niñon historiallisista vaikutuksista satoihin kertovat lajeittain vaihtelevista vaikutuksista jopa saman maan sisällä. Siinä, missä El Niño näyttää kasvattavan soijasatoja Yhdysvalloissa, sen vaikutus vehnä- ja maissisatoihin on yleensä negatiivinen.²¹ Vaikka El Niñolla on lisäksi ollut historiallisesti positiivinen vaikutus soijasatoon Yhdysvalloissa ja Etelä-Amerikassa, se yleensä vähentää soijasatoa Aasiassa.²² Näiden monimutkaisten vaikutusten takia on haastavaa

²⁰ Tässä kehikossa elintarvikehyödykkeiden hintoja tarkastellaan kansainvälisesti eikä rajoituen euroalueen kuluttajahintoihin, joihin kohdistuvien vaikutusten oletetaan olevan vaimeampia. Peersmanin (2022) mukaan elintarvikehyödykkeiden hintojen muutokset kansainvälisillä markkinoilla selittävät lähes 30 % euroalueen inflaation vaihtelusta keskipitkällä aikavälillä. Ks. G. Peersman, "International Food Commodity Prices and Missing (Dis)Inflation in the Euro Area", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 104, nro 1, 2022, s. 85–100. EU:n yhteisen maatalouspolitiikan mukaisesti myönnettyt tuet vaimentavat osaltaan elintarvikehyödykkeiden maailmanmarkkinahintojen muutosten vaikutusta euroalueen kuluttajahintoihin. Ks. esim. G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez ja L. Onorante, "Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy", *International Journal of Central Banking*, Vol. 8, nro 1, 2012, s. 179–217.

²¹ Yhdysvaltojen soijapapusat sai tukea suotuisista olosuhteista kesän kasvukaudella keskilännessä, kun taas helleaallot ja kuivuus vahingoittivat satoja Aasiassa. Yhdysvaltojen maissisatoon kohdistui kaakkoisissa osavaltioissa pääasiassa negatiivisia vaikutuksia kuivuudesta, joka yleensä seuraa El Niñosta.

²² Perustuu artikkeliin T. Iizumi, J. J. Luo, A. J. Challinor, G. Sakurai, M. Yokozawa, H. Sakuma, M. E. Brown ja T. Yamagata, "Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops", *Nature Communications*, 5, nro 3712, 2014.

arvioida, mitä El Niño merkitsee globaalien elintarvikehyödykkeiden hintojen kannalta. Elintarvikehyödykkeiden väliset substituutiovaikutukset monimutkaistavat hintavaikutuksia entisestään. Maanviljelijät pitävät soijapapuja ja maissia jossakin määrin toisiaan korvaavina tuotteina ja siirtyvät toisinaan toisen lajin tuotannosta toiseen futuurihintojen perusteella. Tämä viittaa siihen, että maissisadon vähenemisellä saattaisi olla heijastusvaikutuksia soijapapujen hintaan, ja tämä substituutiovaikutus puolestaan saattaisi vaimentaa maissin hintaan kohdistuvia vaikutuksia. Lisäksi vuosien 1982–1983 El Niño -ilmiö johti kalakantojen supistumiseen Aasiassa ja Australiassa, mikä johti eläinten rehuksi käytetyn kalan kysynnän siirtymiseen soijapapuihin.²³ Näiden monimutkaisten ilmiöiden vuoksi ja siksi, että sadot ovat vain yksi monista globaaleihin elintarvikehyödykkeiden hintoihin vaikuttavista tekijöistä, olisi harhaanjohtavaa ekstrapoloida hintavaikutuksia suoraan satovaikutusten perusteella.

Historiallisten analyysien perusteella normaalilla El Niñolla on

elintarvikehyödykkeiden globaaleja hintoja nostava vaikutus. El Niñon vaikutusta elintarvikehyödykkeiden globaaleihin hintoihin on tarkasteltu useissa tutkimuksissa. Brenner (2002) katsoo, että El Niñon oskillaatio on aiheuttanut lähes 20 % elintarvikkeiden globaalien hintojen muutoksista vuodesta 1963 alkaen ja että normaali El Niño yleensä kiihdyttää hyödykkeiden reaalista inflaatiota noin 3 prosenttia 6–12 kuukauden ajan ilmaantumisestaan siten, että merkittävien kontribuutio muodostuu elintarvikehyödykkeistä.²⁴ Cashin ym. (2017) dokumentoivat vaihtelua El Niño -sokkien vaikutuksessa eri maiden talouskasvuun vuodesta 1972 alkaen ja osoittivat muiden raaka-aineiden kuin energian hintojen nousseen useimmissa maissa.²⁵ Kaiken kaikkiaan he arvioivat El Niñon nostaneen globaaleja muiden raaka-aineiden kuin energian maailmanmarkkinahintoja noin 5 % siten, että sen vaikutus kestää 6–16 kuukautta.²⁶ Sitten on myös havaittu, että inflaatio reagoi voimakkaammin El Niñoon sellaisissa maissa, joissa elintarvikkeiden osuus inflaatioindeksistä on suurempi. Nämä tutkimukset viittaavat siihen, että minkä tahansa vahvuisella El Niñolla on merkittävä – ja yleensä korottava – vaikutus elintarvikehyödykkeiden hintoihin.

Elintarvikehyödykkeiden maailmanmarkkinahinnat voisivat nousta jopa 9 %,

jos alkavasta El Niñosta kehittyy voimakas. Vaikka El Niñon syntyolosuhteet ovat jo muodostuneet ja vuosi 2023 julistetaan lähes varmasti El Niño -vuodeksi, El Niñon voimakkuuteen liittyy suurempaa epävarmuutta.²⁷ Globaaleista suhdannevaihteluista sekä lannoitteiden ja energian hintojen muutoksista puhdistetut historialliset estimaatit viittaavat siihen, että jos valtameren pintalämpötilat nousevat

²³ Ks. A. D. Brenner, "El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, nro 1, 2002, s. 176–183.

²⁴ Brenner, A.D., em. teoksessa.

²⁵ P. Cashin, K. Mohaddes ja M. Raissi, "Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño", *Journal of International Economics*, Vol. 106, 2017, s. 37–54.

²⁶ Cashin ym. (em. artikkeli) soveltavat mittaria, joka ei perustu lämpötilaan ja jonka avulla ei voida erotella normaaleja ja voimakkaita El Niñoja. Elintarvikehyödykkeisiin kohdistuvien vaikutusten ohella metallien hintakehityksen on havaittu myötävaikuttavan muiden raaka-aineiden kuin energian hintojen nousuun johtuen pääasiassa sään ääriolojen vaikutuksesta kaivostoimintaan, kuten Chilen tapahtumat osoittavat. Ks. P. Cashin, K. Mohaddes ja M. Raissi, "El Niño: Good Boy or Bad?", *Finance and Development*, Vol. 53, nro 1, 2016, s. 30–33.

²⁷ 1,0 celsiusastetta on normaalin El Niñon (0,5 celsiusasteen poikkeama) ja voimakkaan El Niñon (1,5 celsiusasteen poikkeama) välinen erotus. Ks. nykyistä El Niñoa koskevat todennäköisyydet kuviosta A.

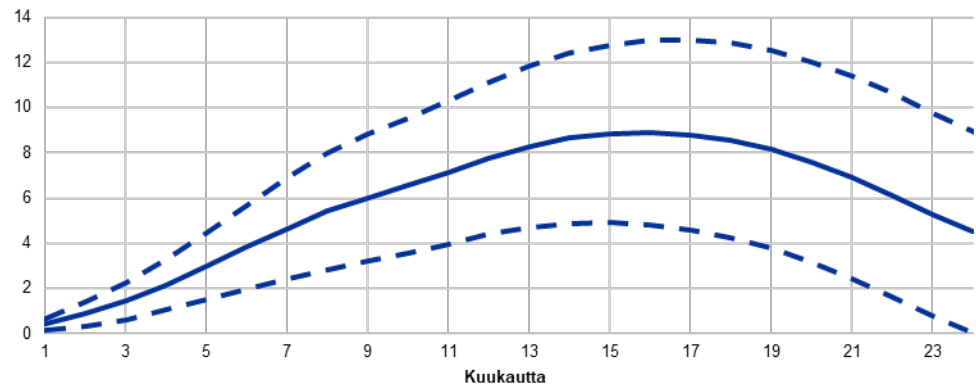
astemäärällä, joka vastaa normaalin El Niñon muuttumista voimakkaaksi El Niñoksi, elintarvikehyödykkeiden maailmanmarkkinahinnat nousevat jopa kahden vuoden ajaksi siten, että hinnannousu huipentuu 9 prosenttiin 16 kuukauden päästä voimakkaan El Niñon alkamisajankohdasta (kuvio B, kohta a). Tämä on seurausta voimakkaaseen El Niñoon liittyvästä suuremmasta sään ääri-ilmiöiden riskistä ja niiden mahdollisista kerrannaisvaikutuksista verrattuna normaaliin El Niñoon. Voimakkaaseen El Niñoon liittyvät elintarvikehyödykkeiden hintojen nousun riskit koskevat erityisesti soijapapuja, maissia ja riisiä, kun taas vehnää koskeva riski on positiivinen mutta suuruudeltaan merkityksetön, ja kahviin ja kaakaon liittyvät riskit ovat lähellä nollaa (kuvio B, kohta b).

Kuvio B

Estimoidut vaikutukset elintarvikehyödykkeiden maailmanmarkkinahintoihin, kun normaali El Niño muuttuu voimakkaaksi El Niñoksi

a) Voimakkaan El Niñon alkamisesta aiheutuvat hintavaikutukset

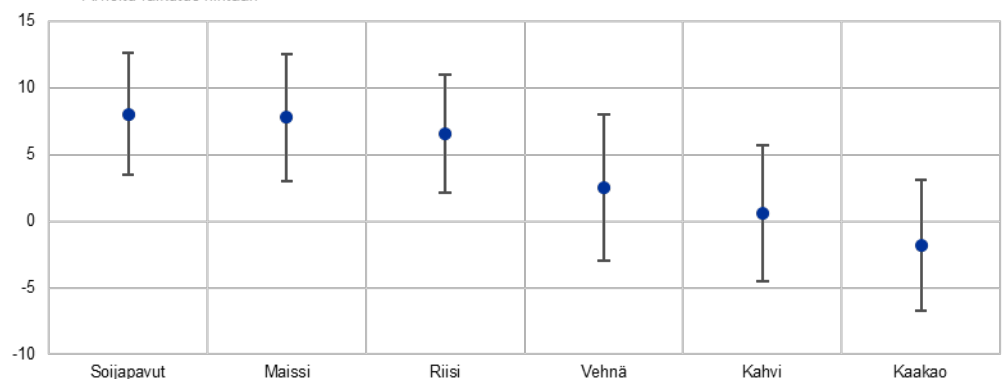
(prosenttimuutos)



b) Vaikutukset eräiden elintarvikehyödykkeiden hintoihin

(prosenttimuutos)

● Arvioitu vaikutus hintaan



Lähteet: Haver, NOAA ja EKP:n laskelmat.

Huom. Estimoidut hintavaikutukset kuvaavat valtameren pintalämpötilan 1,0 celsiusasteen suuruisen nousun vaikutusta El Niño - ilmiöiden aikana siten, että siitä on puhdistettu elintarviketuotannon panoskustannuksina lannoitteiden ja öljyn hinnat sekä maailmantalouden suhdanneindikaattorina globaali teollisuustuotanto. Impulssivastefunktiot on estimoitu menetelmällä, joka perustuu artikkeliin Ö. Jordà, "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", Vol. 95, nro 1, 2005, s. 161–182. Kuvio kuvaa 68 prosentin luottamusväliä. Kohdassa b kuvataan estimoitu hintavaikutus 16 kuukauden päästä kohdan a elintarvikehyödykkeiden hinta-aggregaatin huippuvasteen ajankohdan mukaisesti. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

Rahoitusmarkkinaindikaattorit ennakoivat hintojen nousua sekä samalla niihin liittyvän epävarmuuden kasvua. El Niñon huomioon ottaminen parantaa

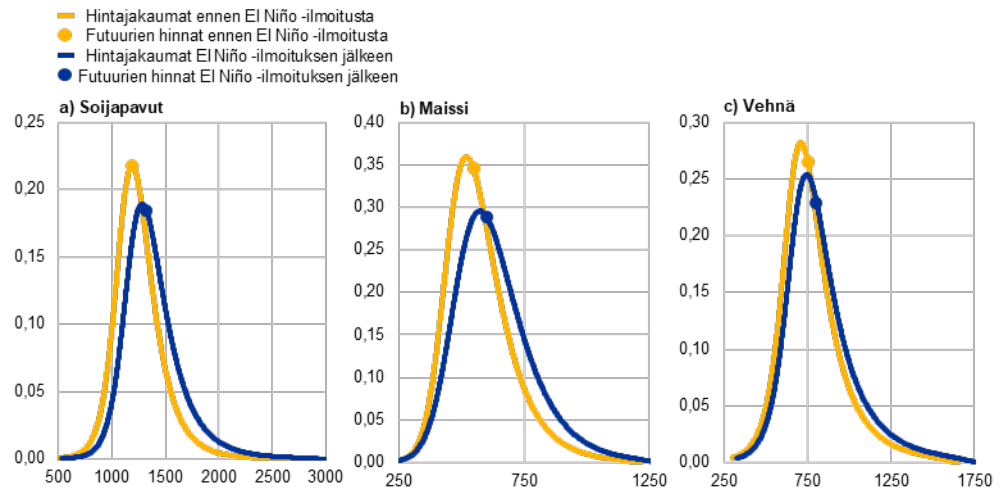
elintarvikehyödykkeiden tulevan hintavaihtelun ennusteiden tarkkuutta.²⁸

Hyödykejohdannaiskaupan osapuolet saattavat siksi arvioida El Niñoa koskevia näkymiä käydessään kauppaa futuurimarkkinoilla. Kolmen keskeisen viljelykasvin (soijapavut, maissi ja vehnä) futuurihinnat nousivat seuraavalla viikolla NOAA:n 8. kesäkuuta antamasta El Niñon syntyolosuhteiden alkamisilmoituksesta, jossa voimakkaan El Niñon todennäköisyydeksi loppuvuonna arvioitiin noin 50 % (kuvio C).²⁹ Sekä soijapapujen että maissin hinnat kesän 2024 toimituksille nousivat merkittävästi, ja niiden hintaepävarmuus kasvoi myös tuntuvasti. Soijapapujen hinta nousi 12 % ja maissin 10 %, ja soijapapusopimusten hintajakauman keskiahajonta kasvoi 24 % ja maissisopimusten 23 %. Markkina-analyytikkojen mukaan tämä johtui pääasiassa kesäkuun alun epäsuotuisasta säästä pohjoisella pallonpuoliskolla, kun taas El Niño aiheutti ylimääräistä epävarmuutta satokehityksen suhteen. Vaikutus vehnään, joka ei tähänkään mennessä ole ollut yhtä herkkä voimakkaille El Niño -ilmiöille, jäi pienemmäksi, sillä sen futuurihinnat nousivat 7 % ja keskiahajonta kasvoi 13 %. Kaiken kaikkiaan optioihin perustuvat hintajakaumat osoittivat, että El Niñon kehitys kuvastaa elintarvikehyödykkeiden hintoihin kohdistuvan nousupaineen lisääntymistä sekä hintakehitykseen liittyvän epävarmuuden kasvua.

Kuvio C

Optioista johdetut hintajakaumat ennen El Niño -ilmoitusta ja sen jälkeen

(x-akseli: Yhdysvaltain dollaria busheliilta; y-akseli: prosenttia)



Huom. Optioista johdetut riskineutraalit hintajakaumat on laskettu artikkelissa F. Black ja M. Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, Vol. 81, nro 3, 1973, s. 637–654, esitellyllä menetelmällä perustuen soijapapujen, maissin ja vehnän (HRW-syysvehnä) heinäkuun 2024 futuurihintoihin Chicago Board of Trade -raaka-ainepörssissä. Riskittömänä korkona käytetään yön yli -indeksiswapkorkoja. Hintojen epävarmuutta mitataan optioista johdetun jakauman leveydellä. Viimeinen aineistopäivämäärä ennen El Niño -ilmoitusta oli 7.6.2023, ja viimeinen aineistopäivämäärä El Niño -ilmoituksen jälkeen oli 16.6.2023.

²⁸ Su ym. ovat osoittaneet, että El Niñon kehityksen huomioon ottaminen parantaa hintavaihtelua koskevia ennusteita Yhdysvaltojen viljemarkkinoilla. Ks. Y. Su, C. Liang, L. Zhang ja Q. Zeng, "Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation", *International Review of Economics & Finance*, Vol. 81, 2022, s. 98–112.

²⁹ Soijapapujen, maissin ja vehnän painot HWWI:n elintarvike- ja juomaindeksissä (EMUn jäsenvaltioiden tuonnin mukaan) ovat: 14 %, 14 % ja 8 %.

2 Miten talouden uudelleenavautuminen vaikutti eri maihin ja sektoreihin?

Niccolò Battistini ja Johannes Gareis

Tässä kehikossa analysoidaan eri maiden ja sektorien viimeaikaisia talouskasvueroja sekä arvioidaan vaikutuksia, joita aiheutui talouden uudelleenavautumisesta koronavirukseen liittyneiden rajoitusten päättymisen jälkeen viime vuonna. Tuotannon kasvu euroalueella on heikentynyt merkittävästi vuoden 2022 alusta. Samaan aikaan kasvun hajonta eri maissa ja sektoreilla on kaventunut, joskin se on sitkeää. Itsepintaiset kasvuvauhtien erot kuvastavat kaksitahtista taloutta, jossa tehdasteollisuus kasvaa vaimeasti heikon globaalin kysynnän ja euroalueen kireiden rahoitusolojen myötä, kun taas palvelualan kasvu on verrattain vahvaa talouden uudelleenavautumiseen liittyvien vaikutusten tukemana. Viimeaikaiset kyselytiedot kuitenkin viittaavat siihen, että kasvuvauhtien hajonta saattaa kaventua lähitulevaisuudessa: kun uudelleenavautumisen tuottama kasvusysäys heikkenee, muut kasvun taustatekijät vahvistuvat laaja-alaisesti eri sektoreilla.

Vuoden 2023 alussa euroalueen maiden kasvuvauhtien hajonta oli vielä verrattain suurta, kun taas sektoreittainen hajonta oli samankaltainen kuin ennen pandemiaa. Maiden ja sektorien taloudellisen koon huomioon ottamiseksi kasvun hajontaa mitataan painotettuna keskihajontana suhteessa kaikkien euroalueen maiden (pl. Irlanti) ja sektorien vuotuisen (reaalisen bruttomääräisen) arvonlisäyksen kasvuun³⁰ Molemmat mittarit nousivat koronaepidemian puhjettua ennennäkemättömän korkeille tasoille mutta laskivat merkittävästi vuonna 2022, joskaan eivät samaa vauhtia (kuvio A, kohta a). Vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä maittainen hajonta pysyi suurempana kuin ennen pandemiaa, kun taas sektoreittainen hajonta kaventui pandemiaa edeltäneelle tasolle. Suurempi maittainen hajonta näyttää liittyvän suurempaan pysyneeseen maittaiseen hajontaan lähikontakteja sisältävien palvelujen kasvuvauhdissa, joka on kaventunut pandemian aikaiselta huipputasoltaan mutta pysynyt historiallisesti katsoen korkeana (kuvio A, kohta b).³¹ Sitä vastoin tehdasteollisuuden kasvuvauhtien maittainen hajonta palasi pandemiaa edeltäneelle tasolle.

³⁰ Ks. *Talouskatsauksen* 1/2017 kehikko ”Economic growth in the euro area is broadening”.

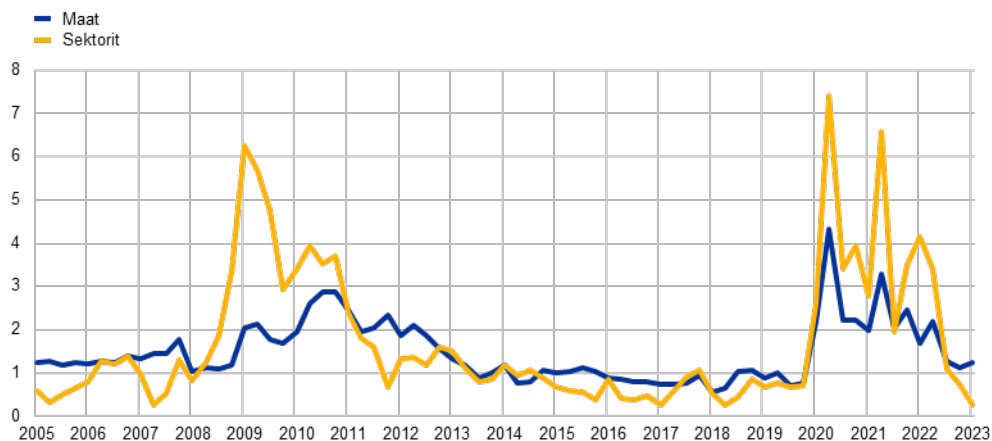
³¹ ”Lähikontakteja sisältävät palvelut” tarkoittaa seuraavia EU:n tilastollisen toimialaluokituksen (NACE Rev. 2) mukaisia toimialoja: tukku- ja vähittäiskauppa, kuljetus sekä majoitus- ja ravitsemistoiminta.

Kuvio A

Arvonlisäyksen kasvun hajonta

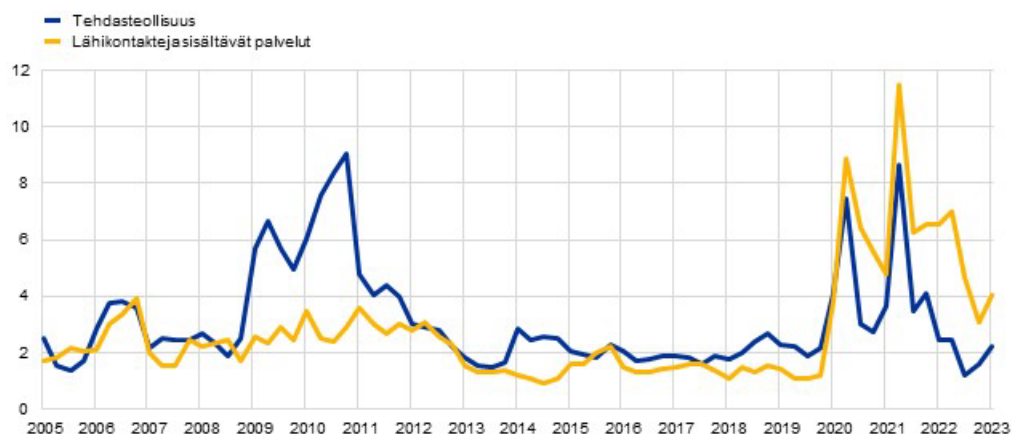
a) Arvonlisäyksen kasvun hajonta euroalueen eri maissa ja sektoreilla

(prosenttiyksikköinä)



b) Arvonlisäyksen kasvun hajonta tehdasteollisuudessa ja lähikontakteja sisältävissä palveluissa euroalueen eri maissa

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Maittaista hajontaa mitataan euroalueen jäsenvaltioiden (pl. Irlanti) arvonlisäyksen vuotuisten kasvuvauhtien painotettuna keskihajontana. Sektoreittaista hajontaa mitataan tehdasteollisuuden, rakentamisen, lähikontakteja sisältävien palvelujen sekä muiden sektorien yhdistelmän arvonlisäyksen vuotuisten kasvuvauhtien painotettuna keskihajontana. Maittaista hajontaa tehdasteollisuudessa ja lähikontakteja sisältävissä palveluissa mitataan euroalueen jäsenvaltioiden (pl. Irlanti) sektorikohtaisen arvonlisäyksen vuotuisten kasvuvauhtien painotettuna keskihajontana. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä.

Vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä talouskasvu jatkui nopeampana maissa, joissa lähikontakteja sisältävät palvelut ovat koko talouden kannalta tärkeämpiä. Vuonna 2022 lähikontakteja sisältävien palvelujen tuotanto kasvoi nopeammin maissa, joissa ne muodostavat taloudesta suuremman osan (kuvio B, kohta a). Tämä johtuu osittain pandemian puhkeamisen jälkeisestä kasvukehityksestä, jossa kyseisten maiden lähikontakteja sisältävien palvelujen sektori koki varsin voimakkaan taantuman. Verrattain voimakas talouskasvu tällä sektorilla jatkui vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä maissa, joissa lähikontakteja sisältävät palvelut ovat suhteellisesti merkittävämmässä asemassa, ja näissä maissa kyseisen sektorin tuotanto ylitti pandemiaa edeltäneen tasonsa suhteellisesti suuremmalla erolla kuin maissa, joissa lähikontakteja sisältävät palvelut eivät ole yhtä tärkeitä. Tämä osoittaa, että lähikontakteja sisältävistä

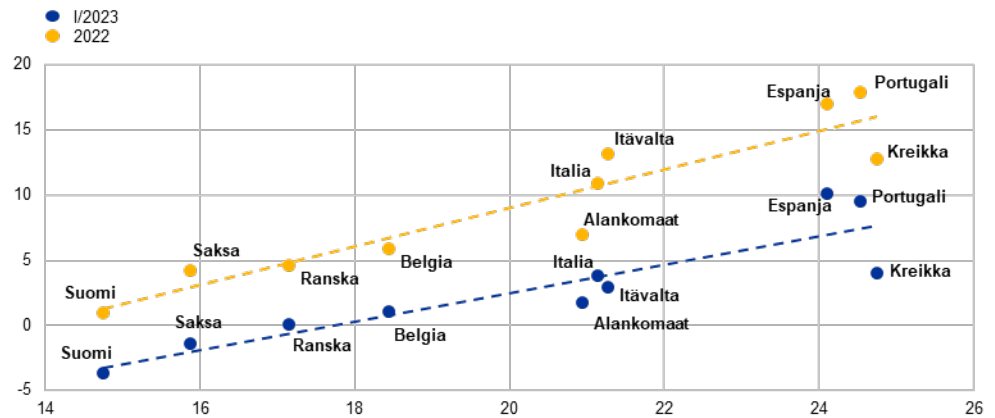
palveluista riippuvaisemmat maat hyötyivät edelleen muita enemmän sektorin vahvasta kasvusta, joka johti myös niiden kokonaisarvonlisäyksen suhteellisesti voimakkaampaan kasvuun (kuvio B, kohta b). Sitä vastoin enemmän tehdasteollisuuteen painottuvissa maissa kokonaisarvonlisäys kasvoi enimmäkseen hitaammin vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin tehdasteollisuuden kasvu oli hieman hitaampaa kuin lähikontakteja sisältävien palvelujen. Tehdasteollisuuden kasvuvauhdissa euroalueen eri maiden välillä oli kuitenkin paljon vähemmän hajontaa kuin lähikontakteihin perustuvilla palvelusektorilla, mikä kertoo tehdasteollisuuden kasvutekijöiden tasaisemmasta vaikutuksesta eri maissa.

Kuvio B

Lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin koon suhde näiden palvelujen arvonlisäyksen ja kokonaisarvonlisäyksen kasvuvauhtiin euroalueen maissa

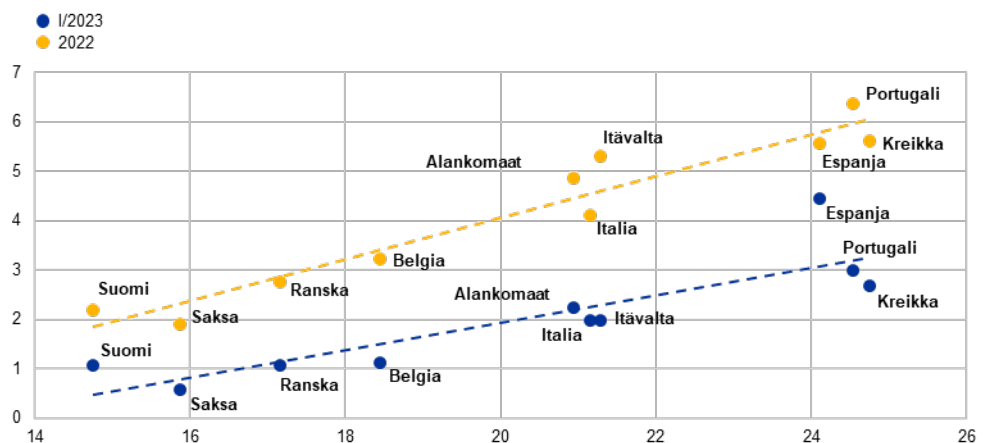
a) Lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin koko ja niiden arvonlisäyksen kasvu

(x-akseli: lähikontakteja sisältävien palvelujen arvonlisäyksen osuus kokonaisarvonlisäyksestä keskimäärin vuonna 2022; y-akseli: lähikontakteja sisältävien palvelujen arvonlisäyksen vuotuinen kasvuvauhti)



b) Lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin koko ja kokonaisarvonlisäyksen kasvu

(x-akseli: lähikontakteja sisältävien palvelujen arvonlisäyksen keskimääräinen osuus kokonaisarvonlisäyksestä vuonna 2022; y-akseli: kokonaisarvonlisäyksen vuotuinen kasvuvauhti)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Täplät kuvaavat euroalueen kymmentä suurinta maata (pl. Irlanti) – joiden tarkastelu on tärkeää, sillä niiden vaikutus koko euroalueen kehitykseen on keskeinen – arvonlisäyksen kasvuvauhdin hajonnan mukaisesti (kuvio A). Lineaariset trendiviivat on esitetty katkoviivoina. Vuoden 2022 vuotuiset kasvuvauhdit viittaavat neljännesvuosittaisen vuotuisen kasvuvauhtien keskiarvoon.

Empiirinen malli osoittaa, että odottamattomat muutokset

liikkumisrajoituksissa vaikuttavat suhteettoman voimakkaasti lähikontakteja

sisältäviin palveluihin tehdasteollisuuteen verrattuna. Talouden uudelleenavautumisen vaikutukset tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin arvonlisäykseen on kvantifioitu estimoidulla bayesilaisella vektoriautoregressiomallilla käyttäen perustana euroalueen tilastotietoja vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 ensimmäiseen neljännekseen. Malli mittaa pandemiaan liittyneiden sulkutilojen ja niitä seuranneen talouden uudelleenavautumisen vaikutuksia Googlen liikkumistiedoista koostetun GMI-indeksin avulla, joka kuvaa sekä valinnaisia että pakon sanelemia muutoksia ihmisten liikkumisessa. Muita mallin syöttötietoja GMI-indeksin ohella ovat Federal Reserve Bank of New Yorkin laatima globaalin toimitusketjupaineen indeksi (euroalueen ulkoisen kysynnän mittari), energiatuotteiden hinnat, tehdasteollisuuden, lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin sekä muiden sektorien yhdistelmän arvonlisäys, yksityisen kulutuksen deflaattori, korko ja valuuttakurssi. Malli tunnistaa pandemiaan liittyvät rajoitukset ja niiden jälkeiset avautumissokit (pandemiasokit) sen oletuksen pohjalta, että GMI-indeksissä tapahtuvilla odottamattomilla muutoksilla on välitön vaikutus tehdasteollisuuteen ja lähikontakteja sisältäviin palveluihin.³² Tulokset osoittavat, että GMI-indeksin odottamaton lasku (eli pandemiaan liittyvä rajoitusokki) johtaa merkittävään tuotannon supistumiseen sekä tehdasteollisuudessa että lähikontakteja sisältävissä palveluissa siten, että jälkimmäisellä sektorilla supistuminen on voimakkaampi. Vastaavasti odottamaton GMI-indeksin nousu (uudelleenavautumissokki) johtaa suurempaan tuotannon kasvuun lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorilla kuin tehdasteollisuudessa (kuvio C, kohta a).

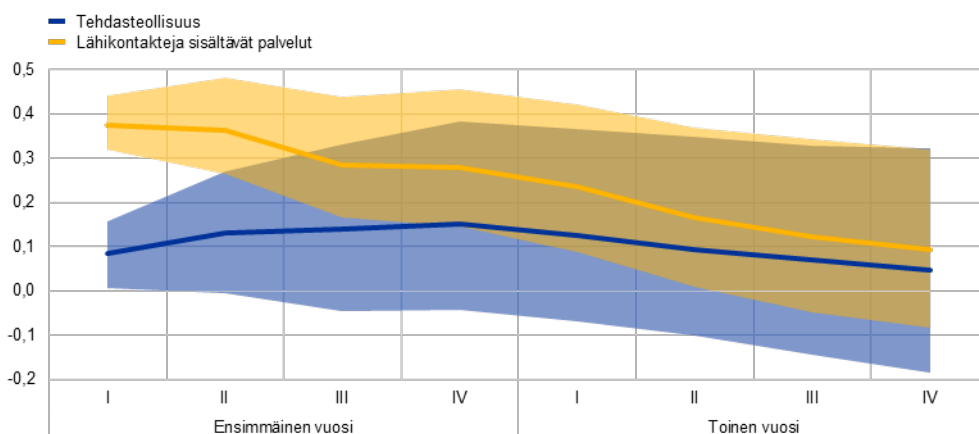
³² Tämä tulos saadaan Cholesky-hajotelmalla, jossa GMI-indeksi sijoitetaan globaalien muuttujien jälkeen ennen erityisiä euroalueen muuttujia. Malli sisältää neljä viivettä kullekin muuttujalle, jotka ovat kukin logaritmisia (pl. GMI ja korot), sekä kontrollimuuttujat datan poikkeuksellisen suurelle vaihtelulle vuoden 2020 ensimmäisen ja kolmannen neljänneksen välisellä jaksolla. Ks. M. Lenza ja G. Primiceri, "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, nro 4, kesä–heinäkuu 2022, s. 688–699. Ks. globaalista toimitusketjun paineindeksistä G. Benigno, J. di Giovanni, J. Groen ja A. Noble, "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures", *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, tammikuu 2022. GMI-indeksi on saatavissa ajanjaksolle tammikuusta 2020 lokakuuhun 2022; sen oletetaan olevan nolla muina otokseen kuuluvina ajanjaksoina, mikä viittaa erityisesti siihen, ettei lokakuun 2022 jälkeen ole ollut sulkutiloja.

Kuvio C

Tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen arvonlisäys

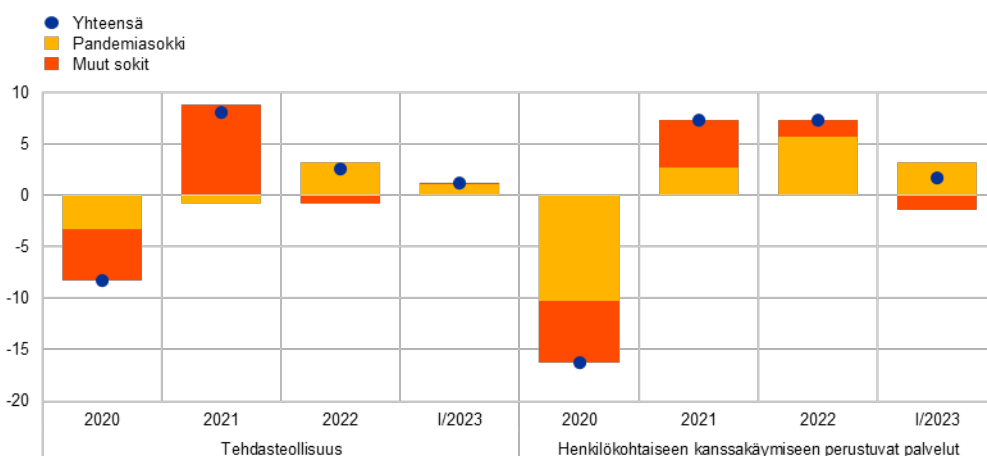
a) GMI-yhdistelmäindeksin odottamattoman kasvun vaikutus tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin tuotantoon

(prosenttia)



b) Tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorin arvonlisäyksen kasvun estimoidut vaikuttimet

(vuotuinen prosenttimuutos ja kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, Google, Federal Reserve Bank of New York ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tulokset perustuvat euroalueen bayesilaiseen vektoriautoregressiomalliin. Pandemiasokit on identifioitu Cholesky-hajotelmalla olettaen, että GMI-yhdistelmäindeksissä tapahtuvilla odottamattomilla muutoksilla on välitön vaikutus tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen tuotantoon. Kohta a kuvaa GMI-indeksin odottamattoman nousun (uudelleenavautumissokki) vaikutuksia. GMI-indeksin odottamattoman laskun (pandemiarajoitusokki) vaikutukset ovat näihin verrattuna käänteiset. Kohdan a varjostetut alueet kuvaavat 90 prosentin luottamusvyöhykkeitä. Kohta b ei sisällä vakiotermin (trendikasvu) estimoitua kasvuvaiikutusta. Kuvion mukaiset vuosien 2020, 2021 ja 2022 vuotuiset kasvuvauhdit tarkoittavat neljännesvuotuisen vuosikasvuvauhtien keskiarvoja. Kaikki kasvuvauhdit on laskettu logaritmisina.

Uudelleenavautumisen vaikutukset pysyvät merkittävänä tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen kasvuerojen taustatekijänä vielä vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä, joskin niiden vaikutus oli kokonaisuudessaan heikentynyt edellisvuotisesta. Tehdasteollisuuden ja lähikontakteja sisältävien palvelujen arvonlisäyksen kasvun mallipohjainen hajotelma viittaa siihen, että pandemiasokkien vaikutuksen sektoreittaiset erot ovat suuressa määrin ohjanneet sektoreiden kehitystä vuodesta 2020 lähtien siten, että talouden sulkutilan ja sitä seuranneen avautumisen vaikutukset ovat olleet voimakkaammat lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorilla (kuvio C, kohta b). Vuoden 2023 alussa talouden avautumisen vaikutukset olivat edelleen havaittavissa, vaikka niiden

tuottama kasvusysäys oli edellisvuotista pienempi sekä tehdasteollisuudessa että lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorilla. Samaan aikaan muut sokit ovat levinneet lähikontakteja sisältävien palvelujen sektorille mutta samaan aikaan vaikuttaneet vähemmän tehdasteollisuuteen. Jälkimmäinen havainto on sopusoinnussa tarjontapuolen rajoitteiden helpottumisen kanssa, joskin myös globaalin ja kotimaisen kysynnän heikkeneminen sekä euroalueen rahoitusolojen kiristyminen ovat voineet kompensoida helpottumisen vaikutusta.³³

Vuoden 2023 mittaan on odotettavissa, että talouden uudelleenavautumisen vaikutukset hälvenevät edelleen ja muut tekijät nousevat keskeisemmiksi.

Talouden uudelleenavautumisen vaikutusten asteittaisen hälventymisen ja muiden koko talouteen vaikuttavien tekijöiden, kuten rahoitusolojen kiristymisen, myötä sekä tehdasteollisuuden että lähikontakteja sisältävien palvelujen kasvu todennäköisesti vaimenee ja kasvuvauhtien sektoreittainen hajonta kaventuu lyhyellä aikavälillä. Lähikontakteja sisältävien palvelujen kasvun hiipuminen johtaa todennäköisesti myös sektorin arvonlisäyksen maittaisten kasvuvauhtierojen kaventumiseen sekä yleiseen talouskasvun hidastumiseen. Kaiken kaikkiaan tällainen kasvuvauhtien sektori- ja maakohtaisen hajonnan supistuminen kertoo heikommista lyhyen aikavälin talouskasvun näkymistä, jotka ilmenevät myös euroalueen talousnäkyviä koskevista EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioista.

³³ Sitä vastoin muut sokit selittävät tehdasteollisuuden merkillepantavaa kriisinkestävyttä ja nopeampaa elpymistä pandemian puhkeamisen jälkeen, mikä on sopusoinnussa tehdasteollisuustavaroiden globaalin kysynnän varhaisen ja voimakkaan elpymisen kanssa. Tämä kysyntä ei kuitenkaan kanavoitunut täysimääräisesti tehdasteollisuuden tuotantoon saakka toimitusketjun häiriöiden ja sittemmin energiakriisin takia. Vaikka globaalissa kysynnässä havaittu siirtymä palveluista tavaroiden suuntaan johtui osaltaan pandemiasta, tunnistetut pandemiasokit eivät varsinaisesti kuvaa sitä, vaan niillä mitataan odottamattomia muutoksia ihmisten liikkumisessa eivätkä ne kykene välttämättä kuvaamaan odottamattomia muutoksia heidän kulutusmieltyyksissään. Tehdasteollisuuden vaikeampi reaktio liikkuvuuden odottamattomaan muutokseen lähikontakteja sisältäviin palveluihin verrattuna saattaa johtua jossain määrin siitä, että ihmisten kulutus kanavoitui palvelujen sijaan tavaroihin, mikä selittäisi osittain sen, miksi liikkuvuusokki vaikutti vähemmän tehdasteollisuuden kuin lähikontakteja sisältävien palvelujen arvonlisäykseen.

3 Euroalueen työvoiman viimeaikainen kehitys ja taustatekijät

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández ja Marco Weißler

Yksi huomattavista viimeaikaisista kehityskuluista euroalueen työmarkkinoilla on ollut työvoiman kasvun voimakas elpyminen. Erityisesti puolentoista viime vuoden aikana työllisyyden kasvun pääasiallinen lähde on ollut työvoimaan liittyvien henkilöiden määrän kasvu pikemminkin kuin työttömien määrän väheneminen. Tässä kehikossa tarkastellaan euroalueen työvoiman viimeaikaista kehitystä Eurostatin ja EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen (CES) tietojen perusteella. Siinä analysoidaan myös euroalueen työmarkkinoiden taustatekijöitä monifrekvenssisellä bayesilaisella vektoriautoregressiomallilla (MF-BVAR), joka erottelee työmarkkinakehityksen taustalla vaikuttavia veto- ja työntövoimatekijöitä.³⁴

Työvoima on nyt suurempi kuin ennen pandemiaa vuoden 2022 lopussa.

Työvoiman kasvu on viime aikoina palautunut pandemiaa edeltäneelle pitkän ajan trendilleen (kuvio A) erityisesti ulkomaisten työntekijöiden kasvuvaiikutuksen ansiosta.³⁵ Pandemiaa edeltäneiden lyhyen ja pitkän aikavälin trendien ero kuvastaa muutosta väestönkasvussa, joka on hidastunut selvästi vuodesta 2008 lähtien. Kesäkuussa 2023 kuukausittaisista työttömyystilastoista johdettu euroalueen työvoima oli noin 3,8 miljoonaa henkeä suurempi kuin tammikuussa 2020. EU:n työvoimatutkimuksen (LFS) yksityiskohtaiset neljännesvuotuiset tiedot osoittavat, että erityisesti EU:n ulkopuolelta tulleilla vierastyöntekijöillä oli keskeinen vaikutus työvoiman muutoksiin koronapandemian aikana. Pandemian ensimmäisessä vaiheessa vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2020 viimeiseen neljännekseen ulkomainen työvoima supistui suhteellisesti enemmän (2,0 %) kuin koko työvoima (1,2 %). Sitä vastoin vuoden 2021 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 ensimmäiseen neljännekseen vierastyöntekijöiden osuus työvoiman kasvusta oli 41 %, ja heidän osuutensa koko työvoimasta kasvoi tuolloin 10,3 prosentista 11,4 prosenttiin.

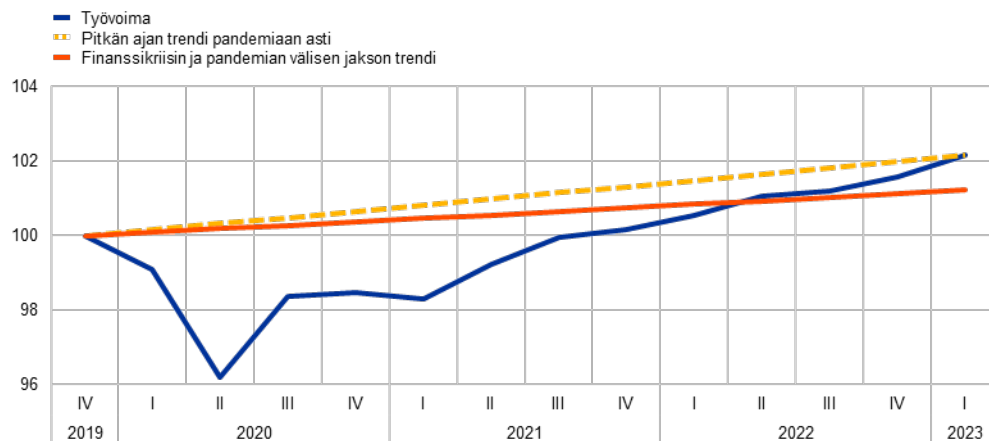
³⁴ Kattavassa analyysissä työllisyyden kasvun vaikutuksista työmarkkinoiden kireyteen ja palkkojen kasvuun on työvoiman kehityksen lisäksi otettava huomioon työmarkkinoiden sektorikohtaiset ulottuvuudet sekä keskimääräisten tehtyjen työtuntien vaikutus (intensiivinen marginaali). Ks. esim. ["More jobs but fewer working hours"](#), EKP:n blogi, 7.6.2023, jossa käsitellään työllisyyden ja tehtyjen työtuntien kokonaismäärän eroja sekä keskimääräisillä tehdyillä työtunneilla ollutta tärkeää roolia pandemian ja energiakriisin aikana. Ks. myös *Talouskatsauksen* 6/2022 kehikko ["Julksen sektorin työllistävä vaikutus koronakriisin aikana"](#).

³⁵ Euroalueen työvoiman kasvu ei jakaantunut tasaisesti sosiodemografisten ryhmien kesken. Esimerkiksi vähemmän ammattitaitoisten ja parhaassa työiässä olevien osallistumisasteet ovat elpyneet vähiten pandemian alun jälkeen (ks. *Talouskatsauksen* 8/2020 artikkelin ["The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market"](#)) kuvio 9).

Kuvio A

Euroalueen työvoima ja lineaariset pandemiaa edeltäneet trendit

(indeksi: IV/2019 = 100)



Lähteet: Eurostat, EKP:n euroalueen laajuisen mallin (Area-Wide Model) tietokanta ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Pitkän ajan trendi pandemiaan asti kattaa vuodet 1995–2019 ja finanssikriisin ja pandemian välisen jakson trendi kattaa vuodet 2009–2019. Tuorein havainto on vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä.

Viime vuosina yhä useampi uusista työllisistä euroalueella oli aiemmin työvoiman ulkopuolella.

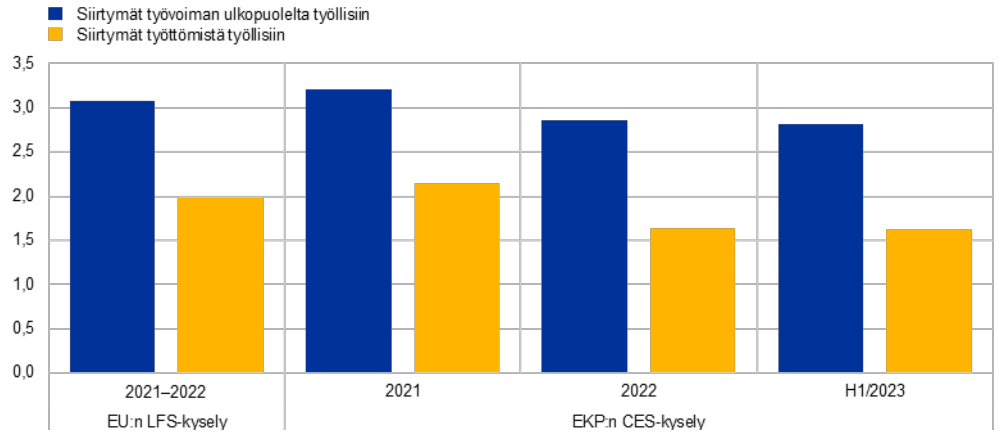
Siirtymät työvoiman ulkopuolelta työllisiin olivat työllisyyden kasvun tärkein taustatekijä. EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen mukaan työttömistä työllisiin siirtyneet muodostivat 1,6 % kaikista työllisistä, kun taas työvoiman ulkopuolelta työllistyneiden osuus oli 2,8 % (kuviot B). Tämän perusteella 37 % vuoden 2023 alkupuolella työllistyneistä oli edellisellä vuosineljänneksellä ollut työttömänä. Havainto on sopusoinnussa niiden Eurostatin tietojen kanssa, joiden mukaan vuonna 2022 työllistyneistä 60 % oli sitä ennen ollut työvoiman ulkopuolella, kun taas vuosina 2011–2019 vastaava osuus oli 51 %.³⁶

³⁶ Kun työmarkkinasiirtymien tarkastelussa otetaan huomioon työvoimatutkimuksen maakoostumus, työvoiman ulkopuolelta työllisiin siirtyneiden osuus nousi jaksolla 2011–2019 olleesta 49 prosentista 55 prosenttiin jaksolla 2021–2022. Työvoiman ulkopuolelta työllistymisen lisääntyminen verrattuna työttömyydestä työllistymiseen saattaa johtua myös tuoreemman jakson alhaisemmasta työttömyysasteesta. Vuosina 2011–2019 keskimääräinen työttömyysaste oli 10,2 % ja vuosina 2021–2022 se oli 7,3 %.

Kuvio B

Siirtymät työllisyyteen

(prosenttiosuudet työllisistä)



Lähteet: (EU:n työvoimatutkimus (LFS, Labour Force Study) ja EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus (CES, Consumer Expectations Survey).

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

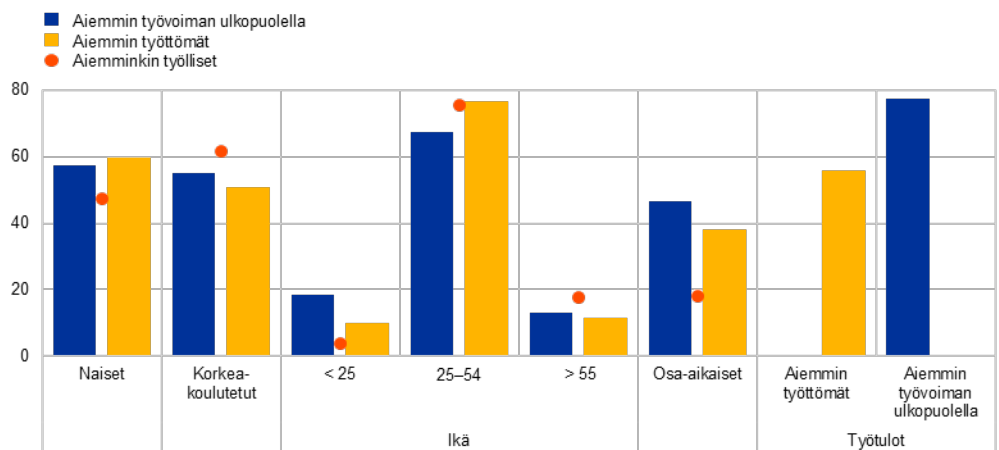
EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen mukaan uusien ja vanhojen työllisten välillä on eroavaisuuksia – muun muassa työtuloissa. Vasta

työllistyneet ovat keskimäärin nuorempia ja vähemmän koulutettuja kuin vanhat työntekijät (joilla oli työpaikka jo ennen tässä tarkasteltavia siirtymiä). Lisäksi heistä suurempi osa on naisia, työskentelee osa-aikaisesti ja ansaitsee pienempiä työtuloja (kuvio C). Työttömyydestä työllistyneet ansaitsevat keskimäärin noin 55 % vanhojen työllisten työtuloista ja suoraan työvoiman ulkopuolelta työllistyneet puolestaan noin 80 % vanhojen työllisten työtuloista. Yksilölliset ja työpaikkakohtaiset erityispiirteet selittävät nämä työtulojen erot vain osittain. Työttömyydestä ja työvoiman ulkopuolelta työllistyneiden ryhmien rakenteelliset erot kuitenkin selittävät heidän työtulojensa eroja todennäköisesti vain vähäisessä määrin.

Kuvio C

Uusien työllisten piirteitä

(prosenttiosuudet työllisistä, prosenttiyksikköä)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus

Huom. Oikeanpuoleiset sarakkeet kuvaavat uusien työllisten työtuloja verrattuna vanhoihin työllisiin. Tuoreimmat havainnot ovat huhtikuulta 2023.

Työvoiman ulkopuolisten osallistumisasteen nousu voi helpottaa työmarkkinoiden kireyttä.

Se saattaa myös osaltaan hillitä palkkojen kasvua, mutta tämä riippuu niistä eri tekijöistä, joiden takia työvoima kasvaa. Jos uusien työntekijöiden palkkaus heijastelee positiivista kysyntäsokkia (esim. ammattitaitoisen työvoiman kysynnän kasvu), on odotettavissa myös vanhojen työntekijöiden palkkapaineen kasvua, mutta jos muutokset johtuvat positiivisesta tarjontasokista (esim. nettomääräinen maahanmuutto), uudet työmarkkinatoimijat saattavat auttaa hillitsemään vanhojen työntekijöiden palkkavaatimuksia.

Käytämme euroalueelle estimoitua mallia johtamaan/tunnistamaan työvoimassa tapahtuneiden muutosten keskeiset taustatekijät ja niiden suhteellisen merkittävyyden suhdannekierron aikana.³⁷

Mallin tarkoituksena on tunnistaa tekijöitä, jotka johtuvat taustalla vaikuttavista voimista, kuten teknologiasta ja kokonaiskysyntätilanteesta, sekä muista tekijöistä, kuten väestökehityksestä, työnetsintätoimista tai tehtyjen työtuntien määrästä (työvoiman tarjonta), työvoiman kysynnän ja tarjonnan epätasapainosta sekä työntekijöiden neuvotteluvoimasta, joka näkyy muun muassa vähimmäispalkkojen muutoksina.

Malli osoittaa, että kokonaiskysynnän ja -tarjonnan kehitys ovat olleet pandemian jälkeen keskeisiä tekijöitä.

Kukin palkki kuviossa D kuvaa rakenteellisten sokkien erillistä kontribuutiota poikkeamiin mallilla estimoiduista arvoista ajanjaksolle vuoden 1998 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 ensimmäiseen neljännekseen. Kokonaistarjontatilanne (siniset palkit) ja kysyntätilanne (keltaiset palkit) aiheuttivat suurimman osan työvoiman supistumisesta ja kasvusta pandemian aikana. Nämä tekijät sisältävät myös teknologisten muutosten, pandemiaan liittyneiden liikkumisrajoitusten, kokonaiskysynnän muutosten sekä epäsymmetristen sektorikohtaisten muutosten vaikutukset.

Samalla työmarkkinaspesifiset sokit vauhdittivat työvoiman kasvua.

Työntekijöiden neuvotteluvoiman kasvu (vihreät palkit) liittyy todennäköisesti (i) vähimmäispalkkojen laajamittaiseen kasvuun, joka on osaltaan rohkaissut vajaatyöllisiä takaisin työvoimaan, (ii) maahanmuuton vähenemiseen koronapandemian aikana sekä (iii) työvoimapulan lisääntymiseen. Työvoiman tarjonnan paraneminen (punaiset palkit) puolestaan johtuu luultavasti nettomääräisen maahanmuuton ponnahtamisesta aiemmalle trendilleen. Sektorikohtaista ammattitaitoa koskevat kohtaanto-ongelmat kuitenkin hidastavat edelleen työvoiman kasvua, mikä näkyy epätasapainosokin kasvavana negatiivisena kasvuvaikutuksena (turkoosit palkit).

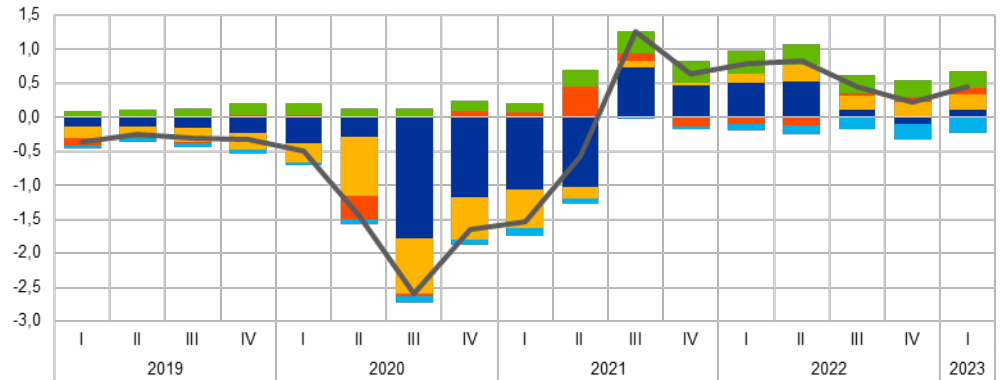
³⁷ Perustuu artikkeliin A. Consolo, C. Forni ja C. Martínez Hernández, "A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 85, nro 5, lokakuu 2023, s. 1048–1082. Empiirinen malli on MF-BVAR, ja sen estimoinnissa on käytetty tietoja inflaatiosta, teollisuustuotannosta, palkoista, työttömyydestä, avointen työpaikkojen määrästä ja työvoimasta. Malli on yleisen tasapainomallin empiirinen muoto, jossa sekä kokonaistaloudelliset että työmarkkinaspesifiset sokit määrittävät työvoiman kasvua.

Kuvio D

Työvoiman kehitystä mallissa määrittävät tekijät

(prosenttia; vaikutus prosenttiyksikköinä)

- Kokonaistarjonta
- Kokonaiskysyntä
- Työvoiman tarjonta
- Palkkaneuvottelut
- Kohtaamattomuus
- Työvoima



Lähteet: Eurostat ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Ks. lisätietoja mallista alaviitteestä 3. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 ensimmäiseltä neljännekseltä.

Kaiken kaikkiaan työvoiman merkittäväällä kasvulla on keskeisiä vaikutuksia työmarkkinoiden kasvun ja suhdannetilanteen ymmärtämisen kannalta.

Ensinnäkin koska työttömien lisäksi on aiempaa enemmän muita työhalukkaita, suhdannemittarina käytettävässä työmarkkinoiden käyttämättömässä kapasiteetissa on otettava huomioon yleistyneet siirtymät työvoiman ulkopuolelta työllisiin. Toiseksi mikäli muiden tekijöiden vaikutus pysyy ennallaan, työvoiman tarjonnan kasvu todennäköisesti hillitsee palkkاپaineita.

Mikä on kuluttajien mielestä tärkein viimeaikaista inflaatiota selittävä tekijä?

Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler ja Pedro Neves

Kuluttajien käsitykset tärkeimmistä inflaatioon vaikuttavista tekijöistä voivat merkittävällä tavalla määrittää heidän taloudellista käyttäytymistään ja inflaatio-odotuksiaan. Yleisesti voidaan todeta, että vallitseviin narratiiveihin perustuvat yksilölliset käsitykset vaikuttavat sekä toimintaan että odotuksiin.³⁸ Eräs tällainen narratiivi, joka voi vaikuttaa taloudelliseen käyttäytymiseen, on käsitys inflaatioon vaikuttavista tekijöistä. Kysymys siitä, mikä on keskeinen hintojen nousuun vaikuttava tekijä, on noussut viime aikoina entistä tärkeämmäksi.³⁹ Kuluttajien käsityksellä asiasta on merkitystä, sillä se voi vaikuttaa kuluttajien inflaatio-odotusten lisäksi myös heidän käyttäytymiseensä.⁴⁰ Tätä taustaa vasten EKP:n kuluttajaodotuksia selvittävässä CES-kyselyssä heinäkuussa 2023 kuluttajilta kysyttiin, mikä heidän käsityksensä mukaan oli tärkein tavaroiden ja palveluiden yleisen hintojen nousuun vaikuttanut tekijä vastaajan kotimaassa viimeisen 12 kuukauden aikana.⁴¹ Kolmeen tärkeimpään yrityskirjanpidolliseen hinnoittelutekijään perustuvat vastausvaihtoehdot olivat voitot, palkat ja muut tuotantokustannukset.⁴²

Useimmat kuluttajat ajattelevat, että tärkein hintojen muutoksiin vaikuttava tekijä ovat tuotantokustannukset. Yritysten voittoja pidettiin toiseksi tärkeimpänä ja palkkoja kolmanneksi tärkeimpänä tekijänä. Vastausten jakauma on esitetty kuvion A kohdassa a. Vastaajien selvä enemmistö (noin 65 %) valitsi tärkeimmäksi inflaatiota selittäväksi tekijäksi muut tuotantokustannukset (pois lukien palkat), joita ovat esimerkiksi energian ja välituotteiden hinnat. Yritysten voitot olivat kokonaisuutena toisella sijalla. Ne valitsi tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi 25 %

³⁸ Narratiivien vaikutuksista tapahtumiin ja käyttäytymiseen ks. esim. R. J. Shiller, *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

³⁹ Ks. C. Lagarde, "Breaking the persistence of inflation", puhe EKP:n keskuspankkifoorumissa "Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment", Sintra, Portugali, 27.6.2023; B. Bernanke ja C. Blanchard, "What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?", esitelmä konferenssissa "The Fed: Lessons learned from the past three years", Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, Hutchins Institution, 23.3.2023; N.-J. Hansen, F. Toscani ja J. Zhou, "Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains", blogikirjoitus, International Monetary Fund, 26.6.2023.

⁴⁰ Jos esimerkiksi kuluttajat ajattelevat, että inflaatio johtuu tuotantokustannusten (esim. energian ja raaka-aineiden hintojen) noususta, he pitävät todennäköisemmin nopeaa inflaatiota ohimenevänä ilmiönä. Tällöin heidän inflaatio-odotuksensa saattavat asettua nopeammin EKP:n inflaatiotavoitteen tasolle. Vastaavasti jos kuluttajat ajattelevat, että inflaation taustalla ovat ennen kaikkea palkat tai yritysten voitot, heidän inflaatio-odotuksensa saattavat etäännyä pitkäkestoisemmin EKP:n inflaatiotavoitteesta. Lisäksi jos kuluttajat ajattelevat korkeiden hintojen johtuvan yritysten tuotantokustannuksista, he saattavat olla valmiimpia maksamaan korkeampia hintoja kuin silloin, jos he pitävät korkeiden hintojen syynä yritysten voittoja.

⁴¹ Kysymys kuului näin: "Mikä on mielestäsi tärkein tekijä, joka on vaikuttanut tavaroiden ja palveluiden yleisen hintatason muutokseen (kotimaassasi) 12 viime kuukauden aikana?". Vastausvaihtoehdot: "1. Tärkein tekijä on yritysten voitot; 2. Tärkein tekijä on yritysten palkkakustannukset; 3. Tärkein tekijä on yritysten muut tuotantokustannukset (esim. energia, raaka-aineet tai muut liiketoiminnan kustannukset)". Otoksessa oli mukana kuusi euroalueen suurinta taloutta (Belgia, Saksa, Espanja, Ranska, Italia ja Alankomaat), ja vastaajia oli yhteensä 10 308 (Belgia 845, Saksa 1 797, Espanja 2 268, Ranska 2 264, Italia 2 267 ja Alankomaat 867).

⁴² Koska kysymysten esittämisjärjestys voi vaikuttaa siten, että vastaajat suosivat ensimmäistä tai viimeistä vaihtoehtoa, vastausvaihtoehdot esitettiin satunnaisessa järjestyksessä yli 10 000 vastaajan kohdalla. Vastausvaihtoehtojen järjestyksellä oli tilastollisesti merkitsevä vaikutus vastauksiin. Sillä ei kuitenkaan ollut sisällöllisesti merkittävää vaikutusta kolmen vastausvaihtoehdon aggregoituihin keskiarvoihin tai niiden keskinäiseen järjestykseen.

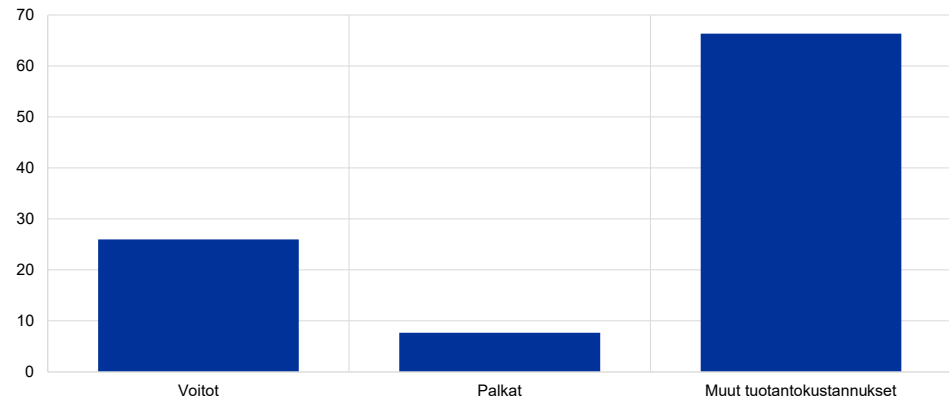
vastaajista. Kolmannella sijalla olivat palkat, jotka valitsi tärkeimmäksi tekijäksi 8 % vastaajista. Vastausvaihtoehtojen suhteelliset osuudet olivat samat maasta ja kaikista demografisista muuttujista riippumatta.⁴³

Kuvio A

Vastaajien käsitykset tärkeimmästä inflaatiota selittävästä tekijästä

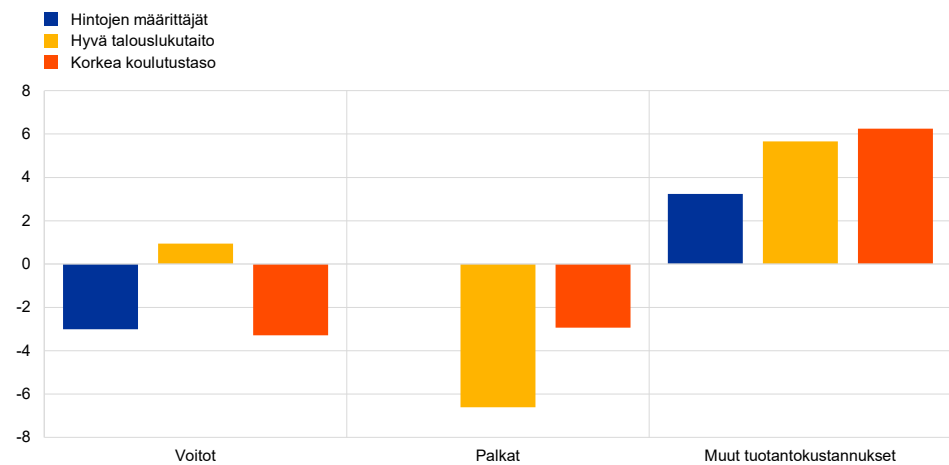
a) Kaikki vastaajat

(prosenttia kuluttajista)



b) Vastaajaryhmittäin

(prosenttiyksikköjä, ryhmäkohtaiset erot)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotuksia selvittävä kysely (CES, Consumer Expectations Survey).

Huom. Kohta a: painotetut estimaatit. Kunkin vaihtoehdon valinneiden vastaajien osuus. Kohta b: painotetut estimaatit.

Vastaajaryhmien väliset erot vastauksissa. "Hyvä talouslukutaito" tarkoittaa asteikolla 1–5 arvoja 5 ja 4. Tämän ryhmän vastauksia on verrattu mainitulla asteikolla enintään arvon 3 saaneiden ryhmään. "Korkea koulutustaso" tarkoittaa vähintään alemmaa korkeakoulututkintoa. Tämän ryhmän vastauksia on verrattu kaikkiin muihin. "Hinnan määrittäjät" -alaryhmään kuuluvat vastaajat, jotka ilmoittivat toimivansa johtotehtävissä ja olevansa vastuussa hintojen määrittämisestä ja sopimuksiin liittyvistä seikoista.

Tietämys yritysten hinnoittelustrategioista sekä hyvä talouslukutaito ja korkea koulutustaso olivat yhteydessä siihen, että tärkeimmäksi inflaatiota selittäväksi tekijäksi valittiin useammin muut tuotantokustannukset. Tulosten vaihtelu vastaajaryhmittäin on esitetty kuvion A kohdassa b. Vastaajat, jotka toimivat johtotehtävissä ja olivat vastuussa hintojen määrittämisestä ja työ sopimuksiin liittyvistä seikoista (ja joilla siis oli tietoa hinnoittelustrategioista), valitsivat muita

⁴³ Vastausvaihtoehtojen suhteelliset osuudet olivat samat kaikista demografisista muuttujista riippumatta. Eri demografisissa ryhmissä esiintyi pieniä eroja suuruusluokassa, mutta ne eivät vaikuttaneet vastausvaihtoehtojen järjestykseen sinänsä.

useammin tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi muut tuotantokustannukset.⁴⁴ Näin valitsivat myös vastaajat, joilla oli hyvä talouslukutaito tai korkea koulutustaso.

Vaikka kaikissa maissa palkat olivat selittävistä tekijöistä vasta kolmannella sijalla, tutkimuksessa tuli kuitenkin ilmi maakohtaisten käsitysten ja kyseisen maan palkkakehityksen välinen korrelaatio. Palkat olivat kaikissa maissa selittävistä tekijöistä vasta kolmannella sijalla, mutta maiden välillä ilmeni joitakin eroja. Espanjassa ja Italiassa alle 6 % vastaajista valitsi palkat tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi, kun taas Belgiassa ja Alankomaissa vastaava luku oli yli 10 %. Kuvion B kohdassa a rinnastetaan maakohtaiset vastaukset ja kyseisen maan sopimuspalkkojen toteutunut nousu. Belgiassa ja Alankomaissa palkkojen toteutunut nousu on suurempi, ja siellä myös suurempi osuus vastaajista valitsi palkat tärkeimmäksi inflaatiota selittäväksi tekijäksi.

Vastaajat, joiden työtehtäviin kuului palkkojen määrittäminen, valitsivat todennäköisemmin palkat tärkeimmäksi inflaatiota selittäväksi tekijäksi.

Kuvion B osassa b esitetään palkkavaihtoehdon valinta vastaajaryhmittäin. Vastaajat, jotka osallistuivat aktiivisesti palkkojen määrittämiseen, valitsivat todennäköisemmin tämän vaihtoehdon. Se saattaa tarkoittaa, että heillä on enemmän käsitystä palkkojen merkityksestä yritysten kulurakenteessa kuin kuluttajilla, jotka seuraavat vain omia tulojaan. Tarkemmin sanottuna vastaajaryhmät, jotka todennäköisemmin valitsivat palkat tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi, olivat johtotehtävissään palkkojen määrittämisestä vastaavat henkilöt sekä yksityisyrittäjät, joilla on työntekijöitä. Sitä vastoin palkansaajat ja yksityisyrittäjät, joilla ei ole työntekijöitä, harvemmin valitsivat palkat tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi.

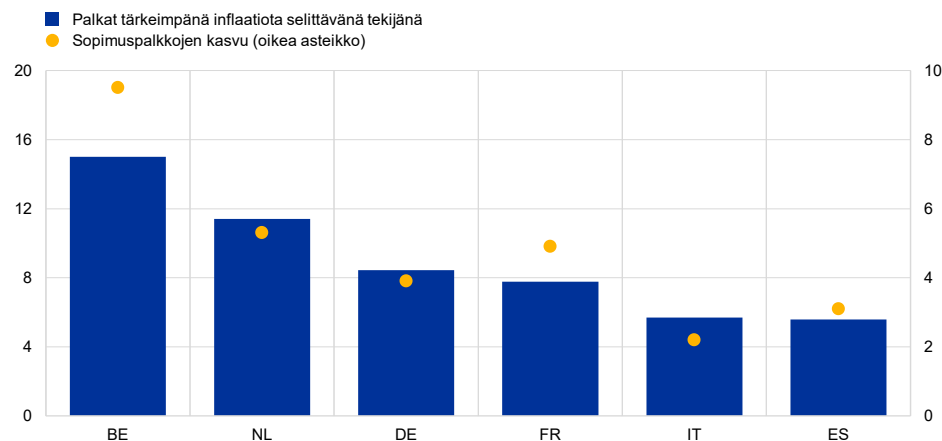
⁴⁴ Johtotehtävissä toimivia vastaajia (jotka olivat vastuussa joko hintojen tai palkkojen määrittämisestä) oli noin 14,5 % kaltaistetusta otoksesta. Lähemmin tarkasteltuna johtotehtävissä toimivia ja työsopimus- tai palkkavastuussa olevia vastaajia oli 11,7 % (N=1 065) koko kaltaistetusta otoksesta. Palkkavastuussa olevia vastaajia puolestaan oli 6,4 % (N=582) prosenttia kaltaistetusta otoksesta.

Kuvio B

Käsitykset palkoista tärkeimpänä inflaatiota selittävänä tekijänä

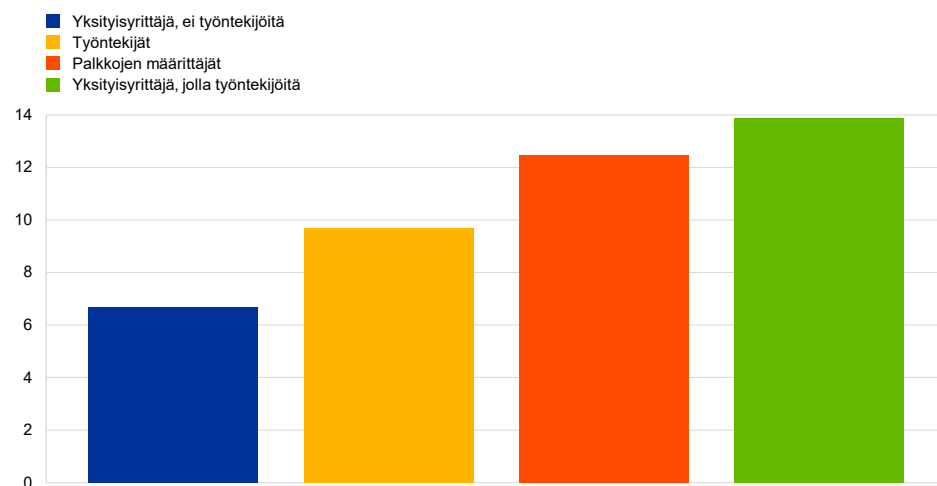
a) Maittain

(prosenttia vastaajista, vuotuinen prosenttimuutos)



b) Vastaajaryhmittäin

(prosenttia vastaajista)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotuksia selvittävä kysely (CES, Consumer Expectations Survey).

Huom. Kohta a: painotetut estimaatit. "Sopimuspalkkojen nousu" tarkoittaa sopimuspalkkojen vuotuista kasvuvauhtia vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä mukaan lukien kertakorvaukset. Kohta b: painotetut estimaatit. Palkkavaihtoehdon tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi valinneiden vastaajien osuus. Yksityisyrityttäjät on jaoteltu sen mukaan, onko heillä palkattuja työntekijöitä. "Palkkojen määrittäjät" -alaryhmään kuuluvat johtotehtävissä toimivat vastaajat, jotka ilmoittivat olevansa vastuussa palkkojen määrittämisestä.

Vastaajat, jotka pitävät muita tuotantokustannuksia inflaation tärkeimpänä selittävänä tekijänä, odottavat nopean inflaation jakson jäävän lyhyemmäksi.

Näillä vastaajilla keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat alhaisemmat ja lyhyen aikavälin odotuksilla on pienempi vaikutus keskipitkän aikavälin odotuksiin.

Taulukossa 1 esitetään vastausten ja keskipitkän aikavälin inflaatio-odotusten välinen korrelaatio, kun koulutustaso, talouslukutaito sekä maa- ja aikakohtaiset kiinteät vaikutukset on huomioitu.⁴⁵ Tulosten perusteella tuotantokustannusten valitseminen tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi on yhteydessä vähäisempiin

⁴⁵ Tutkimuksessa on huomioitu myös jotkin muuten mahdollisesti inflaatio-odotuksiin vaikuttavat muuttujat, jotta saataisiin esiin inflaatiota selittävää tekijää koskevan näkemyksen vaikutus puhtaimmillaan ilman mahdollisten sekoittavien tekijöiden (esim. koulutuksen tai talouslukutaidon) vaikutusta.

keskipitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin. Ero perusotoksen ryhmään, jossa tärkeimpänä selittävänä tekijänä pidettiin yritysten voittoja, on keskimäärin 0,46 prosenttiyksikköä. Voidaan myös todeta, että lyhyen inflaatio-odotuksen ehdollinen vaikutus keskipitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin niillä vastaajilla, jotka valitsivat tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi ”muut tuotantokustannukset”, on 32 %, kun koko aineistossa vaikutus oli 60 %.⁴⁶ Lisäksi odotettu todennäköisyys sille, että EKP ylläpitää hintavakautta, on 3,5–3,6 prosenttiyksikköä suurempi vastaajilla, jotka valitsivat ”muut tuotantokustannukset” kahden muun vaihtoehdon sijaan. Tämä positiivinen yhteys on vahvempi kuin koulutustason, talouslukutaidon tai tulotason yhteys.

Taulukko A

Inflaatio-odotukset ja käsitykset inflaatiota selittävistä tekijöistä

| Malli | Tärkein inflaatiota selittävä tekijä | | Talouslukutaito | | Koulutustaso | | Inflaatio-odotus 1 vuoden päästä | Yhteisvaikutus: inflaatio-odotus 1 vuoden päästä ja vastaus ”palkat” | Yhteisvaikutus: inflaatio-odotus 1 vuoden päästä ja vastaus ”muut tuotantokustannukset” | Maa-koht. kontrollit | Aika-koht. teit vaikutukset |
|---|--------------------------------------|------------------|-----------------|--------|--------------|---------|----------------------------------|--|---|----------------------|-----------------------------|
| | Palkat | Muut tuot. kust. | Keskimäär. | Hyvä | Keskimäär. | Korkea | | | | | |
| Selitettävä muuttuja | | | | | | | | | | | |
| Inflaatio-odotus 3 vuoden päästä | -0,2 | 0,46** | -0,82*** | 1,87** | -0,69** | -1,13** | | | | Kyllä | Kyllä |
| | -0,156 | -0,09 | -0,122 | -0,112 | -0,134 | -0,125 | | | | | |
| Inflaatio-odotus 3 vuoden päästä | 0,45 | 0,31** | -0,43** | 0,91** | -0,59* | -0,89** | 0,60** | 0 | 0,03** | Kyllä | Kyllä |
| | -0,142 | -0,086 | -0,096 | -0,088 | -0,106 | -0,099 | -0,005 | -0,01 | -0,006 | | |
| Tavoitteeseen pääsyn todennäköisyys 3 vuoden päästä | | 3,60** | 1,51** | 3,60** | -0,71 | 1,27** | | | | Kyllä | Kyllä |
| | | -0,42 | -0,63 | -0,58 | -0,69 | -0,66 | | | | | |
| Tavoitteeseen pääsyn todennäköisyys 3 vuoden päästä | | 3,48** | 1,52** | 3,33** | -0,78 | 1,13** | -0,37** | | | Kyllä | Kyllä |
| | | -0,42 | -0,68 | -0,58 | -0,68 | -0,65 | -0,02 | | | | |

Lähde: EKP:n kuluttajaodotuksia selvittävä kysely (CES, Consumer Expectations Survey).

Huom. Painotetut estimaatit. Otokseen sisältyy suurin osa inflaation tärkeintä selittävää tekijää koskevaan kysymykseen vastanneista (noin 9 500 vastaajaa). Pois jätettiin vain muutamia vastauksia, joita ei voitu kaltaistaa. Luokat on esitetty suhteessa perustasoon, joka on vastausten osalta ”voitot” sekä talouslukutaidon ja koulutuksen osalta ”heikko/matala”. Talouslukutaito: heikko = arvot 1–2, keskimääräinen = 3, hyvä = 4–5. Koulutustaso: matala = enintään alempi keskiaste, keskimääräinen = lukio, korkea = korkea-asteen koulutus.

*Merkittävyytaso 10 %. **Merkittävyytaso 5 % ***Merkittävyytaso 1 %.

Vastaajilla vaihtoehdon ”muut tuotantokustannukset” valitseminen tärkeimmäksi inflaatiota selittäväksi tekijäksi korreloi sen käsityksen kanssa, että EKP pystyy ylläpitämään hintavakautta kolmen vuoden aikana. Vastaajien

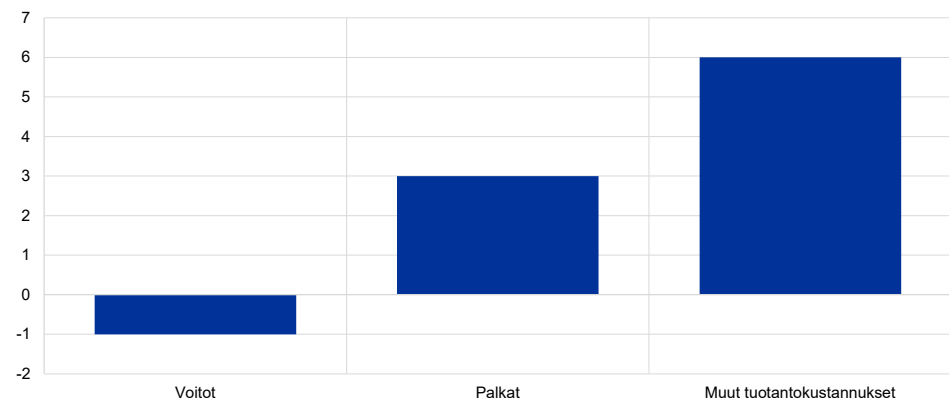
⁴⁶ Ehdollinen vaikutus saatiin laskemalla yhteen yhden vuoden inflaatio-odotuksen vaikutus kolmen vuoden inflaatio-odotuksiin (0,60), vastauksen 3 tekemuuttuja eli dummy-muuttuja (-0,31) sekä yhteisvaikutus (0,03). Reuna- eli marginaalivaikutus kasvaa (0,03) yhden vuoden inflaatio-odotuksen kasvaessa, mutta sen lähtötaso on huomattavasti alhaisempi (-0,31) niillä vastaajilla, jotka valitsivat ”muut tuotantokustannukset” tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi.

näkemyks muista tuotantokustannuksista tärkeimpänä selittävänä tekijänä (ja siten myös todennäköisyys tulkita inflaatiota nopeuttavat tekijät tilapäisiksi) korreloi vahvasti kuluttajien näkemyksiin siitä, että EKP pystyy ylläpitämään hintavakautta kolmen vuoden aikana.⁴⁷ Kuviosta C ilmenee, että EKP:n hintavakauden ylläpitämistä koskevan käsityksen todennäköisyyden mediaani on korkein, kun tärkeimmäksi inflaatiota selittäväksi tekijäksi on valittu muut tuotantokustannukset. Mediaani on alempi, kun tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi on valittu palkat, ja alimmillaan se on silloin, kun tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi on valittu voitot.

Kuvio C

Käsitykset EKP:n kyvystä ylläpitää hintavakautta kolmen vuoden aikana ja käsitykset inflaatiota selittävästä tekijöistä

(prosenttiyksikköinä)



Lähde: EKP:n kuluttajaodotuksia selvittävä kysely (CES, Consumer Expectations Survey).

Huom. Painotettuja estimaatteja. Palkit kuvaavat vastausvaihtoehtojen mukaan jaoteltua todennäköisyyden mediaania, josta on vähennetty todennäköisyyden kokonaismediaani. EKP:n hintavakauden ylläpitämistä koskevat todennäköisyydet on laskettu CES-kyselyn seuraavaan kysymykseen annetuista vastauksista: "Kuinka todennäköistä mielestäsi on, että Euroopan keskuspankki (EKP) pitää hinnat vakaina euroalueen taloudessa kolmen seuraavan vuoden aikana?". Vastaus annettiin asteikolla 1–100.

Kaiken kaikkiaan uudet CES-kyselyyn perustuvat tiedot viittaavat siihen, että käsitykset nykyisen inflaation tärkeimmistä selittävästä tekijöistä ovat yhteydessä siihen, miten kuluttajat muodostavat keskipitkän aikavälin inflaatio-odotuksensa.

Useimmat vastaajat pitivät muita tuotantokustannuksia kuin palkkoja tärkeimpänä inflaatiota selittävänä tekijänä kesäkuussa 2023 päättyneellä 12 kuukauden jaksolla. Se, kumpaa kahdesta muusta vaihtoehdosta (yritysten voitot tai palkat) pidetään tärkeämpänä selittävänä tekijänä, vaatii jatkoselvitystä. Hyödyllistä olisi myös tarkastella, onko tämä käsitys mahdollisesti yhteydessä suurempiin keskipitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin ja käsitykseen EKP:n heikommasta kyvystä ylläpitää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä.

⁴⁷ Koko aineiston todennäköisyyden mediaani on tässä 42 %. Ilman pitempää aikasarjaa tätä indikaattoria on kuitenkin vaikea tulkita, joten analyysissä on keskitytty poikittaistarkastelussa ilmeneviin eroihin. Indikaattori on laadittu tutkimusprojektissa, jossa tutkittiin EKP:n vuoden 2021 strategian uudelleenarviointiin liittyvän viestinnän tehoavuutta. Ks. M. Ehrmann, D. Georgarakos ja G. Kenny, "Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy", *Working Paper -julkaisusarja*, nro 2785, EKP, 2023.

Ilmastonmuutos ja euroalueen yritysten vihreät investoinnit ja rahoitus – SAFE-kyselyn tuloksia

Annalisa Ferrando, Johannes Groß ja Judit Rariga

Tässä kehikossa tarkastellaan euroalueen yritysten käsityksiä ilmastonmuutokseen liittyvistä riskeistä sekä sen vaikutusten vähentämiseen liittyviä investointisuunnitelmia ja rahoitustarpeita. Euroopan keskuspankki toteutti 25.5.–26.6.2023 välisenä aikana SAFE-kyselyn ([Survey on the Access to Finance of Enterprises](#)) pilottikierroksen. Kyselyssä oli ensi kertaa mukana kysymyksiä, jotka käsittelivät erityisesti ilmastonmuutoksen vaikutusta euroalueen yrityksiin.⁴⁸ Aiheeseen liittyen yrityksiltä kysyttiin, 1) miten merkittävänä ne pitävät fyysisten ja siirtymäriskien seurauksia, 2) miten ne investoidessaan pyrkivät hallitsemaan riskejä tai vähentämään taloudellisen toimintansa negatiivisia ympäristövaikutuksia, 3) millaisia rahoituslähteitä ne ovat valinneet ilmastonmuutokseen liittyville investoinneille ja 4) mitä mahdollisia esteitä tarvittavan rahoituksen hankinnassa on tullut esiin.

Tutkimuskirjallisuudessa ilmatoriskit jaetaan tavallisesti kahteen luokkaan: fyysisiin riskeihin ja siirtymäriskeihin. Fyysiset riskit johtuvat ilmastonmuutoksen fyysisestä vaikutuksesta talouteen esimerkiksi äärimmäisten sääilmiöiden ja ilmastomallien muuttumisen kautta. Siirtymäriskit puolestaan johtuvat vähähiiliseen talouteen siirtymisen edistämiseksi toteutettavista tiukemmista ilmastonormeista, sääntelystä ja hiilipäästöjen hinnoittelusta. Fyysiset riskit voidaan edelleen jakaa toisaalta akuutteihin fyysisiin riskeihin, jotka liittyvät luonnonriskeihin, kuten maastopaloihin, myrskyihin ja tulviin, ja toisaalta kroonisiin riskeihin, jotka liittyvät ilmastomallien pitempiaikaisiin muutoksiin ja johtavat luonnonympäristön pilaantumiseen ja luonnonvarojen ehtymiseen.⁴⁹ Ilmastonmuutoksen vaikutukset seuraavien viiden vuoden aikana olivat varsin yleinen huolenaihe euroalueen yrityksissä, ja 60 % vastaajista ilmoitti tiukempiin ilmastonormeihin liittyvien siirtymäriskien olevan ”erittäin tärkeitä”.⁵⁰ Suuret yritykset olivat pk-yrityksiä

⁴⁸ Tämän pilottikierroksen tarkoitus oli arvioida SAFE-kyselyyn suunniteltuja muutoksia, joita ovat esimerkiksi 1) kyselyfrekvenssin lisääminen puolivuositaisesta neljännesvuositaiseksi, jotta yritysten rahoitusoloista saataisiin ajantasaisempia tietoja, 2) uudet ennakoivat kysymykset talouden keskeisten muuttujien määrällisestä kehityksestä ja 3) uudet erilliskysymykset. Pilottikierroksen tuloksia ei toistaiseksi ole julkaistu EKP:n verkkosivuilla. Ne on tarkoitus julkaista, kun vastausten laadunarviointi saadaan päätökseen. SAFE-kyselyn pilottikierroksella oli käytössä tavallista pienempi otos euroalueen yrityksistä. Jotta otos olisi edustava, se poimittiin ositetulla otannalla maan, kokoluokan ja taloudellisen toiminnan mukaan. Otoksen koko oli 5 733 yritystä, joista 5 233 (91 %) oli pk-yrityksiä (alle 250 työntekijän yrityksiä). Pilottikyselyssä oli mukana yrityksiä Itävallasta, Belgiasta, Suomesta, Ranskasta, Saksasta, Kreikasta, Irlannista, Italiasta, Alankomaista, Portugalista, Slovakiasta ja Espanjasta.

⁴⁹ Ks. Bank for International Settlements, ”[Climate-related risk drivers and their transmission channels](#)”, huhtikuu 2021, ja Network for Greening the Financial System, ”[Macroeconomic and financial stability: implications of climate change](#)”, heinäkuu 2019. Ks. myös Frank Eldersonin blogikirjoitus, ”[The economy and banks need nature to survive](#)”, EKP, kesäkuu 2023.

⁵⁰ Samanlaisia tuloksia saatiin EKP:n alkuvuodesta 2022 keskeisille yrityksille tekemässä kyselyssä, joka käsitteli ilmastonmuutoksen vaikutusta taloudelliseen toimintaan ja hintoihin. Kysyttäessä ilmastonmuutoksen pääasiallisista vaikutuksista yrityksen liiketoimintaan noin kaksi kolmasosaa vastaajista mainitsi riskit, jotka liittyvät nollapäästötalouteen siirtymiseen, ja puolet vastaajista mainitsi myös muuttuvasta ilmastosta aiheutuvat fyysiset riskit. Ks. [Talouskatsaus 4/2022](#), ”[Ilmastonmuutoksen vaikutukset talouteen ja hintoihin – keskeisten yritysten vastauksia kyselytutkimukseen](#)”.

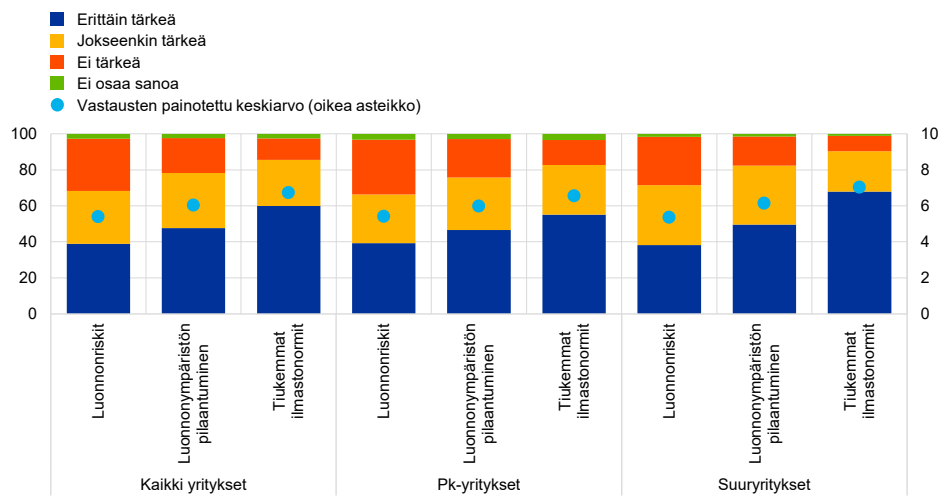
enemmän huolissaan siirtymäriskeistä, jotka johtuivat tiukemmista ilmastonormeista, sääntelystä ja hiilipäästöjen hinnoittelusta.

Lisäksi 39 % vastaajista ilmoitti olevansa hyvin huolissaan ilmastomuutoksen mukanaan tuomista luonnonriskeistä (asteikolla 1–10 vähintään 7), ja 48 % oli yhtä huolissaan luonnonympäristön pilaantumisesta. Tämä osoittaa, että suurempi osa yrityksistä on huolissaan luonnonympäristön pilaantumisesta silloinkin, kun ne eivät arvioi välittömien luonnonriskien vaarantavan niiden omia liiketoimintoja.

Kuvio A

Ilmastomuutosten seurausten tärkeys yritysten mielestä seuraavien viiden vuoden aikana

(prosentteja)



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

Huom. Yrityksiltä kysyttiin, miten tärkeänä ne pitävät ilmastomuutoksen seurauksia nykyisen liiketoimintamallinsa kannalta seuraavien viiden vuoden aikana asteikolla 1–10, jossa 1 tarkoittaa "ei lainkaan tärkeä" ja 10 "erittäin tärkeä". Asteikko jaoteltiin edelleen kolmeen luokkaan: vähäinen (arvot 1–3), keskimääräinen (arvot 4–6) ja suuri (arvot 7–10). Keskimääräinen tulos on painotettu kokoluokalla, taloudellisella toiminnalla ja maalla, jotta koko yrityspopulaation rakenne tulee edustetuksi.

Ilmastomuutoksesta johtuvat fyysiset riskit olivat yritysten huolenaiheena etenkin rannikkoseuduilla ja alueilla, joilla on esiintynyt enemmän maastopaloja. Siirtymäriskit huolenaiheena puolestaan jakautuivat tasaisemmin koko euroalueelle (kuvio B).

Alueellinen analyysi osoittaa, että ilmastomuutokseen liittyvät luonnonriskit ovat suurempina huolenaiheena rannikkoseuduilla tai alueilla, joilla perinteisesti on esiintynyt kuivuutta, maastopaloja tai tulvia, etenkin Etelä-Euroopassa ja Pohjoismaissa (kuvio B, kohta a, vasen reuna). Huolet luonnonympäristön pilaantumisesta puolestaan keskittyvät alueille, joilla on paljon turismia tai raskasta teollisuutta (kuvio B, kohta a, oikea reuna). Paitsi että siirtymäriskit ovat huolenaiheena useammilla yrityksillä kuin fyysiset riskit, kuten kuviossa A esitetään, ne myös jakautuvat tasaisemmin koko euroalueelle (kuvio B, kohta b). Koska ilmastosäädökset laaditaan pääasiassa kansallisen tai EU:n lainsäädännön tasolla, yritysten näkemys siirtymäriskin tärkeydestä on fyysisiin riskeihin nähden maakohtaisesti yhdenmukaisempi. Näkemys fyysisten riskien tärkeydestä puolestaan on alueellisesti enemmän keskittynyt.

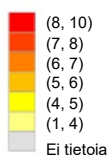
Kuvio B

Ilmastonmuutoksen vaikutusten tärkeys yritysten mielestä seuraavien viiden vuoden aikana – maantieteellinen jakauma

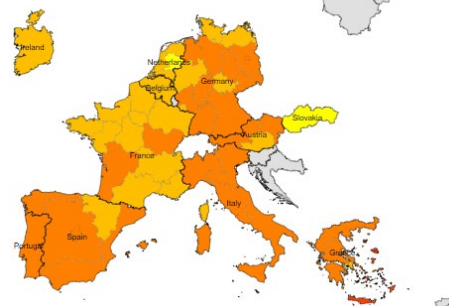
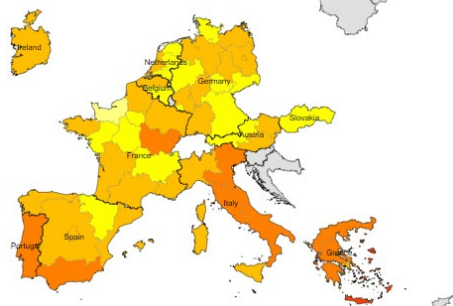
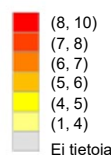
a) Fyysinen riski

(vastausten painotetut keskiarvot)

Luonnonriskien vaikutus

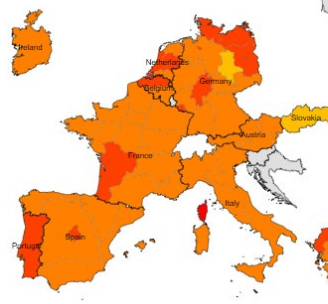
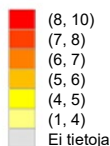


Luonnonympäristön pilaantuminen



b) Siirtymäriski

(vastausten painotetut keskiarvot)



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

Huom. Kartoilla esitetään painotetut keskiarvot yritysten vastauksista kysymykseen, joka koski ilmastonmuutoksen seurauksien tärkeyttä seuraavien viiden vuoden aikana. Vastaukset on ryhmitelty euroalueen keskeisten sosioekonomisten alueiden mukaan NUTS1-luokituksen perusteella. Yrityksiltä kysyttiin, miten tärkeitä ilmastonmuutoksen seuraukset (luonnonriskit, luonnonympäristön pilaantuminen ja tiukemmat ilmastonormit) ovat niiden nykyisen liiketoimintamallin kannalta seuraavien viiden vuoden aikana asteikolla 1–10, jossa 1 tarkoittaa "ei lainkaan tärkeää" ja 10 "erittäin tärkeää". Vastausten painotetut keskiarvot NUTS1-luokituksen tasolla ovat kunkin luokan vastausten keskiarvoja painotettuna kokoluokalla, taloudellisella toiminnalla ja maalla, jotta ne kuvastaisivat koko yrityspopulaation taloudellista rakennetta.

Maakohtaisesti yritysten huolet luonnonriskien vaikutuksista kuvastavat aiempia tappioita ja korreloivat ennakoitujen riskien kanssa (kuvio C).

Kuvion C kohdasta a käy ilmi, että luonnonriskien tärkeyttä yrityksen liiketoiminnalle koskevien kyselyvastausten painotettujen keskiarvojen sekä luonnonkatastrofien viimeisten 40 vuoden aikana aiheuttamien kumuloitujen maakohtaisten tappioiden välillä on selvä yhteys.⁵¹ Korrelaatio ei kuitenkaan ole yhtä vahva, kun kyselytutkimukseen perustuvia maakohtaisia tuloksia (ryhmiteltynä vähäisen, keskimääräisen ja suuren riskin koreihin) verrataan ennakoivaan indikaattoriin, jolla approksimoidaan pankeille yrityslainoista odotettavissa olevia, luonnonriskeistä johtuvia vuotuisia tappioita perusilmastoskenaariossa (kuvio C, kohta b).⁵² Yritysten arviot suuremmasta riskistä korreloivat vain heikosti ilmastonmuutoksesta johtuvien merkittävästi suurempien odotettujen tappioiden kanssa. Lisäksi niiden yritysten joukossa, jotka pitävät luonnonriskejä erittäin tärkeinä, ennakoitujen tappioiden jakauma on laajempi. Tämä saattaa viitata siihen, että yritykset eivät vielä ole täysimääräisesti huomioineet ilmastonmuutoksen tulevaa kehitystä riskiarvioissaan, koska tuleviin ilmastoskenaarioihin liittyy paljon epävarmuutta.

⁵¹ Lisätietoja aiemmista ilmastonmuutoksen aiheuttamista tappioista: ks. luonnonkatastrofeista koottu tietokanta [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#).

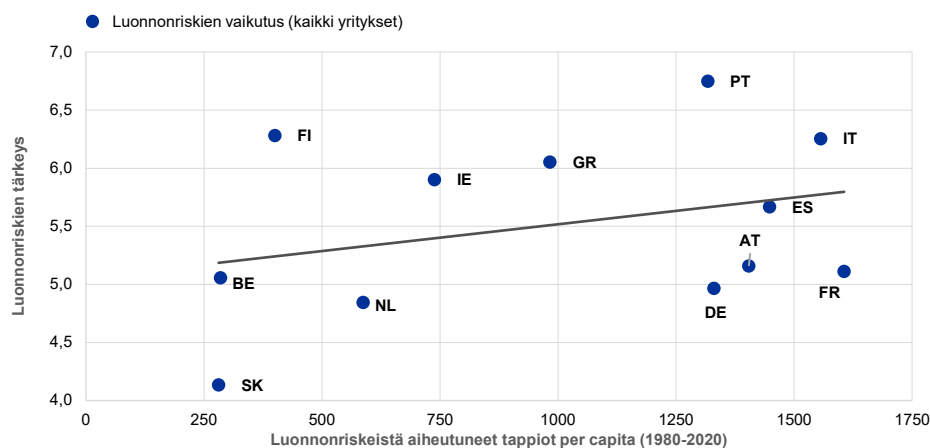
⁵² Euroopan komission Joint Research Centre (JRC) -tutkimuskeskuksen perusskenaarion (JRC 2017) pohjalta luonnonriskeistä (rannikko- ja jokialueiden tulvat sekä myrskyt) johtuvat maakohtaiset vuositappiot on approksimoitu käyttäen yritystason riskipistesummia, jotka on painotettu yritysten osuuksilla lainoista, velkainstrumenteista ja oman pääoman ehtoisista sijoituksista rahoituslaitoksiin nähden. Yritystason riskiarvot osoittavat vuosittain riskinalaisen salkunosan osuuden kokonaisvaroista JRC:n haittafunktiolla estimoituna (Huizinga, De Moel ja Szewczyk 2017). Lisätietoja indikaattoreista ja metodologiasta: ks. [ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

Kuvio C

Luonnonriskien tärkeys seuraavien viiden vuoden aikana suhteessa niistä johtuviin aiempiin ja ennakoituihin tappioihin

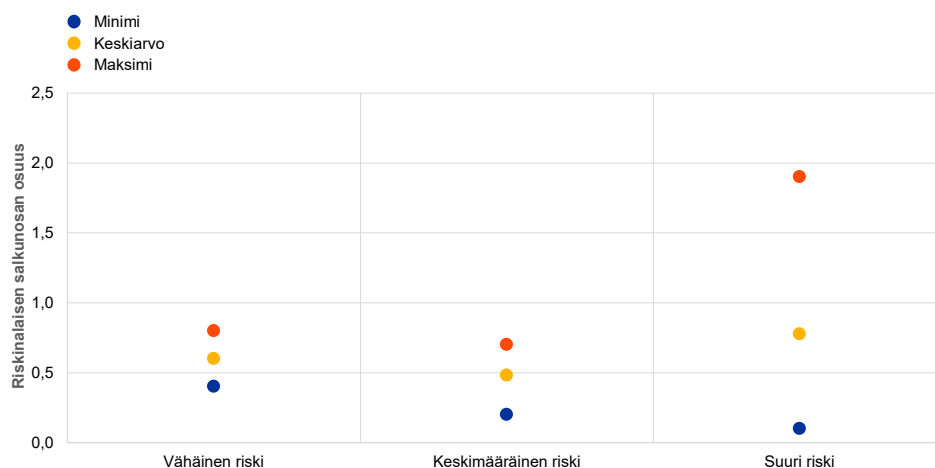
a) Aiemmat luonnonriskeistä johtuneet tappiot

(y-akseli: kyselytutkimuksen vastausten painotetut keskiarvot; x-akseli: milj. euroa)



b) Ennakoidut tappiot

(y-akseli: prosentteja; x-akseli: kyselytutkimuksen vastaukset riskin mukaan ryhmiteltynä)



Lähteet: EKP ja Euroopan komission SAFE-kysely, Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT), EKP:n fyysisistä riskeistä koskevat analyttiset indikaattorit ja EKP:n laskelmat.

Huom. SAFE-kyselyyn osallistuneilta yrityksiltä kysyttiin, miten tärkeitä luonnonriskien seuraukset ovat niiden nykyisen liiketoimintamallin kannalta seuraavien viiden vuoden aikana asteikolla 1–10, jossa 1 tarkoittaa "ei lainkaan tärkeää" ja 10 "erittäin tärkeää". Vastausten painotetut keskiarvot kohdan a y-akselilla ovat vastausten maakohtaisia keskiarvoja, joissa vastaajien määrä on painotettu. Kohdan a x-akseli osoittaa sähkön ja ilmastoon liittyvien ääri-ilmiöiden aiheuttamat taloudelliset tappiot vuosina 1980–2020. Kohdan b y-akseli osoittaa riskivastuiden normalisoidun jakauman. Se on pankin näkökulmasta riskinalaisen salkun osuus, joka koostuu pankin muille kuin rahoitusalan yrityksille myöntämistä lainoista, velkainstrumenteista ja oman pääoman ehtoista vastuista muille kuin rahoitusalan yrityksille (maakohtaisesti). Kohdan b x-akselilla vähäisen riskin ryhmään kuuluvat maat, joilla luonnonriskin vaikutusta koskevien vastausten keskiarvo on pienempi kuin 5. Keskimääräisen riskin ryhmään kuuluvat maat, joilla keskiarvo on 5–6, ja suuren riskin ryhmään ne maat, joilla keskiarvo on suurempi kuin 6. Kohdassa b Alankomaat (NL) on jätetty pois, sillä ennakoitujen vuosittaisen tappion mittarissa ei oteta huomioon nykyisiä ja tulevia riskien vähentämistoimia, joten NL on luokiteltu ääriarvoksi.

Useimmat yritykset arvioivat tekemiensä tai suunnittelemiensa investointien määrän riittäväksi ilmastonmuutoksen vaikutusten hallitsemisen kannalta.

Puolet euroalueen yrityksistä katsoi, että ne ovat tehneet riittävästi investointeja oman negatiivisen ympäristövaikutuksensa vähentämiseksi, ja 24 % yrityksistä aikoo tehdä investointeja seuraavien viiden vuoden aikana. Lisäksi 32 % yrityksistä ilmoitti tehneensä investointeja, ja 23 % ilmoitti aikovansa seuraavien viiden vuoden aikana tehdä investointeja luonnonriskien vaikutuksen vähentämiseksi. Yritysten koon

mukaan tarkasteltuna suuryritykset vaikuttavat aktiivisemmin pyrkivän vähentämään toimintansa aiheuttamaa negatiivista ympäristövaikutusta.

Tiukemmat ilmastonormit ovat yrityksille vahvempi kannustin investoida ilmastomuutoksen riskien vähentämiseen kuin luonnonriskit tai luonnonympäristön pilaantuminen (kuvio D). Kolmen tärkeimmän ilmastomuutoksesta johtuvan riskin yhteisvaikutusta yritysten tekemiin ilmastomuutokseen liittyviin investointeihin tutkittiin redusoiduilla regressioanalyysillä. Niiden perusteella vaikuttaa siltä, että tiukemmat ilmastonormit saattavat kannustaa yrityksiä investoimaan suhteellisesti enemmän (10 prosenttiyksikköä) kuin luonnonriskien uhka (7 prosenttiyksikköä) tai luonnonympäristön pilaantuminen (6 prosenttiyksikköä).⁵³ Kun sen sijaan tarkastellaan ainoastaan pk-yrityksiä, tiukemmat ilmastonormit eivät merkittävästi lisää investointien todennäköisyyttä verrattuna huoleen luonnonriskeistä tai luonnonympäristön pilaantumisesta. Sitä vastoin suuryrityksille tiukemmat ilmastonormit ovat tärkeämpi investointisuunnitelmiin vaikuttava tekijä. Kaiken kaikkiaan yritysten voi olla helpompaa arvioida tiukempiin normeihin (esim. hiilidioksidiveroon) liittyviä kustannuksia kuin luonnonriskin todennäköisyyttä ja seurauksia. Siksi tiukemmat normit voivat olla yrityksille vahvempi kannustin tehdä ilmastomuutoksen vaikutuksen vähentämiseen tarkoitettuja investointeja. Suuryritykset lienevät paremmin selvillä ympäristövaikutuksestaan, sillä paineet kestävyysraportointiin kasvavat jatkuvasti.⁵⁴

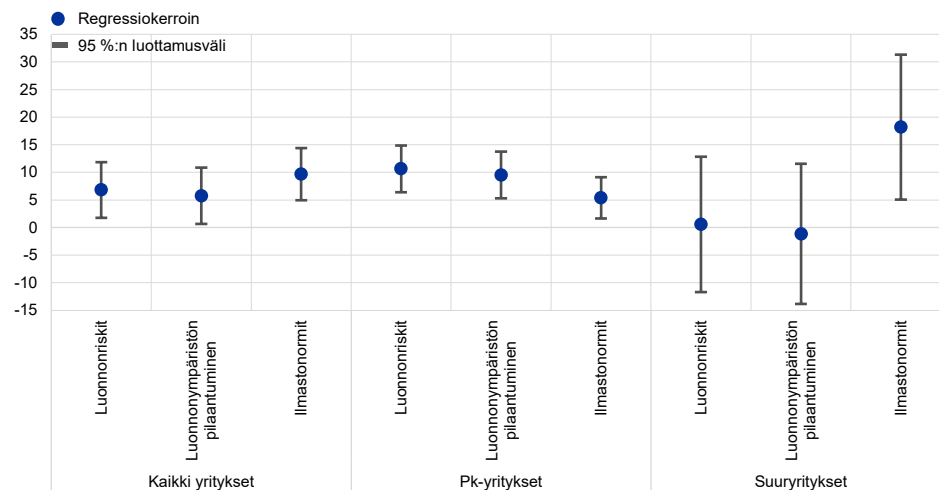
⁵³ Lisäksi tutkimuskirjallisuudessa korostetaan, että hiilidioksidivero voi kannustaa vihreän teknologian tuotantoa ja siihen liittyviä innovaatioita. Ks. D. Acemoglu, P. Aghion, L. Bursztyń ja D. Hemous, "The Environment and Directed Technical Change", *American Economic Review*, Vol. 102, No. 1, helmikuu 2012 ja D. Acemoglu, U. Akcigit, D. Hanley ja W. Kerr, "Transition to Clean Technology", *Journal of Political Economy*, Volume 124, No. 1, helmikuu 2016. Vaikka useimpien EU-maiden yritysten huolenaiheena ovat fyysiset riskit, jotkin yritykset tekevät investointeja häiriönsietokykynsä parantamiseksi. Ks. European Investment Bank, "What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey", 14.7.2023.

⁵⁴ Tarkempia tietoja EU:n lainsäädännöstä: ks. "Corporate Sustainability Reporting" suuryritysten ja listattujen yritysten osalta (mukaan lukien listatut pk-yritykset).

Kuvio D

Ilmastomuutoksen seuraukset ja investoinnit sen vaikutuksen hallitsemiseksi

(prosenttiyksikköinä)



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

Huom. Regressiokertoimet kuvaavat ilmastomuutoksen seurausten vaikutusta euroalueen yritysten toteuttamiin tai suunnittelemiin ilmastoon liittyviin investointeihin seuraavien viiden vuoden aikana. Dummy- eli tekemuuttujat "luonnonriskit", "luonnonympäristön pilaantuminen" ja "tiukemmat ilmastonormit" saavat arvon 1, jos yritys ilmoitti, että nämä huolenaiheet ovat erittäin tärkeitä eli on valinnut vähintään arvon 7 asteikolla 1–10, jossa 1 tarkoittaa "ei lainkaan tärkeää" ja 10 "erittäin tärkeää". Lopputulosmuuttujan arvo on 1, jos yritykset ovat tehneet tai aikovat seuraavan viiden vuoden aikana tehdä investointeja, joiden tarkoitus on vähentää luonnonriskien vaikutusta tai yrityksen omaa negatiivista ympäristövaikutusta. Yritysten liikevaihto, työvoimakustannukset, muut kuin työvoimakustannukset ja korkomenot on kontrolloitu, ja regressio kattaa yrityksen kokoon (työntekijöiden määrällä mitattuna) liittyvät sekä aika-, toimiala- ja paikkakohtaiset kiinteät vaikutukset NUTS1-luokituksen tasolla. Harmaat pystyjanat kuvaavat 95 prosentin luottamusvälejä.

Vastaajat mainitsivat useita rahoituksensaannin esteitä sellaisten investointien kohdalla, joiden tarkoituksena oli vähentää luonnonriskien vaikutusta tai edistää tiukempien ilmastonormien noudattamista (kuvio E).

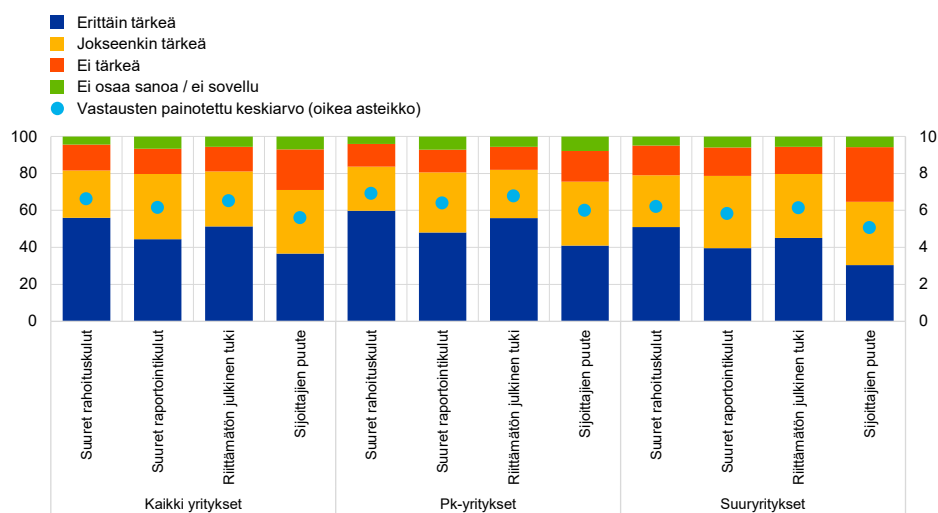
Yli puolet yrityksistä ilmoitti liian korkeat korot tai rahoituskustannukset sekä julkisen tuen riittämättömyyden erittäin tärkeiksi esteiksi ilmastoon liittyvien investointien rahoituksenhankinnalle.⁵⁵ Yritykset saattavat pitää kustannuksia suurina, sillä ne eivät kenties ole riittävästi sisäistäneet ilmastomuutoksen aiheuttamien riskien vähentämisestä saatavia hyötyjä. Ympäristöraportoinnin liian suuret kustannukset olivat erittäin tärkeä este 45 prosentille yrityksistä, kun taas 37 % yrityksistä ilmoitti erittäin tärkeäksi huolenaiheeksi sijoittajien haluttomuuden rahoittaa vihreitä investointeja. Pk-yrityksille kaikki investointien rahoituksenhankinnan esteet ovat suurempi huolenaihe kuin suuryrityksille.

⁵⁵ R. De Haas, R. Martin, M. Muûls ja H. Schweiger toteavat yrityskyselydataa käyttävässä tutkimuksessaan "Managerial and financial barriers to the green transition", että luotonensaannin rajoitukset ja heikot vihreän kehityksen johtamiskäytännöt estävät yrityksiä investoimasta vihreään teknologiaan.

Kuvio E

Rahoituksen hankinnan esteiden tärkeys investoinneille, joilla yritykset pyrkivät vähentämään luonnonriskien vaikutusta tai edistämään tiukempien ilmastonormien noudattamista

(prosentteja)



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

Huom. Yrityksiltä kysyttiin, miten tärkeitä ovat rahoituksen hankinnan esteet sellaisille investoinneille, joiden tarkoitus on vähentää luonnonriskien vaikutusta tai edistää tiukempien ilmastonormien noudattamista, asteikolla 1–10, jossa 1 tarkoitti "ei lainkaan tärkeä" ja 10 "erittäin tärkeä". Asteikko jaettiin edelleen kolmeen luokkaan: vähäinen (arvot 1–3), keskimääräinen (arvot 4–6) ja suuri merkitys (arvot 7–10). Otokseen kuuluvat yritykset, jotka ovat jo tehneet tai aikovat tehdä investointeja vihreisiin toimintatapoihin.

Kyselyn tuloksista käy ilmi, että julkiset lainatakaukset ja yksityisen sektorin varat ovat merkittävä tekijä resurssien suuntaamiseksi talouden viherryttämiseen (kuvio F).

Muiden kuin subventoitujen lainojen ja kertyneiden voittovarojen lisäksi subventoidut lainat ovat yritysten näkemyksen mukaan käyttökelpoinen rahoituslähde. Tätä mieltä olivat enemmänkin pk-yritykset kuin suuryritykset. Vuoden 2023 alkupuoliskolla SAFE-kysely osoitti, että 19 % yrityksistä käytti muita kuin subventoituja lainoja liiketoimintansa rahoittamiseen, ja vain 9 % yrityksistä käytti subventoituja lainoja. Ilmastoan liittyvien investointien osalta 24 % yrityksistä aikoi käyttää muita kuin subventoituja lainoja, ja suurempi osuus aikoi käyttää subventoituja lainoja (34 %). EKP:n toteuttaman euroalueen pankkien luotonantokyselyn viimeaikaisista tuloksista käy ilmi, että pankit kiinnittävät entistä enemmän huomiota ilmatoriskeihin ja että kasvavat raportointivaatimukset yhdessä finanssipoliittisten tukitoimien kanssa vaikuttavat suotuisasti vihreiden yritysten lainansaantiin.⁵⁶ Pankit esimerkiksi ilmoittivat luotonantokriteerien ja lainaehtojen keventyneen vihreiden yritysten uusien lainojen kohdalla, kun ne muiden yritysten kohdalla yleisesti ottaen tiukentuivat. Tässä suhteessa pankit saattavat vielä pitää

⁵⁶ Ks. "The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023", EKP, 25.7.2023. Saatavana olleiden tietojen mukaan luotonantokyselyyn vastanneet pankit käyttivät erilaisia lähteitä vihreiden yritysten määrittämiseksi. Niitä olivat esimerkiksi yrityskohtaiset tiedot tilinpäätöksestä, päästötietoja koskevat kestävyysraportit ja siirtymäsuunnitelma (jos sellainen oli saatavana) erityisesti suuryritysten kohdalla sekä uusien lainojen kohdalla kyselylomakkeilla kerätyt tiedot (tyypillisesti ESG-kriteereihin liittyvät tiedot). Sen sijaan pk-yritysten lainojen ilmatoriserialueen pankkien ilmoittivat usein käyttävänsä toimialan keskiarvoja ja estimaatteja.

luotonantoa muille kuin vihreille yrityksille suurempana riskinä.⁵⁷ Julkisten takausten käyttö voisi lieventää tätä riskiä ja siten edistää ilmastosiirtymäprosessia myös sellaisten yritysten kohdalla, joilla on siirtymäsuunnitelmia, mutta jotka pankkien käsityksen mukaan eivät ole vihreitä.

Yritysten näkökulmasta tarkastellen redusoitu regressioanalyysi, jolla tutkitaan rahoituslähteiden yhteisvaikutusta ilmastoon liittyviin investointeihin, osoittaa subventoitujen lainojen käytön lisäävän investoinnin todennäköisyyttä 7 prosenttiyksiköllä ja kertyneiden voittovarojen käytön taas 8 prosenttiyksiköllä (kuvio F, kohta b). Lisäksi tulokset korostavat oman pääoman merkitystä yrityksen investoinneille luonnonriskien vaikutusten ja yrityksen oman negatiivisen ympäristövaikutuksen vähentämiseksi.⁵⁸

⁵⁷ Ks. B. Buchetti, I. Miquel-Flores, S. Perdichizzi ja A. Reghezza, "[Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#)", kesäkuu 2023; F. Lamperti, V. Bosetti, A. Roventini, M. Tavoni ja T. Treibich, "[Three green financial policies to address climate risks](#)", *Journal of Financial Stability*, Volume 54, kesäkuu 2021.

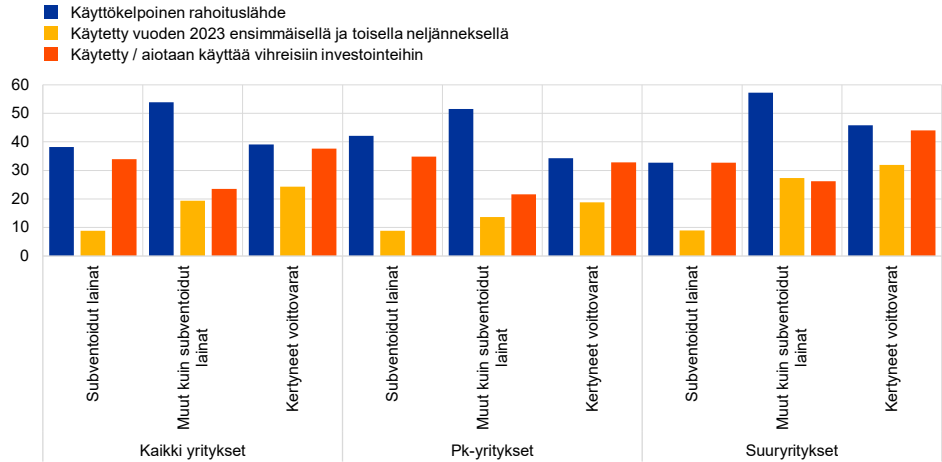
⁵⁸ Ks. R. De Haas ja A. Popov, "[Finance and Green Growth](#)", *The Economic Journal*, vol. 133, n:o 650, helmikuu 2023, s. 637–668.

Kuvio F

Rahoituslähteiden käyttö investointeihin, joilla yritys pyrkii vähentämään luonnonriskien vaikutuksia ja ilmastopolitiikasta johtuvia riskejä

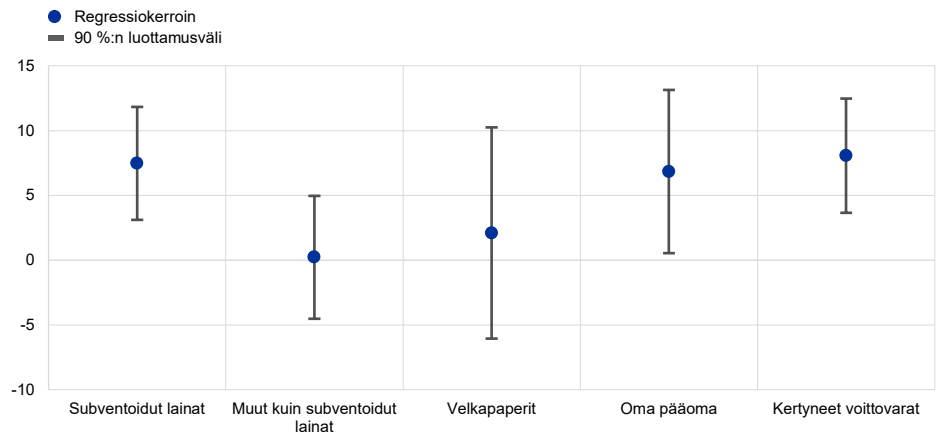
a) Rahoituslähteiden käyttö

(prosentteja)



b) Rahoituslähteiden vaikutus ilmastoon liittyviin investointeihin

(prosenttiyksikköjä)



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

Huom. Tiedot liittyvät yrityksiin, jotka ovat jo tehneet tai aikovat tehdä investointeja vihreisiin toimintatapoihin. Kohdassa a siniset palkit osoittavat, mikä osuus yrityksistä katsoo tiettyjen rahoitusmuotojen olevan käyttökelpoisia omalla kohdallaan (eli yritys on käyttänyt niitä aiemmin tai harkitsee niiden käyttöä jatkossa). Keltaiset palkit osoittavat, mikä osuus yrityksistä on käyttänyt tiettyä rahoitusmuotoa vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä tai ensimmäisellä ja toisella neljänneksellä. Punaiset palkit osoittavat, mikä osuus yrityksistä on käyttänyt tai aikoo käyttää tiettyjä rahoitusmuotoja investoinneissa, joiden tarkoitus on lieventää luonnonriskien vaikutusta ja ilmastopolitiikasta johtuvia riskejä. Kohdassa b on kuvattu euroalueen yritysten rahoituslähteiden regressiokerroimet sellaisten toteutuneiden tai suunniteltujen investointien osalta, joiden tarkoitus on ilmastoon liittyvä. Tekomuuttujat "subventoidut lainat", "muut kuin subventoidut lainat", "velkapaperit", "osakkeet" ja "kertyneet voittovarot" saavat arvon 1, jos yritys ilmoitti käyttävänsä tai aikovansa käyttää näitä rahoituslähteitä vihreisiin investointeihin. Riippuva muuttuja on dummy- eli tekomuuttuja, joka saa arvon 1, jos yritys on tehnyt tai aikoo tehdä seuraavien viiden vuoden aikana investointeja, joiden tarkoitus on vähentää luonnonriskien vaikutusta tai sen omaa negatiivista ympäristövaikutusta, ja arvon 0, jos yritys ei ole tehnyt tällaisia investointeja. Regressio kattaa koko-, aika-, toimiala- ja paikkakohtaiset kiinteät vaikutukset NUTS1-luokittelun tasolla. Harmaat pystyjanat kuvaavat 90 prosentin luottamusvälejä.

6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 10.5.–1.8.2023

Jens Budde ja Petra Fricke

Tässä kehikossa tarkastellaan likviditeettitilannetta ja eurojärjestelmän rahapoliittisia operaatioita vuoden 2023 kolmannella ja neljännellä vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 10.5.2023 ja päättyi 1.8.2023.

EKP:n neuvosto nosti kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksiköllä sekä 4.5.2023 että 15.6.2023 pidetyissä rahapolitiikkakokouksissa. Koronnostot tulivat voimaan kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla.

Ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueen pankkijärjestelmässä väheni huomattavasti tarkastelujakson aikana. Väheneminen johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) neljännen operaation erääntymisestä ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 28.6.2023 suorittamista ennaaikaisista takaisinmaksuista. Toinen tekijä, jonka vaikutus tosin oli pienempi, oli omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistusten asteittainen väheneminen sen jälkeen, kun eurojärjestelmä lopetti uudelleensijoitukset ohjelmassa 1.7.2023 alkaen. Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen jatkuva väheneminen kuitenkin lisäsi likviditeettiä pankkijärjestelmässä ja tasapainotti jossain määrin ylimääräisen likviditeetin vähenemistä. Väheneminen on jatkunut negatiivisten korkojen jakson päättymisestä asti eli heinäkuusta 2022. Tärkeimpänä syynä on valtioiden talletusten väheneminen.

6.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni 189,8 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 1 836,9 miljardia euroa. Likviditeettitarpeen väheneminen vuoden 2023 ensimmäiseen ja toiseen pitoajanjaksoon nähden johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen supistumisesta 189,4 miljardilla eurolla 1 671,9 miljardiin euroon (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Sen taustalla puolestaan oli likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen väheneminen ja likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvaminen. Vähimmäisvarantovelvoitteet vähenivät vain hieman eli 0,3 miljardia euroa ja olivat 165 miljardia euroa.

Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät vähenivät tarkastelujakson aikana 127,6 miljardilla eurolla 2 804,4 miljardiin euroon pääasiassa valtioiden talletusten vähenemisen ja muiden riippumattomien tekijöiden vaikutuksen vähenemisen vuoksi. Valtioiden talletukset (taulukon A osa ”Velat”) vähenivät tarkastelujakson aikana keskimäärin 113,9 miljardilla eurolla 255,8 miljardiin euroon enimmäkseen kolmannella pitoajanjaksolla. Väheneminen kertoo siitä, että

valtiokonttorit ovat normalisoineet pitämiään käteispuskureita ja mukauttaneet kassanhallintastrategioitaan reaktiona julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron ylärajan laskuun, joka tuli voimaan 1.5.2023. Liikkeessä olevien setelien määrä väheni tarkastelujakson aikana 8,2 miljardia euroa 1 565,3 miljardiin euroon.

Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi 62 miljardia euroa ja oli 1 133 miljardia euroa. Euromääräiset nettosaamiset kasvoivat tarkastelujakson aikana 55,7 miljardilla eurolla. Kasvu johtui suurelta osin siitä, että euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle vähenivät myös kolmannella pitoajanjaksolla. Tämä puolestaan kertoo eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden asiakkaiden kassanhallintastrategioiden muutoksesta sen jälkeen, kun myös eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden talletuskorko muuttui 1.5.2023. Valuuttamääräiset nettosaamiset kasvoivat 6,2 miljardilla eurolla.

Taulukossa A esitetään yhteenvedo edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä ja niiden muutoksista.⁵⁹

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

| | Nykyinen tarkastelujakso: 10.5.2023–1.8.2023 | | | | | | Edellinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023 | |
|---|--|----------|----------------------------------|----------|---------------------------------|----------|--|----------|
| | Kolmas ja neljäs pitoajanjakso | | Kolmas pitoajanjakso 10.5.–20.6. | | Neljäs pitoajanjakso 21.6.–1.8. | | Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso | |
| Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät | 2 804,4 | (-127,6) | 2 823,8 | (-104,1) | 2 784,5 | (-39,3) | 2 932,0 | (-136,5) |
| Liikkeessä olevat setelit | 1 565,3 | (+8,2) | 1 563,7 | (+3,8) | 1 567,0 | (+3,3) | 1 557,1 | (-6,1) |
| Valtioiden talletukset | 255,8 | (-113,9) | 256,4 | (-104,3) | 255,2 | (-1,2) | 369,7 | (-62,9) |
| Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) ¹⁾ | 983,3 | (-21,9) | 1 003,7 | (-3,7) | 962,3 | (-41,4) | 1 005,2 | (-67,5) |
| Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset | 14,4 | (-6,9) | 16,8 | (-0,1) | 11,8 | (-5,0) | 21,3 | (-16,1) |
| Vähimmäisvarantovelvoitteet²⁾ | 165,0 | (-0,3) | 164,8 | (-1,0) | 165,1 | (+0,3) | 165,3 | (-2,0) |
| Talletusmahdollisuus | 3 919,0 | (-126,4) | 4 126,4 | (+130,3) | 3 706,6 | (-419,8) | 4 045,4 | (-241,1) |
| 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.

⁵⁹ Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin artikkelissa "EKP:n likviditeetin hallinta", EKP:n kuukausikatsaus, toukokuu 2002.

Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

| | Nykyinen tarkastelujakso: 10.5.2023–1.8.2023 | | | | | | Edellinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023 | |
|---|--|----------|----------------------------------|---------|---------------------------------|----------|--|----------|
| | Kolmas ja neljäs pitoajanjakso | | Kolmas pitoajanjakso 10.5.–20.6. | | Neljäs pitoajanjakso 21.6.–1.8. | | Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso | |
| Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät | 1 133,0 | (+62,0) | 1 145,8 | (+63,4) | 1 119,9 | (-25,9) | 1 071,0 | (+81,8) |
| Valuuttamääräiset nettosaamiset | 938,2 | (+6,2) | 948,2 | (+3,3) | 927,9 | (-20,4) | 932,0 | (-18,5) |
| Euromääräiset nettosaamiset | 194,8 | (+55,7) | 197,5 | (+60,1) | 192,0 | (-5,5) | 139,0 | (+100,3) |
| Rahapoliittiset välineet | 5 766,7 | (-326,6) | 5 986,4 | (-38,5) | 5 546,8 | (-439,6) | 6 093,4 | (-477,6) |
| Avomarkkinaoperaatiot | 5 766,6 | (-326,7) | 5 986,3 | (-38,5) | 5 546,7 | (-439,6) | 6 093,3 | (-477,6) |
| Huutokauppaoperaatiot | 897,5 | (-274,7) | 1 102,2 | (-17,0) | 692,9 | (-409,3) | 1 172,3 | (-454,5) |
| Perusrahoitusoperaatiot | 6,3 | (+5,0) | 1,6 | (+0,2) | 10,9 | (+9,2) | 1,2 | (-0,4) |
| Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk) | 3,8 | (+1,4) | 2,1 | (-0,0) | 5,5 | (+3,4) | 2,5 | (+0,1) |
| Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja) | 887,5 | (-281,1) | 1 098,4 | (-17,1) | 676,5 | (-421,9) | 1 168,6 | (-453,3) |
| Suorat arvopaperisijoitukset1) | 4 869,1 | (-51,9) | 4 884,1 | (-21,5) | 4 853,8 | (-30,4) | 4 921,0 | (-23,1) |
| Maksuvalmiusluotto | 0,1 | (+0,1) | 0,1 | (+0,0) | 0,1 | (+0,0) | 0,1 | (+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: 10.5.2023–1.8.2023 | | | | | | Edellinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023 | |
|---|--|----------|----------------------------------|----------|---------------------------------|----------|--|----------|
| | Kolmas ja neljäs pitoajanjakso | | Kolmas pitoajanjakso 10.5.–20.6. | | Neljäs pitoajanjakso 21.6.–1.8. | | Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso | |
| Likviditeettitarpeet yhteensä ¹⁾ | 1 836,9 | (-189,8) | 1 843,2 | (-168,6) | 1 830,3 | (-12,9) | 2 026,6 | (-220,4) |
| Riippumattomat tekijät ²⁾ | 1 671,9 | (-189,4) | 1 678,4 | (-167,6) | 1 665,2 | (-13,2) | 1 861,3 | (-218,3) |
| Ylimääräinen likviditeetti ³⁾ | 3 933,3 | (-133,4) | 4 143,1 | (+130,2) | 3 718,3 | (-424,8) | 4 066,7 | (-257,2) |

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

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

Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

| | Nykyinen tarkastelujakso: 10.5.2023–1.8.2023 | | | | Edellinen tarkastelujakso: 8.2.2023–9.5.2023 | | | |
|----------------------------|---|----------|------------------------------------|----------|--|----------|-------------------------|----------|
| | Kolmas pitoajanjakso 10.5.–20.6. | | Neljäs pitoajanjakso 21.6.–1.8. | | Ensimmäinen pitoajanjakso | | Toinen pitoajanjakso | |
| Perusrahoitusoperaatiot | 3,75 | (+0,25) | 4,00 | (+0,25) | 3,00 | (+0,50) | 3,50 | (+0,50) |
| Maksuvalmiusluotto | 4,00 | (+0,25) | 4,25 | (+0,25) | 3,25 | (+0,50) | 3,75 | (+0,50) |
| Talletusmahdollisuus | 3,25 | (+0,25) | 3,50 | (+0,25) | 2,50 | (+0,50) | 3,00 | (+0,50) |
| €STR-korko | 3,148 | (+0,250) | 3,401 | (+0,253) | 2,400 | (+0,498) | 2,898 | (+0,498) |
| RepoFunds Rate Euro -korko | 3,134 | (+0,253) | 3,400 | (+0,266) | 2,402 | (+0,774) | 2,881 | (+0,480) |

Lähteet: ECB, CME Group ja Bloomberg.

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

6.2 Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 326,6 miljardilla eurolla ja oli 5 766,7 miljardia euroa (kuvio A). Tärkeimpänä taustatekijänä oli huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin määrän väheneminen.

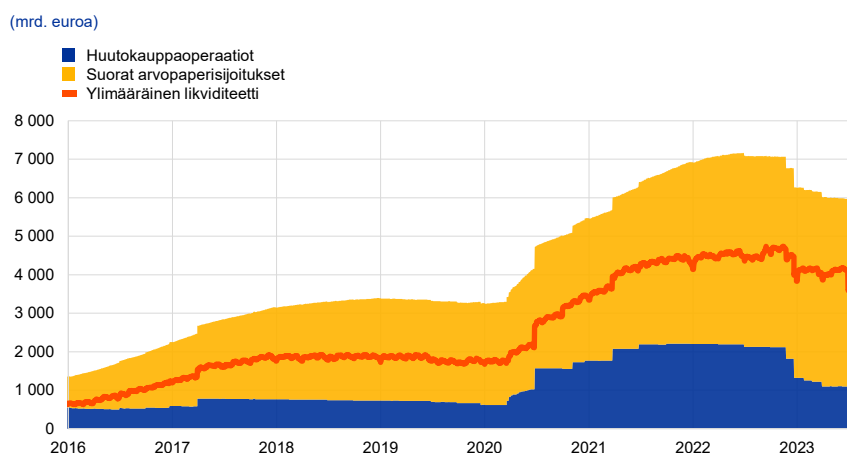
Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 274,7 miljardia euroa. Taustalla oli ennen kaikkea avointen TLTRO III -operaatioiden luottojen väheneminen, joka johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) neljännen operaation erääntymisestä (476,8 miljardia euroa) ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 28.6.2023 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista (29,5 miljardia euroa) neljännellä pitoajanjaksolla. Samanaikaisesti avointen luottojen määrät tavanomaisissa eurojärjestelmän rahoitusoperaatioissa (perusrahoitusoperaatioissa ja kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa) kasvoivat hieman neljännellä pitoajanjaksolla.

Suorien arvopaperisijoituksien kautta luodun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 51,9 miljardia euroa. Netto-ostot pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) päättyivät maaliskuun 2022 lopussa. Siitä alkaen eurojärjestelmä on sijoittanut tässä ohjelmassa erääntymisen yhteydessä takaisinmaksettavan pääoman täysimääräisesti uudelleen. Omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) takaisin maksetun pääoman uudelleensijoituksia vähennettiin EKP:n neuvoston päätöksen mukaisesti keskimäärin 15 miljardilla eurolla kuukaudessa kesäkuun loppuun asti, ja ne päättyivät kokonaan 1.7.2023.⁶⁰

⁶⁰ Osto-ohjelmissa hankitut omaisuuserät kirjataan jaksotetun hankintamenon perusteella ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat havainnot 1.8.2023.

6.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräinen likviditeetti väheni 467,8 miljardilla eurolla ja oli 3 646,1 miljardia euroa tässä käsitellyn tarkastelujakson viimeisenä päivänä (1.8.2023), kun se edellisen tarkastelujakson viimeisenä päivänä oli ollut 4 114 miljardia euroa.

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen määrä väheni tarkastelujakson aikana 133,4 miljardilla eurolla ja oli 3 933,3 miljardia euroa. Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien likviditeettitarpeen välistä eroa. Ylimääräinen likviditeetti oli suurimmillaan syyskuussa 2022 (4 800 miljardia euroa), minkä jälkeen se on vähentynyt asteittain pääasiassa edellä mainittujen TLTRO III -operaatioissa suoritettujen ennaikaisten takaisinmaksujen ja erääntymisten vuoksi (riippumattomien tekijöiden vaikutus pois lukien).

6.4 Korkokehitys

Euromääräisten markkinoiden lyhyt korko (€STR) nousi 0,51 prosenttiyksikköä. Edellisen tarkastelujakson viimeisenä päivänä 9.5.2023 se oli 2,894 %, ja tässä käsitellyn tarkastelujakson viimeisenä päivänä 1.8.2023⁶¹ se oli 3,404 %. Korkokehitys mukaili EKP:n ohjauskorkojen nostoja.

EKP:n touko- ja kesäkuussa 2023 toteuttamien ohjauskorkojen nostojen vaikutus välittyi vakuudettomiin yön yli –rahamarkkinakorkoihin täysimääräisesti ja välittömästi. €STR-korko oli tässä käsitellyn tarkastelujakson aikana

⁶¹ 1.8.2023 korkoon vaikutti myös kuukauden vaihtumisen vaikutus.

talletusmahdollisuuden korkoon nähden keskimäärin 0,101 prosenttiyksikköä alempi, kuten se oli myös vuoden 2023 kahdella ensimmäisellä pitoajanjaksolla.

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

0,557 prosenttiyksikköä. Se oli 2,881 % 9.5.2023 ja 3,438 % 1.8.2023 (ks.

alaviite 3). EKP:n ohjauskorkojen nostojen vaikutus välittyi myös vakuudellisille rahamarkkinoille täysimääräisesti ja välittömästi. Repomarkkinat toimivat vakaasti monista syistä, joita olivat esimerkiksi nettoemissioiden kasvu alkuvuoden 2023 jälkeen, TLTRO-operaatioiden vakuudeksi toimitettujen omaisuuserien vapautuminen takaisinmaksujen yhteydessä ja omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien omistusten väheneminen.

Pankkien pääoman palautukset ja niiden merkitys rahapolitiikan kannalta

Cyril Couaillier, Maria Dimou ja Conor Parle

Pankit palauttavat pääomaa osakkeenomistajilleen joko maksamalla osinkoja tai ostamalla omia osakkeitaan takaisin, ja nämä toimet voivat vaikuttaa monin eri tavoin rahapolitiikan välittymiseen pankkien kautta. Yhtäältä pääoman

palautukset voivat hyödyttää rahapolitiikan välittymistä pitkällä aikavälillä, koska ne tekevät pankeista houkuttelevia sijoituskohteita. Ensinnäkin pääoman palautus viestii siitä, että johtajat luottavat pankkinsa odotettuun tuottovirtaan tai että pankin osake on markkinoilla aliarvostettu. Toiseksi osingonjako tuo pankin kassavarat vahvemmin sijoittajien kontrolliin ja sijoittajat hyötyvät varoista jaetuista osingoista sen sijaan, että varat pidettäisiin kokonaan johdon hallinnassa. Näiden kahden kanavan kautta pääoman palautukset voivat viestiä pääomasijoittajille pankin vahvuudesta. Tämä alentaa pankin osakerahoituksen kustannusta ja helpottaa pankin varainhankintaa rahoitusmarkkinoilta. Viime kädessä osakerahoituksen alhaisempi kustannus voi tukea pankkien talouden vakautta ja pitää yllä niiden kykyä rahapolitiikan sujuvaan välittämiseen. Toisaalta muiden tekijöiden pysyessä ennallaan pääoman palautukset pienentävät pankkien vakavaraisuussuhdetta. Ne voivat viestiä aikaisemmasta tai tulevasta taloudellisesta heikkoudesta, sillä pankit saattavat palauttaa pääomaa, jota ne eivät saaneet käytetyksi investointilainojen kysynnän tyydyttämiseen eivätkä odota saavansa tulevaisuudessakaan. Palautukset olisivat tällöin signaali rahapolitiikan kiristymisestä. Lisäksi pankkien rahoituksenvälityskyvyn heikkeneminen olisi osaltaan välittämässä rahapolitiikan kiristymistä, sillä pääomapuskurien supistuminen olisi syy tiukentaa luotonantokriteereitä. Erityisesti epävarmoina aikoina kuitenkin liialliset tai huonosti ajoitetut pääoman palautukset voivat lisätä stressiä ja haitata rahapolitiikan sujuvaa välittymistä tilanteessa, jossa rahoitusjärjestelmään on kohdistunut sokki.⁶² Joissakin olosuhteissa tämä voi tehdä rahoitusjärjestelmän alttiimmaksi epävakauriskille. Siksi pankkien on syytä harjoittaa kurinalaista pääomanpalautuspolitiikkaa.

Pandemian akuuteimman vaiheen jäätyä taakse ja pääomanpalautusten rajoittamista koskevan EKP:n pankkivalvonnan suosituksen voimassaolon loputtua euroalueen pankit ovat palauttaneet pääomaa ripeään tahtiin erityisesti mittavien omien osakkeiden osto-ohjelmien kautta (kuvio A) korvatakseen edellisten vuosien toteuttamatta jääneet pääoman palautukset.

Pankkien vuosikertomusten tietojen perusteella on muodostettu uusi pankkitason tietokanta euroalueen pankkien osingonjaoista ja osakkeiden takaisinostoista. Se valottaa pääoman palautusten taustalla vallitsevaa dynamiikkaa. Näiden tietojen avulla voidaan tarkastella tilikaudelta 2022 odotettuja pääoman palautuksia (jotka on siis määrä maksaa vuonna 2023) ja arvioida palautusten dynamiikkaa sekä mikro- että makrotasolla. EKP:n pankkivalvonnan maaliskuussa 2020 antama suositus lykätä pääoman palautuksia pandemian aikana vähensi jyrkästi pääoman palautuksia vuonna 2020, kun monet pankit peruivat tilikauden 2019 voitoista

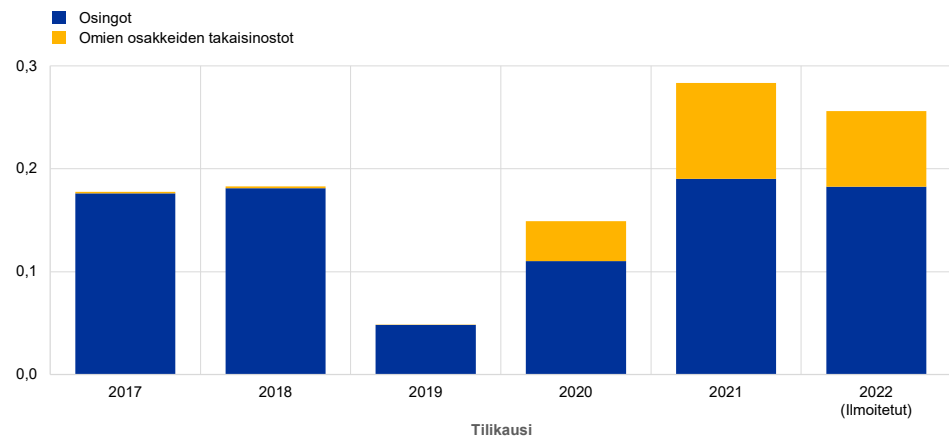
⁶² Esimerkiksi osakkeiden takaisinostot voivat johtua siitä, että ylimmän johdon palkkiot on sidottu osakekurssiin. Jos pääoman palautus ei johdu talouden perustekijöistä, se voi heikentää pankin rahoituksenvälityskykyä.

suunnittelemansa palautukset (kuvio A). Joulukuussa 2020 suositusta muutettiin siten, että pankkeja pyydettiin pidättäytymään pääoman palautuksista tai rajoittamaan niitä. Jälkimmäisen suosituksen voimassaolon päätyttyä syyskuussa 2021 euroalueen pankit ovat ryhtyneet jälleen maksamaan pääoman palautuksia. Maksuvolyymit ovat olleet mittavampia kuin pandemiaa edeltäneinä vuosina, mutta silti suppeampia kuin vuosille 2020 ja 2021 maksettavaksi suunnitellut palautukset. Vaikka jaetut osingot ylittävät hieman pandemiaa edeltäneen tasonsa, pääoman palautusten kasvu perustuu suurimmaksi osaksi omien osakkeiden takaisinostoihin. Niiden osuus on 33 % tilikauden 2021 voitoista maksetuista palautuksista ja 29 % tilikauden 2022 voitoista suunnitelluista palautuksista (kuvion A keltaiset palkit), kun taas vuosina 2017–2019 osakkeiden takaisinostoja ei tehty käytännössä lainkaan.

Kuvio A

Maksetut osingot ja osakkeiden takaisinostot prosenttiosuuksina kokonaisvaroista

(prosentteja kokonaisvaroista)



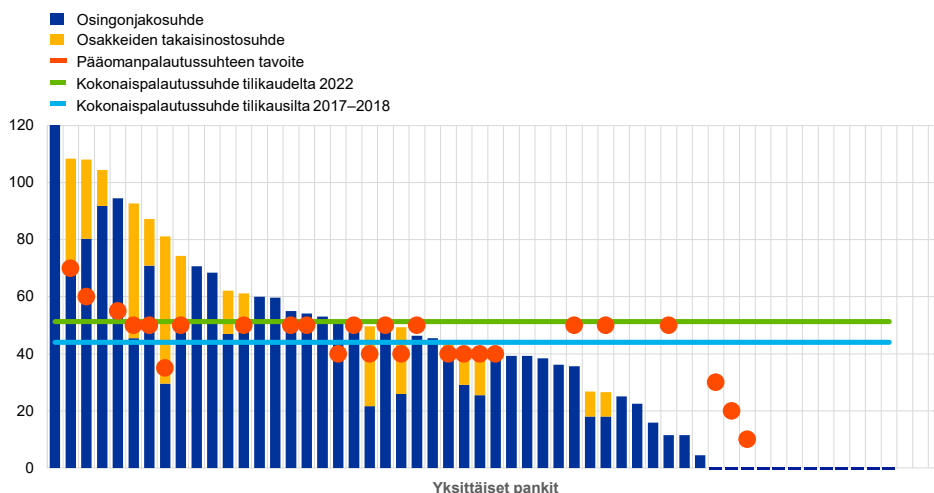
Lähteet: Pankkien rahoitustaseet ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään osingonjakojen ja mitätöintitarkoituksessa tehtyjen osakkeiden takaisinostojen vuotuinen kokonaisarvo otoksesta, johon sisältyy 57 pankkia euroalueelta, suhteutettuna kunkin pankin kunkin vuoden kokonaisvarojen keskiarvojen summaan. Niiden tilikausien kohdalla, joista ei ole tietoja saatavissa, on käytetty seuraavan tilikauden kokonaisvaroja. Arvot ovat peräisin kunkin pankin vuosikertomuksista, ja ne edustavat sekä ennen viitetilikauden loppua tehtyjä väliaikaismaksuja että tilikauden loputtua tehtyjä lopullisia maksuja. Kummankin tyyppiset maksut on suhteutettu viitetilikauden voittoihin. Tuoreimmat havainnot ovat tilikauden 2022 voitoista tehtävistä palautuksista (jotka maksetaan vuonna 2023).

Kuvio B

Pankkitasolla toteutuneet pääoman palautussuhteet tilikauden 2022 voitoista ja palautussuhteiden vähimmäistavoitteet

(prosentteja)



Lähteet: Pankkien rahoitustaseet, EKP:n valvontatietojen raportointi ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään kokonaisuudessaan tilikauden 2022 voitoista tehdyt osakkeiden takaisinostot ja osingonjaot suhteessa yksittäisten pankkien kyseisen tilikauden nettovoittoihin. Vasemman laidan palkki osoittaa yhteensä 350 prosentin suhdetta pankilla, joka teki vuonna 2023 tilikauteen 2022 liittyvän ylimääräisen maksun. Pisteet osoittavat pääoman palautussuhteiden vähimmäistavoitteita sellaisten pankkien osatoksessa, jotka julkaisevat nämä tavoitteensa. Vihreä yhtenäinen viiva tarkoittaa tilikauden 2022 pääoman palautussuhteita kokonaisuudessaan (laskettuna palautusten kokonaissummasta jaettuna kaikkien otoksen pankkien nettovoittojen summalla), ja vaaleansininen yhtenäinen viiva tarkoittaa samoja suhteita vuosilta 2017–2018. Vuosia 2019–2021 ei ole sisällytetty kuvioon, koska pandemia vaikutti niihin ainakin osittain. Oikean laidan pienet nollatason palkit viittaavat pankkeihin, joilla ei analyysin laatimisaikana ollut suunnitelmia tilikauteen 2022 liittyvistä osingonjaosta tai osakkeiden takaisinostoista. Kaikki suhteet perustuvat tilikauden 2022 voittojen palautuksiin (jotka maksetaan vuonna 2023).

Maksettavien palautusten volyymit vaihtelevat pankkien välillä huomattavasti sekä kokonaismaksujen että ylimääräisten omien osakkeiden ostojen osalta (kuvio B), ja pankkien ilmoittamien suunnitelmien perusteella taas näyttää siltä, että osingonjaot kasvavat entisestään.

Pörssinoteerattujen euroalueen pankkien otoksessa pankit ovat maksaneet tai aikovat maksaa palautuksia osinkoina ja osakkeiden takaisinostoina yhteensä noin 50 % tilikauden 2022 kokonaisvoitoistaan (kuvion B yhtenäinen vihreä viiva). Tämä suhde on huomattavasti suurempi kuin tilikausilla 2017 ja 2018 (kaksi viimeistä vuotta, joihin pandemia ei vaikuttanut; kuvion B yhtenäinen vaaleansininen viiva), joiden pääoman palautussuhde oli kokonaisuudessaan 44 %, mutta vastaa kutakuinkin toteuttamatta jääneiden palautusten korvaamista jälkikäteen.⁶³ Kokonaisvolyymien taustalla on kuitenkin huomattavia pankkien välisiä eroja erityisesti osakkeiden takaisinostoissa (kuvion B keltaiset palkit). Takaisinostoille ilmoitetut perusteet vaihtelevat, ja osa niistä on merkitty rakenteelliseksi, mutta useimmat ylimääräisiksi.⁶⁴ Tähän viittaa esimerkiksi se, että useimmat toteutuneiden pääoman palautussuhteiden ja pankkien julkisissa raporteissaan ilmoittamien palautussuhdetavoitteiden väliset erot

⁶³ Tilikauden 2019 voitoista maksettujen pääoman palautusten suhde oli alhainen EKP:n suosituksen mukaisesti, ja kun palautukset sen jälkeen alkoivat jossakin määrin uudelleen, tilikauden 2020 voittojen palautussuhde oli jo huomattavasti suurempi. Tilikausien 2019 ja 2020 yhdistetty pääoman palautussuhde oli kutakuinkin pandemiaa edeltäneen ajan tasolla, mikä viittaa siihen, että toteutumattomia palautuksia korvattiin jokin verran jälkikäteen.

⁶⁴ Joidenkin pankkien vuosikertomuksissa poikkeukselliset osakkeiden takaisinostot on yhdistetty tytäryhtiöiden myynteihin. Toiset pankit ilmoittavat takaisinostojen suoraksi tarkoitukseksi ylimääräisen pääoman vähentämisen, jotta pääomarakenne pysyisi tehokkaana, tai toteavat takaisinostot osaksi normaalia palautuspolitiikkaansa.

ovat osakkeiden takaisinostojen suuruisia. Useimmilla pankeilla pääoman palautussuhteen tavoite on 40–60 %, mutta suhde voi olla paljon alhaisempikin, jos pankki kartuttaa uudelleen pääomapuskureitaan maailmanlaajuisen finanssikriisin ja valtionvelkakriisin kaltaisten stressijaksojen jälkeen (kuvion B oranssit täplät). Vaikka osingot ovatkin kasvaneet pandemiaa edeltävään aikaan verrattuna, monet pankit eivät silti edelleenkään yllä tavoitteisiinsa tai eivät jaa osinkoja lainkaan. On mahdollista, että pankit, joilla on niukemmin pääomaa käytettävissään tai joiden toimintaa on muutoin rajoitettu säännöksiin, korottavat osinkojaan tilanteensa normalisoituessa ja vertaispaineiden kasvaessa, mikä merkitsee, että kokonaisosingot kasvavat tulevaisuudessa entisestään.

Pankit palauttavat yleensä enemmän pääomaa silloin, kun niiden kannattavuus on parempi, niiden omaisuuserät ovat laadukkaampia (järjestämättömien lainojen osuudella mitattuna) ja niillä on enemmän likviditeettiä, ja yleensä ne myös tasaavat pääoman palautuksia ajallisesti, kuten viivästyneet palautukset osoittavat (kuvio C). Nämä yhteydet saavat vahvistusta monivuotisesta

ekonometrisestä analyysistä, josta ilmenee, että pankkien pääoman palautussuhteisiin (eli pääoman palautusten prosenttiosuuteen pankin pääomasta) vaikuttavat niiden omat viipeet sekä oman pääoman tuotot ja järjestämättömien lainojen osuudet (kuvio D), kuten tutkimuskirjallisuudessa esitetään.⁶⁵ Estimaattien mukaan jokainen prosenttiyksikön kasvu koko pankkialan oman pääoman tuotossa kasvattaa pääoman palautuksia 2 miljardilla eurolla. Pankkien nettokorkomarginaalien kasvu kireämmän rahapolitiikan aikana vuoden 2022 puolestavälistä alkaen on todennäköisesti vaikuttanut tähän mennessä positiivisesti pankkien pääoman palautuksiin. Samaan aikaan rahapolitiikan kiristyminen todennäköisesti vaikuttaa ajan mittaan pankkien kannattavuutta supistavasti lainakannan kasvun heikentyessä, luottoriskin kasvaessa ja talletuskorkojen noustessa, mikä rajoittaa liikkumavaraa uusissa pääoman palautuksissa. Analyysi viittaa lisäksi siihen, että pankit, joiden likviditeettipositio on vahvempi maksuvalmiusvaatimuksella mitaten, maksavat myös suurempia pääoman palautuksia. Kaiken kaikkiaan vaikuttaa siltä, että eniten osinkoja ovat viime vuosina jakaneet ne pankit, joiden likviditeettipositio on ollut vahvin.⁶⁶

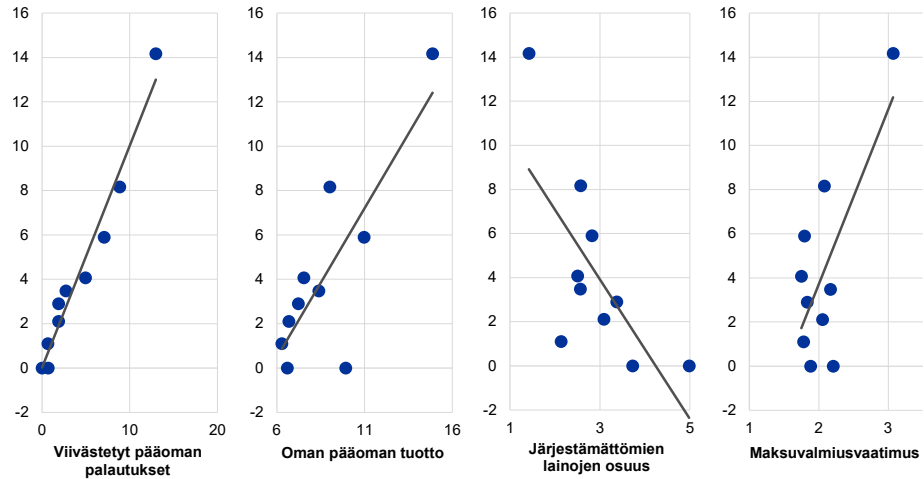
⁶⁵ Ks. esim. M. Belloni, M. Grodzicki ja M. Jarmuzek, "Why European banks adjust their dividend payouts?", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarja, nro 2765, tammikuu 2023; J. Theis ja A. S. Dutta, "Explanatory factors of bank dividend policy: revisited", *Managerial Finance*, vol. 35, nro 6, 2009; ja R. N. Dickens, K. M. Casey ja J. A. Newman, "Bank Dividend Policy: Explanatory Factors", *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 41, nro 1/2, 2002, s. 3–12.

⁶⁶ Lisälaskelmat osoittavat niin ikään, että pääoman palautusten ja käytettävissä olevan pääoman välinen suhde perustuu myös siihen, että niistä pankeista, jotka ilmoittavat sijoittajille palautussuhdetavoitteensa, suurempia pääoman palautuksia maksavat ne, joilla on enemmän ylimääräistä pääomaa.

Kuvio C

Tilikauden 2022 voitoista maksettavat pääoman palautukset suhteessa omaan viipeeseen, oman pääoman tuottoon, järjestämättömien lainojen osuuteen ja maksuvalmiusvaatimukseen

(x-akseli: prosenttiosuudet omasta pääomasta (ensimmäinen ja toinen kohta), prosenttiosuudet lainoista (kolmas kohta) ja maksuvalmiusvaatimus (neljäs kohta); y-akseli: prosenttiosuudet omasta pääomasta)

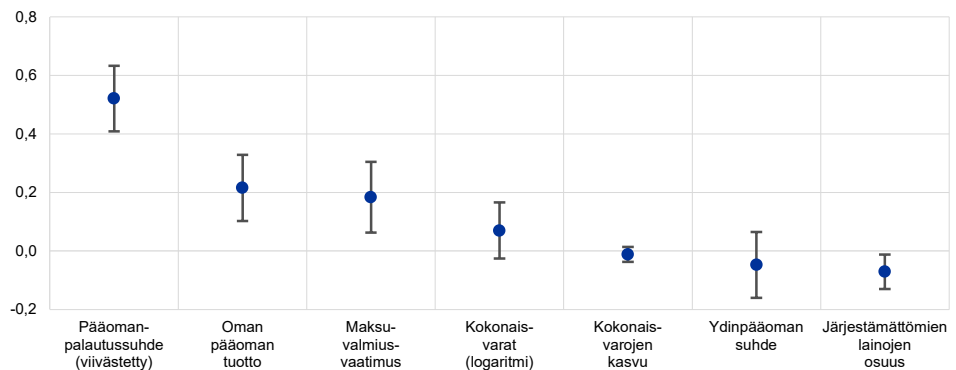


Lähteet: Pankkien rahoitustaseet, EKP:n valvontatietojen raportointi ja EKP:n laskelmat.
Huom. Kuviossa esitetään desileinä pankkien tilikauden 2022 voittojen vuotuisten pääoman palautussuhteiden (osingot ja osakkeiden takaisinnotot jaettuina oman pääoman kirjanpitoarvolla) jakauma verrattuna niiden omaan viipeeseen (ensimmäinen kohta) ja oman pääoman tuoton (toinen kohta), järjestämättömien lainojen osuuden (kolmas kohta) ja maksuvalmiusvaatimuksen (neljäs kohta) viivästettyihin arvoihin. Oman pääoman tuotto, maksuvalmiusvaatimus ja järjestämättömien lainojen osuus on viivästetty yhdellä vuodella.

Kuvio D

Regressiokertoimet, joilla selitetään tilikausien 2016–2022 voittoja koskevat pääoman palautussuhteet

(regressiokertoimet, jotka osoittavat, miten viivästetyn pääoman palautussuhteen, oman pääoman tuoton, maksuvalmiusvaatimuksen, kokonaisvarojen kasvun, ydinpääoman suhteen ja järjestämättömien lainojen osuuden 1 prosenttiyksikön muutos sekä kokonaisvarojen logaritmin 1 yksikön muutos vaikuttavat pääoman palautussuhteeseen prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Pankkien rahoitustaseet, EKP:n valvontatietojen raportointi ja EKP:n laskelmat.
Huom. Kuvio osoittaa pankkien vuotuisten pääoman palautussuhteiden (osingot ja osakkeiden takaisinnotot jaettuina oman pääoman kirjanpitoarvolla) regressiokertoimet suhteessa niiden omaan viipeeseen ja oman pääoman tuoton, maksuvalmiusvaatimuksen, pankin koon (kokonaisvarojen logaritmi), kokonaisvarojen vuotuisen kasvuvauhdin, ydinpääoman suhteen ja järjestämättömien lainojen osuuden viivästettyihin arvoihin. Regressiot sisältävät myös vuosikohtaiset kiinteät vaikutukset. Selittävät muuttujat on viivästetty 1 vuodella. Muuttujat on skaalattu (keskiarvo 0 ja keskivirhe 1). Harmaat pystypalkit kuvaavat 90 prosentin luottamusvälejä. Keskivirheet on klusteroitu pankkitasolla. Tarkastelujakso kattaa tilikaudet 2016–2022 lukuun ottamatta tilikautta 2019, joka on jätetty pois EKP:n pankkivalvonnan osinkoja ja osakkeiden takaisinnottoja koskevan rajoittamissuosituksen vuoksi. Tuoreimmat havainnot ovat tilikauden 2022 voittojen palautuksista (jotka maksetaan vuonna 2023). Tulokset koskevat 57:n euroalueen pankin otosta.

Vaikka viime aikoina maksetuilla pääoman palautuksilla on ollut positiivinen signaalivaikutus rahoitusmarkkinoilla, pääomanpalautussitoumusten kasvu on

yhdistetty pankkien luotonannon supistumiseen ja lainakorkojen nousuun, joten se on saattanut toistaiseksi edistää rahapolitiikan kiristymistä.

Maaliskuun 2023 rahoitusmarkkinoiden myllerrysjakson aikana niillä pankeilla, jotka ilmoittivat tilikauden 2022 voittojen osalta suuremmista pääoman palautussuhteista, osakerahoituksen kustannus kasvoi muita vähemmän (kuvio E). Tämä saattaa johtua siitä, että suurempia palautuksia maksaneiden pankkien taloudellinen tulos oli muita parempi, mutta jossakin määrin voi olla kyse myös signaalivaikutuksesta. Tämä sopisi yhteen muiden viimeaikaisten tutkimusten havaintojen kanssa, ja se viittaa siihen, että viime vuosina ilmoitetut suuremmat pääoman palautukset saattavat tukea pankkien rahoituksenvälityskykyä stressijaksojen aikana.⁶⁷ Samaan aikaan on joitakin alustavia todisteita siitä, että ennalta ilmoitettujen pääoman palautusten ja luotonannon välillä on vallinnut negatiivinen suhde rahapolitiikan normalisoinnin alkamisesta asti. Euroalueen yritysten luotonsaantia koskevan AnaCredit-tietokannan yksityiskohtaisten tietojen perusteella näyttää siltä, että kun lainakysynnän ja muiden sekoittavien tekijöiden vaikutukset otetaan huomioon, tilikauden 2021 voittojen osingoilla (maksettu vuonna 2022) näyttäisi olevan negatiivinen yhteys luotonannon kasvuun ja positiivinen yhteys pankkien antolainauskorkoihin vuonna 2022, mikä viittaa siihen, että vuonna 2022 luotonanto oli suppeampaa pankeilla, joiden osingonjakosuhteet olivat suuremmat (ks. kuvio F). Myös tilikaudelta 2022 maksettavaksi ilmoitetuissa pääomanpalautuksissa ilmenee yhtä lailla negatiivinen yhteys pankkien luotonantoon vuonna 2022, mikä viittaa siihen, että pankit ovat suunnitelleet pääomanpalautuksensa kuluvan vuoden alustavien tuottojen ja vuoden lopulle arvioitujen voittojen perusteella ja että ne ovat vuoden 2022 aikana tasapainottaneet luotonantonsa ja yleisemmin taseenhallintapäätöksensä ottaen huomioon suunnitelmat tilikauden 2022 tuottojen perusteella seuraavana vuonna jaettavista osingoista.⁶⁸ Estimaattien mukaan se, että tilikauden 2022 voitoja koskevat pääoman palautussuhteet ylittivät noin 1 prosenttiyksiköllä ennen pandemiaa vallinneen tason, olisi yhteydessä lainavolyymien noin 1 prosentin supistumiseen, joskin tähän korrelaatioon saattavat myös vaikuttaa tekijät, jotka liittyvät lainakannan kasvun yleiseen hidastumiseen rahapolitiikan kiristyessä. Tilikausi 2022 osui kiristyvän suhdanteen alkuvaiheeseen, mikä saattoi rohkaista pankkeja rajoittamaan luotonantoaan voidakseen palauttaa pääomaa kannattavuuden kannalta sopivimpana aikana. Tulevina vuosina on siksi tärkeää seurata pääomanpalautusten maksuja pääomanpalautusten ja rahapolitiikan välittymismekanismien välisen vuorovaikutuksen kannalta.

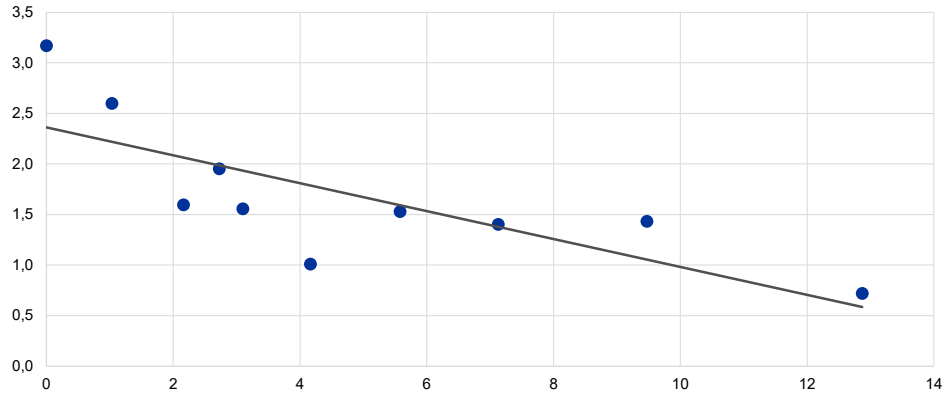
⁶⁷ Ks. kehikko "[Dividend payouts and share buybacks of global banks](#)", EKP:n *Financial Stability Review* -julkaisu, toukokuu 2020.

⁶⁸ Tämä on linjassa sen pankkien edellä mainitun taipumuksen kanssa, että ne tasaavat osingonjakoaan ajan mittaan. Jotkin pankit kertovat monivuotisia pääomanpalautustavoitteita, mikä merkitsee, että ne tietävät kunkin vuoden alussa tilikauden osingonjakotavoitteen riippumatta vuoden lopun tuloksiin liittyvästä epävarmuudesta. Vuoden 2022 luotonannon ja tilikauden 2022 voitoista maksettavien osinkojen ja muiden pääoman palautusten välisessä regressiossa saattaa ilmetä käänteistä kausaliteettia. Sen vääristymä olisi kuitenkin luonteeltaan vähäinen, sillä lainakannan kasvun tuottamien suurempien voittojen tuloksena olisi odotettavissa osinkojen kasvua. Tällä tavoin estimoidut kertoimet edustavat siten luultavasti jakauman alemmaa laitaa. Tämä vähäinen vääristymä luultavasti korostuu, koska vuoden 2021 voittoihin on todennäköisemmin vaikuttanut pandemian jälkeinen pääoman palautusten elpyminen, joka vääristäisi kerrointa entisestään nollan suuntaan kyseisessä spesifikaatiossa.

Kuvio E

Pankkien osakerahoituksen kustannuksen muutos helmikuusta maaliskuuhun 2023 ja vuoden 2022 voittojen pääoman palautussuhteet

(x-akseli: pääoman palautussuhteet (prosenttiyksikköinä); y-akseli: osakerahoituksen kustannuksen muutos (prosentteina))



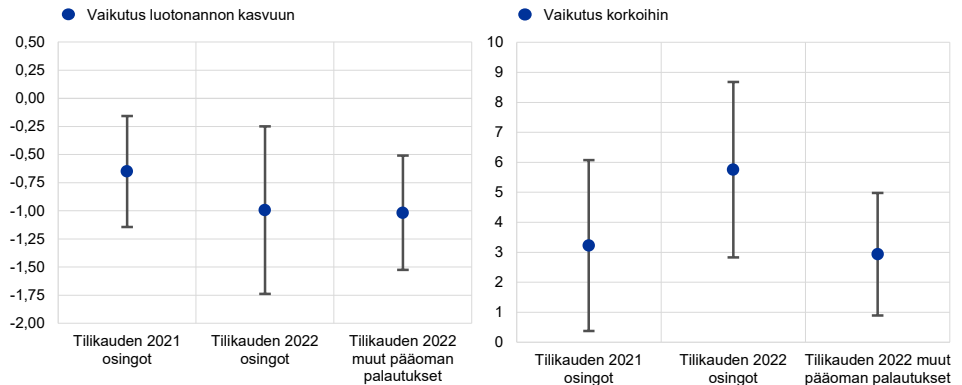
Lähteet: Pankkien rahoitustaseet, Bloomberg, Refinitiv ja EKP:n laskelmat

Huom. Kuviossa esitetään desileinä pankkien tilikauden 2022 voittoja koskevien vuotuisten pääoman palautussuhteiden (osingot ja osakkeiden takaisinostot jaettuina oman pääoman kirjanpitoarvolla) jakauma x-akselilla ja pankkien osakerahoituksen kustannuksen muutos helmikuusta maaliskuuhun 2023 y-akselilla. Pääoman kustannus on kymmenen mallipohjaisen (pankkitasolla saatavilla olleen) estimaatin keskiarvo, joka on saatu julkaisusta C. Altavilla ym., "Measuring the cost of equity of euro area banks", EKP:n Occasional Paper -julkaisusarja, nro 254, tammikuu 2021. Yhtenäinen viiva tarkoittaa parasta sovitetta mallille.

Kuvio F

Vuosien 2021 ja 2022 voitoista maksettujen pääoman palautusten vaikutukset luotonannon kasvuun ja korkoihin vuonna 2022

(Regressiokertoimet osoittavat, miten osingonjakosuhteen tai muun pääoman palautussuhteen 1 prosenttiyksikön muutos vaikuttaa luotonannon kasvuun prosenttiyksikköinä ja korkoihin peruspisteinä)



Lähteet: Pankkien rahoitustaseet, EKP:n valvontatietojen raportointi ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään pankkitason vuoden 2022 luotonannon kasvun ja korkomuutosten regressiokertoimet suhteessa pankkien tilikausien 2021 ja 2022 voittoja koskeviin osingonjakosuhteisiin (osingot jaettuina oman pääoman kirjanpitoarvolla) sekä tilikauden 2022 voittoja koskevaan pääoman palautussuhteeseen (osingot ja osakkeiden takaisinostot jaettuina oman pääoman kirjanpitoarvolla). Kontrollimuuttujina ovat oman pääoman tuotto, maksuvalmiusvaatimus, pääomavaatimukset ylittävä ydinpääoman marginaali, kokonaisvarojen vuotuinen kasvuvauhti, pankin koko (kokonaisvarojen logaritmi), järjestämättömien lainojen osuus ja yritystason kiinteät vaikutukset. Selittävät muuttujat on viivästetty 1 vuodella. Harmaat pystypalkit kuvaavat 90 prosentin luottamustväljää. Tuoreimmat havainnot ovat tilikauden 2022 voittojen pääomanpalautuksista (jotka maksetaan vuonna 2023).

8 Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset julkiseen talouteen 15 vuotta suuren finanssikriisin jälkeen

Marien Ferdinandusse ja Benoit Lichtenauer

Maailmanlaajuisen finanssikriisin aikana ja sen jälkeen useimmat euroalueen valtiot tukivat yksittäisiä rahoituslaitoksia turvatakseen rahoitusjärjestelmän vakauden.⁶⁹ Tukitoimiin kuuluivat esimerkiksi pääomasijoitukset, pankkien kansallistamiset, arvoltaan alentuneiden omaisuuserien haltuunotto erillisten julkisten varainhoitoyhtiöiden ("roskapankkien") kautta sekä lainojen tarjoaminen. Tässä kehikossa tarkastellaan tukien suoria vaikutuksia euroalueen julkiseen talouteen. Nämä vaikutukset ovat nähtävissä vielä 15 vuoden jälkeenkin. Julkiseen talouteen kohdistuneet vaikutukset voidaan tiivistää seuraavasti:

- Ne toimet, jotka ovat olleet valtiolle selvästi tappiollisia, luokitellaan julkisen talouden alijäämää kasvattaviksi pääomansiirroiksi.
- Tukitoimet, joissa valtio on saanut tekemänsä pääomasijoituksen arvoa vastaavan määrän pankin osakkeita tai velkapapereita, luokitellaan rahoitustoimiksi, jotka vaikuttavat julkisen talouden bruttovelkaan, mutta eivät alijäämään.
- Valtion rahoituslaitoksille antamat lainatakaukset puolestaan merkitsevät vastuusitoumuksia, jotka vaikuttavat julkiseen talouteen vain, jos ne lankeavat maksettaviksi.

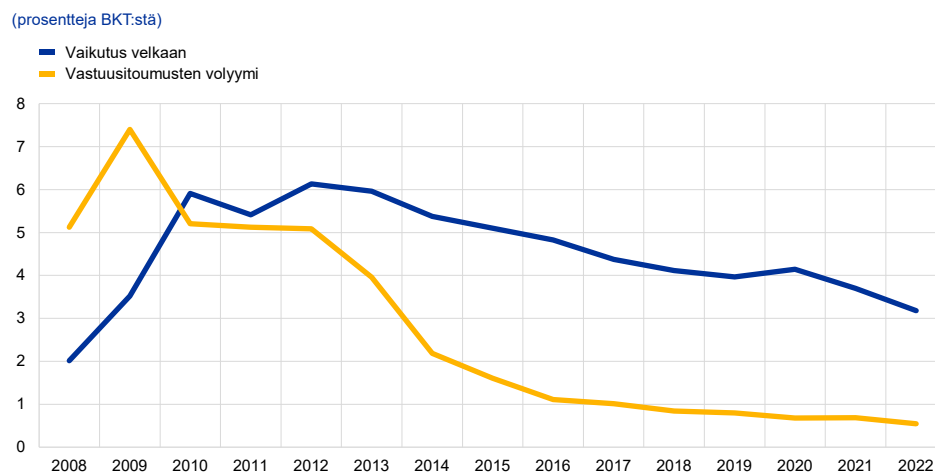
Suuren finanssikriisin aikaisten rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset ovat huomattavasti heikentyneet, mutta niiden jäljet näkyvät julkisessa taloudessa vielä nytkin. Koko euroalueella vuodesta 2007 alkaen toteutetut rahoitussektorin tukitoimet kasvattivat julkista velkaa vuoteen 2012 asti, jolloin niiden vaikutus oli suurimmillaan eli yli 6 prosenttiyksikköä BKT:stä (kuvio A). Sen jälkeen vaikutus julkiseen velkaan on heikentynyt, kun valtiot ovat pystyneet myymään pankeista kriisin aikana hankkimiaan omistusosuuksia ja roskapankkien hallussaan pitämiä omaisuuseriä (pääosin järjestämättömiä lainoja). Euroalueen julkisyhteisöjen velan osuus BKT:stä oli kuitenkin vielä vuonna 2022 rahoitussektorin tukitoimien vuoksi yli 3 prosenttiyksikköä suurempi, ja avoinna olevat lainatakaukset olivat suuruudeltaan noin 0,5 % BKT:stä. Rahoitussektorin tukitoimien rahoitus muodostui velkapapereista

⁶⁹ Finanssikriisiä ja toteutettuja finanssipoliittisia toimia ja rahoitustoimia on käsitelty julkaisuissa "Euro area fiscal policies and the crisis", EKP:n *Occasional Paper* -julkaisusarja, nro 109, huhtikuu 2010, sekä "Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", EKP:n *Occasional Paper* -julkaisusarja, nro 117, heinäkuu 2010. Lisätietoja tukitoimien tilastoluokituksista ja niiden vaikutuksista julkiseen talouteen on *Taloustalouden* 6/2015 artikkelissa "The fiscal impact of financial sector support during the crisis; julkaisuissa "Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact", EKP:n *Statistics Paper* -julkaisusarja, nro 7, huhtikuu 2015, sekä *Taloustalouden* 6/2018 kehikossa "Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset julkiseen talouteen: tilanne kymmenen vuotta finanssikriisin puhkeamisen jälkeen". Rahoituslaitoksille myönnettyjen tukien tilastointiin sovellettavia kansantalouden tilinpidon sääntöjä on ajan mittaan tarkistettu. Tämän vuoksi julkisten tukitoimien historialliset vaikutukset ovat toisinaan merkittävästi muuttuneet verrattuina aikaisempiin tilastojulkaisuihin. Sen jälkeen, kun Eurostat teki ensimmäisen päätöksensä rahoituslaitoksille suunnattujen julkisten toimien tilastoinnista vuonna 2009, sääntöjä on edelleen tarkistettu aina viime aikoihin asti (ks. *Manual on Government Deficit and Debt* -käsikirjan vuoden 2022 painos, luku 4.5, "Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures").

(hieman yli puolet), lainoista (17,7 %) ja muista julkisyhteisösektorin laitosten veloista.⁷⁰ Viimeksi mainittu luokka sisältää pääasiassa a) kansallistettujen ja luokitukseltaan julkisyhteisöluokkaan siirrettyjen pankkien ja b) roska pankkien velkoja.

Kuvio A

Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset euroalueen velkaan ja avoimena olevien vastuusitoumusten mahdolliset vaikutukset velkaan vuosina 2008–2022



Lähde: Eurostat.

Huom. Rahoitussektorin tukitoimista johtuvat julkisyhteisöjen velat vaikuttavat havaittavaan velkaan. Vastuusitoumukset ovat eksplisiittisten lainatakausten muodossa olevia velvoitteita, jotka (takausmaksujen tuottamia tuloja lukuun ottamatta) vaikuttavat julkisyhteisöjen tilinpitoon vasta mahdollisen erityisen tapahtuman esiintyessä.

Tukitoimet ovat kasvattaneet euroalueen julkisen talouden alijäämää joka vuosi finanssikriisin alusta asti, joskin vaikutus on viime vuosina hiipunut varsin pieneksi (kuvio B). Joinakin aikaisempina vuosina alijäämävaikutus aiheutui suurimmaksi osaksi pääomansiirroista. Myöhempinä vuosina tukiin liittyvät menot, jotka muodostuvat pääosin maksettavista koroista ja vähemmässä määrin pääomansiirroista, ovat olleet suuremmat kuin vastaavat tulot, jotka ovat olleet pääosin korkotuloja ja saatuja osinkoja.⁷¹

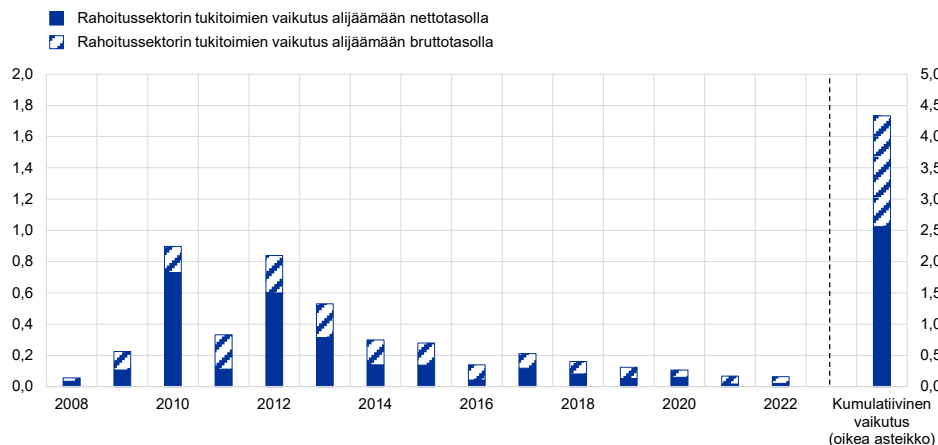
⁷⁰ Tarkempia tietoja on rahoitussektorille suunnattuja valtion tukia koskevassa Eurostatin huhtikuun 2023 tausta-asiakirjassa.

⁷¹ Täältä osin hyödyllisenä vertailukohtana ovat energia-alan tukitoimien vaikutukset euroalueen julkiseen talouteen energiakriisin kahtena ensimmäisenä vuotena. Rahoitussektorin tukitoimien kumulatiivinen nettovaikutus euroalueen alijäämään vuosina 2008–2022 oli noin 2,6 % vuoden 2022 BKT:stä, kun taas energia-alan tukitoimien nettovaikutus energiakriisin kahtena ensimmäisenä vuotena (2021–2022) oli noin 1,9 % BKT:stä. Ks. myös *Talouksatsauksen 2/2023* kehikko ”Euroalueen finanssipoliittiset toimet energiakriisin ja nopean inflaation kompensoimiseksi – päivitettyt estimaatit”.

Kuvio B

Rahoitussektorin tukitoimien vaikutus euroalueen alijäämään

(prosentteja BKT:stä)



Lähde: Eurostat.

Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset julkiseen talouteen vaihtelevat huomattavasti euroalueen eri maiden kesken.

Jotkin maat eivät toteuttaneet lainkaan tai juuri lainkaan toimia, kun taas tukitoimien vaikutus velan BKT-suhteeseen oli suurimmillaan lähes 10 % tai vielä suurempi kymmenessä euroalueen maassa eli Saksassa, Alankomaissa, Latviassa, Itävallassa, Sloveniassa, Espanjassa, Irlannissa, Kreikassa, Kyproksessa ja Portugalissa. Viimeksi mainitut neljä maata joutuivat turvautumaan EU:n ja Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF:n) sopeutusohjelmaan, ja Espanja⁷² puolestaan haki vuonna 2012 rahoitustukea Euroopan rahoitusvakaussäilyneestä ja Euroopan vakausmekanismista. EU:n ja IMF:n sopeutusohjelmien tuensaajamaissa vaikutus velkaan oli vuonna 2022 edelleen yli 10 prosenttiyksikköä ja joissakin tapauksissa huomattavastikin suurempi (kuvio C).⁷³

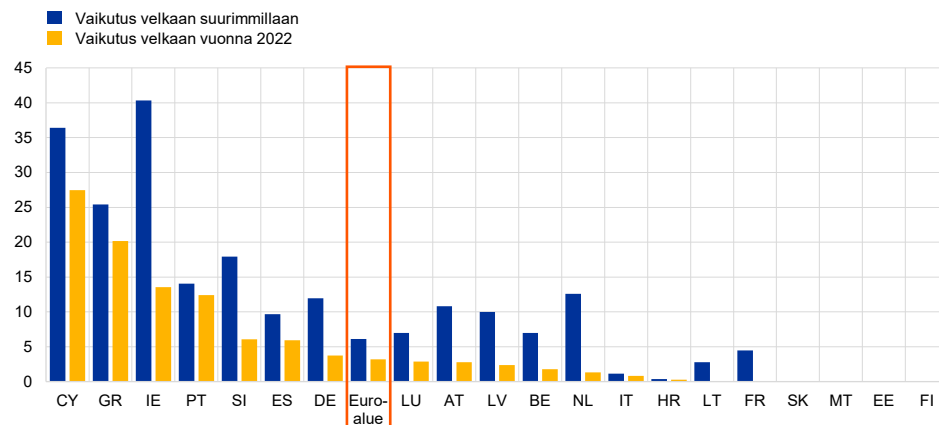
⁷² Espanjassa rahoitussektorin julkisten tukien vaikutusta julkisen talouden velkaan tarkistettiin merkittävästi vuonna 2021 (myös aikaisempien tietojen osalta), kun omaisuudenhoitoyhtiö SAREB (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria) uudelleenluokiteltiin takautuvasti julkiseen sektoriin kuuluvaksi perustamisestaan eli vuodesta 2012 asti. Lisätietoja on 16.2.2021 päivytyssä, SAREBin sektoriluokitusta koskevassa Eurostatin [kirjeessä](#) Instituto Nacional de Estadisticalle.

⁷³ Irlannin osalta tukien vaikutus velkaan on paremmin mitattavissa prosenttiosuutena muunnetusta bruttokansantulosta (BKTL*) BKT:n sijasta, koska BKT:hen vaikuttavat myös monikansallisten yhtiöiden vero-operaatiot. Rahoitussektorin tukien vaikutus velkaan oli suurimmillaan vuonna 2013, jolloin se oli 53 prosenttia BKTL*:stä, kun taas vuonna 2022 se oli 25 %.

Kuvio C

Rahoitussektorin tukitoimien vaikutus julkisen talouden bruttovelkaan

(prosentteja BKT:stä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Kuviossa esitetään julkisyhteisöjen velat suurimmalla tasollaan prosenttiosuutena BKT:stä aikavälillä 2007–2022 ja vuonna 2022. Maat ovat vuoden 2022 arvon mukaisessa järjestyksessä.

Tässä kehikossa esitellyt rahoitussektorin tukitoimien pitkäaikaiset välittömät vaikutukset julkiseen talouteen ovat vain osa finanssikriisin taloudellisista kokonaiskustannuksista.

Nämä kustannukset ovat ilmenneet myös tuotantotappioina ja työttömyyden kasvuna. Lisäksi joissakin maissa rahoitussektorin ja julkisen talouden vaikeudet voimistivat toisiaan kasvattaen valtion rahoituskustannuksia ja kärjistäen finanssi- ja talouskriisiä. Tämä aiheutti velan BKT-suhteessa kasvua, joka ei sisälly tämän kehikon estimaatteihin. Kaikki nämä tekijät osoittavat, miten tärkeää on, että on olemassa tarvittava institutionaalinen kehys makrotalouden ja rahoitussektorin epävakausjaksojen ehkäisemiseksi ja toteutuneiden epävakausjaksojen kustannusten lieventämiseksi. EU:ssa on suuresta finanssikriisistä asti toteutettu uudistuksia rahoitussektorin valvonnan, vaikeuksissa olevien rahoituslaitosten hallitun kriisinhallituksen, julkisen talouden kestävyuden ja valtiollisten lainanottajien kriisinkestävyuden parantamiseksi. Näitä uudistuksia ovat olleet esimerkiksi yhteinen valvontamekanismi, yhteinen kriisinhallitusmekanismi ja Euroopan finanssipoliittinen komitea.⁷⁴

⁷⁴ Seuraavissa linkeissä on lisätietoja yhteisestä valvontamekanismista, yhteisestä kriisinhallitusmekanismista ja Euroopan finanssipoliittisesta komiteasta.

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 can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal: | https://data.ecb.europa.eu/methodology |
| Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary: | http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html |

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

| | GDP 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 |
| 2020 | -3.0 | -2.8 | -11.0 | -4.2 | 2.2 | -6.1 | 1.3 | 1.7 | 1.2 | 0.9 | 0.0 | 2.6 | 0.3 |
| 2021 | 6.3 | 5.9 | 7.6 | 2.2 | 8.1 | 5.6 | 4.0 | 3.0 | 4.7 | 2.6 | -0.3 | 0.9 | 2.6 |
| 2022 | 3.2 | 2.1 | 4.1 | 1.0 | 3.0 | 3.3 | 9.6 | 6.8 | 8.0 | 9.1 | 2.5 | 1.9 | 8.4 |
| 2022 Q3 | 1.4 | 0.8 | -0.1 | -0.3 | 3.2 | 0.3 | 10.4 | 7.3 | 8.3 | 10.0 | 2.9 | 2.7 | 9.3 |
| Q4 | 0.4 | 0.6 | 0.1 | 0.1 | 0.5 | -0.1 | 10.1 | 7.6 | 7.1 | 10.8 | 3.8 | 1.8 | 10.0 |
| 2023 Q1 | 0.9 | 0.5 | 0.1 | 0.8 | 2.2 | 0.1 | 8.6 | 7.2 | 5.8 | 10.2 | 3.6 | 1.3 | 8.0 |
| Q2 | . | 0.5 | 0.2 | 1.2 | 0.8 | 0.1 | . | . | 4.0 | 8.4 | 3.3 | 1.1 | 6.2 |
| 2023 Mar. | . | . | . | . | . | . | 7.7 | 7.2 | 5.0 | 10.1 | 3.2 | 0.7 | 6.9 |
| Apr. | . | . | . | . | . | . | 7.4 | 7.1 | 4.9 | 8.7 | 3.5 | 0.1 | 7.0 |
| May | . | . | . | . | . | . | 6.5 | 6.9 | 4.0 | 8.7 | 3.2 | 0.2 | 6.1 |
| June | . | . | . | . | . | . | . | . | 3.0 | 7.9 | 3.3 | 2.9 | 5.5 |
| July | . | . | . | . | . | . | . | . | 3.2 | 6.8 | 3.3 | 2.6 | 5.3 |
| Aug. ³⁾ | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | 5.3 |

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

| | Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.) | | | | | | Merchandise imports ¹⁾ | | | | | |
|-----------|--|---------------|----------------|-------|-------|----------------------|---|----------|-------------------|--------|--------------------|---------------------------|
| | Composite Purchasing Managers' Index | | | | | Memo item: euro area | Global Purchasing Managers' Index ²⁾ | | | Global | Advanced economies | Emerging market economies |
| | Global ²⁾ | United States | United Kingdom | Japan | China | | Manufacturing | Services | New export orders | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2020 | 47.5 | 48.8 | 46.5 | 42.4 | 51.4 | 44.0 | 48.5 | 46.3 | 45.3 | -4.0 | -4.0 | -4.0 |
| 2021 | 54.9 | 59.6 | 55.9 | 49.4 | 52.0 | 54.9 | 53.7 | 55.2 | 52.1 | 11.3 | 9.9 | 12.8 |
| 2022 | 50.6 | 50.7 | 53.0 | 50.3 | 48.2 | 51.4 | 49.9 | 51.0 | 47.8 | 2.6 | 4.4 | 0.8 |
| 2022 Q1 | 52.2 | 54.9 | 58.3 | 48.7 | 48.0 | 54.2 | 51.0 | 52.6 | 49.1 | 0.8 | 2.8 | -1.4 |
| Q2 | 51.6 | 54.0 | 55.0 | 52.1 | 44.9 | 54.2 | 50.2 | 52.1 | 48.8 | -0.2 | -0.2 | -0.1 |
| Q3 | 50.0 | 47.2 | 50.3 | 50.2 | 51.8 | 49.0 | 49.9 | 50.1 | 47.6 | 0.5 | -0.4 | 1.6 |
| Q4 | 48.4 | 46.5 | 48.5 | 50.1 | 47.9 | 48.2 | 48.7 | 48.3 | 47.0 | -1.8 | -1.8 | -1.8 |
| 2022 July | 51.0 | 47.7 | 52.1 | 50.2 | 54.0 | 49.9 | 50.7 | 51.0 | 48.6 | 1.2 | 0.6 | 1.8 |
| Aug. | 49.3 | 44.6 | 49.6 | 49.4 | 53.0 | 49.0 | 49.8 | 49.1 | 47.5 | 1.0 | -0.4 | 2.5 |
| Sep. | 49.9 | 49.5 | 49.1 | 51.0 | 48.5 | 48.1 | 49.1 | 50.1 | 46.5 | 0.5 | -0.4 | 1.6 |
| Oct. | 49.3 | 48.3 | 48.2 | 51.8 | 48.3 | 47.3 | 49.5 | 49.2 | 47.3 | -0.1 | -0.8 | 0.7 |
| Nov. | 48.0 | 46.4 | 48.2 | 48.9 | 47.0 | 47.8 | 48.1 | 47.9 | 47.0 | -0.9 | -1.3 | -0.4 |
| Dec. | 47.9 | 45.0 | 49.0 | 49.7 | 48.3 | 49.3 | 48.6 | 47.7 | 46.7 | -1.8 | -1.8 | -1.8 |

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

| | GDP | | | | | | | | | | | |
|---|--------------------|-----------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------|--------------------------------------|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|---------|
| | Total | Domestic demand | | | | | | | External balance 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) | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 11,515.7 | 11,103.4 | 5,951.3 | 2,579.5 | 2,524.0 | 1,227.9 | 687.0 | 602.3 | 48.6 | 412.3 | 5,224.9 | 4,812.6 |
| 2021 | 12,418.2 | 11,921.6 | 6,336.6 | 2,730.5 | 2,707.6 | 1,374.7 | 760.0 | 566.0 | 147.0 | 496.6 | 6,148.5 | 5,651.9 |
| 2022 | 13,427.3 | 13,188.5 | 7,053.6 | 2,886.7 | 2,997.5 | 1,547.3 | 843.2 | 599.4 | 250.6 | 238.8 | 7,404.8 | 7,166.0 |
| 2022 Q3 | 3,375.9 | 3,349.0 | 1,794.0 | 723.9 | 760.9 | 390.2 | 215.7 | 153.1 | 70.2 | 26.8 | 1,912.5 | 1,885.6 |
| Q4 | 3,440.8 | 3,369.4 | 1,823.9 | 741.3 | 768.4 | 393.8 | 218.1 | 154.5 | 35.8 | 71.4 | 1,901.5 | 1,830.1 |
| 2023 Q1 | 3,506.9 | 3,372.0 | 1,849.6 | 737.2 | 778.3 | 402.1 | 221.8 | 152.4 | 7.0 | 134.9 | 1,893.0 | 1,758.2 |
| Q2 | 3,553.9 | 3,406.4 | 1,866.8 | 749.9 | 784.4 | 402.9 | 224.1 | 155.4 | 5.2 | 147.5 | 1,869.0 | 1,721.5 |
| <i>as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 | 100.0 | 98.2 | 52.5 | 21.5 | 22.3 | 11.5 | 6.3 | 4.5 | 1.9 | 1.8 | - | - |
| Chain-linked volumes (prices for the previous year) | | | | | | | | | | | | |
| <i>quarter-on-quarter percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q3 | 0.3 | 0.9 | 0.9 | 0.0 | 0.9 | -1.0 | 2.7 | 3.0 | - | - | 1.2 | 2.5 |
| Q4 | -0.1 | -0.6 | -0.7 | 0.5 | -0.2 | -0.6 | -0.3 | 0.8 | - | - | -0.3 | -1.4 |
| 2023 Q1 | 0.1 | -0.7 | 0.0 | -0.6 | 0.3 | 1.0 | 1.3 | -2.4 | - | - | 0.0 | -1.3 |
| Q2 | 0.1 | 0.6 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | -0.2 | 0.2 | 1.6 | - | - | -0.7 | 0.1 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -6.1 | -5.7 | -7.7 | 1.1 | -6.3 | -4.0 | -11.9 | -3.8 | - | - | -9.0 | -8.4 |
| 2021 | 5.6 | 4.4 | 4.1 | 4.1 | 3.4 | 5.8 | 8.5 | -7.3 | - | - | 11.1 | 8.7 |
| 2022 | 3.3 | 3.6 | 4.3 | 1.3 | 2.8 | 1.8 | 4.6 | 2.8 | - | - | 7.0 | 7.9 |
| 2022 Q3 | 2.3 | 3.4 | 2.3 | 0.4 | 4.6 | 1.3 | 8.4 | 7.4 | - | - | 7.6 | 10.4 |
| Q4 | 1.7 | 1.2 | 1.3 | 0.6 | 0.9 | 0.2 | 6.5 | -3.9 | - | - | 4.2 | 3.1 |
| 2023 Q1 | 1.1 | 0.6 | 1.4 | -0.4 | 1.9 | -0.7 | 5.0 | 4.0 | - | - | 2.6 | 1.7 |
| Q2 | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 1.3 | -0.9 | 4.0 | 2.9 | - | - | 0.2 | -0.2 |
| <i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q3 | 0.3 | 0.9 | 0.5 | 0.0 | 0.2 | -0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | -0.6 | - | - |
| Q4 | -0.1 | -0.6 | -0.4 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.3 | 0.5 | - | - |
| 2023 Q1 | 0.1 | -0.6 | 0.0 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | -0.1 | -0.6 | 0.7 | - | - |
| Q2 | 0.1 | 0.6 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | -0.4 | - | - |
| <i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -6.1 | -5.5 | -4.1 | 0.2 | -1.4 | -0.4 | -0.8 | -0.2 | -0.2 | -0.6 | - | - |
| 2021 | 5.6 | 4.4 | 2.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.5 | -0.4 | 0.4 | 1.4 | - | - |
| 2022 | 3.3 | 3.5 | 2.2 | 0.3 | 0.6 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | -0.2 | - | - |
| 2022 Q3 | 2.3 | 3.2 | 1.2 | 0.1 | 1.0 | 0.1 | 0.5 | 0.3 | 1.0 | -0.9 | - | - |
| Q4 | 1.7 | 1.1 | 0.7 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.4 | -0.2 | 0.1 | 0.6 | - | - |
| 2023 Q1 | 1.1 | 0.6 | 0.7 | -0.1 | 0.4 | -0.1 | 0.3 | 0.2 | -0.4 | 0.5 | - | - |
| Q2 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.3 | -0.1 | 0.2 | 0.1 | -0.2 | 0.2 | - | - |

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) | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 10,377.2 | 176.6 | 2,010.0 | 550.4 | 1,804.6 | 546.4 | 486.2 | 1,210.8 | 1,202.5 | 2,066.9 | 322.9 | 1,138.4 |
| 2021 | 11,135.6 | 184.9 | 2,207.8 | 588.6 | 2,006.4 | 594.8 | 516.7 | 1,245.7 | 1,290.8 | 2,163.9 | 335.9 | 1,282.6 |
| 2022 | 12,088.5 | 215.4 | 2,439.5 | 649.2 | 2,315.7 | 630.2 | 528.3 | 1,297.0 | 1,389.3 | 2,254.8 | 369.2 | 1,338.7 |
| 2022 Q3 | 3,040.5 | 56.0 | 609.8 | 163.2 | 590.0 | 159.3 | 131.9 | 323.7 | 349.0 | 564.6 | 93.1 | 335.4 |
| Q4 | 3,117.5 | 56.4 | 634.3 | 167.6 | 597.3 | 160.7 | 139.0 | 333.4 | 358.2 | 576.8 | 93.8 | 323.3 |
| 2023 Q1 | 3,180.0 | 56.0 | 659.7 | 176.4 | 602.0 | 163.6 | 144.1 | 341.1 | 363.7 | 577.1 | 96.3 | 326.9 |
| Q2 | 3,215.7 | 54.0 | 661.5 | 179.4 | 607.7 | 167.2 | 146.9 | 346.1 | 369.0 | 586.0 | 97.9 | 338.2 |
| <i>as a percentage of value added</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 | 100.0 | 1.8 | 20.2 | 5.4 | 19.2 | 5.2 | 4.4 | 10.7 | 11.5 | 18.7 | 3.1 | - |
| Chain-linked volumes (prices for the previous year) | | | | | | | | | | | | |
| <i>quarter-on-quarter percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q3 | 0.4 | 0.7 | 0.5 | -1.2 | 0.7 | 1.7 | 0.3 | -0.2 | 0.5 | 0.5 | 1.3 | -0.7 |
| Q4 | -0.1 | 0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | -1.2 | 0.0 |
| 2023 Q1 | 0.1 | 1.0 | -1.1 | 2.1 | 0.1 | 1.2 | -0.9 | 0.8 | 0.6 | -0.1 | 2.7 | -0.7 |
| Q2 | 0.0 | -1.1 | -0.3 | -0.5 | -0.2 | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 0.6 | 1.4 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -6.0 | -0.7 | -6.1 | -5.0 | -14.0 | 2.1 | -0.7 | -0.8 | -5.6 | -2.8 | -18.1 | -7.1 |
| 2021 | 5.5 | 0.4 | 8.6 | 2.6 | 7.4 | 8.6 | 5.4 | 1.9 | 6.1 | 3.3 | 4.2 | 6.5 |
| 2022 | 3.5 | 0.0 | 1.5 | 1.3 | 7.7 | 5.7 | -0.1 | 1.8 | 4.6 | 1.7 | 11.9 | 2.2 |
| 2022 Q3 | 2.6 | 0.3 | 1.8 | 0.7 | 4.5 | 7.1 | -0.7 | 1.3 | 3.7 | 1.1 | 6.8 | 0.2 |
| Q4 | 2.0 | -0.2 | 1.4 | -0.2 | 2.7 | 4.1 | 0.4 | 1.0 | 3.0 | 1.9 | 6.9 | -0.9 |
| 2023 Q1 | 1.6 | 1.4 | -0.2 | 1.0 | 2.4 | 5.4 | -0.2 | 1.3 | 2.1 | 1.1 | 7.1 | -2.4 |
| Q2 | 0.5 | 0.7 | -1.1 | 0.3 | -0.1 | 4.6 | -0.4 | 0.7 | 1.6 | 0.7 | 3.4 | 0.0 |
| <i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q3 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | - |
| Q4 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | - |
| 2023 Q1 | 0.1 | 0.0 | -0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | - |
| Q2 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | - |
| <i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -6.0 | 0.0 | -1.2 | -0.3 | -2.7 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.7 | -0.5 | -0.6 | - |
| 2021 | 5.5 | 0.0 | 1.7 | 0.2 | 1.3 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.7 | 0.7 | 0.1 | - |
| 2022 | 3.5 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 1.4 | 0.3 | 0.0 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | - |
| 2022 Q3 | 2.6 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.8 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | - |
| Q4 | 2.0 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.5 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | - |
| 2023 Q1 | 1.6 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.5 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | - |
| Q2 | 0.5 | 0.0 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | - |

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> | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 100.0 | 86.0 | 14.0 | 3.0 | 14.6 | 6.2 | 24.5 | 3.0 | 2.4 | 1.0 | 13.8 | 24.8 | 6.6 |
| 2021 | 100.0 | 86.1 | 13.9 | 3.0 | 14.3 | 6.3 | 24.2 | 3.1 | 2.4 | 1.0 | 14.0 | 24.9 | 6.6 |
| 2022 | 100.0 | 86.3 | 13.7 | 2.9 | 14.2 | 6.4 | 24.5 | 3.2 | 2.4 | 1.0 | 14.1 | 24.8 | 6.5 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -1.4 | -1.4 | -1.2 | -2.6 | -1.9 | 0.8 | -3.6 | 1.9 | 0.4 | 0.7 | -2.0 | 1.0 | -3.1 |
| 2021 | 1.5 | 1.6 | 0.4 | 0.2 | -0.3 | 3.3 | 0.5 | 4.8 | 1.0 | 1.0 | 3.0 | 2.1 | 0.9 |
| 2022 | 2.3 | 2.5 | 1.1 | -0.3 | 1.3 | 3.2 | 3.3 | 5.8 | -0.1 | 3.0 | 3.1 | 1.6 | 1.6 |
| 2022 Q3 | 1.9 | 2.0 | 1.2 | -0.6 | 1.3 | 3.3 | 2.0 | 6.3 | -0.4 | 3.9 | 2.5 | 1.5 | 0.8 |
| Q4 | 1.6 | 1.7 | 0.7 | -0.9 | 1.1 | 2.3 | 1.7 | 4.6 | 0.4 | 3.1 | 2.1 | 1.3 | 1.1 |
| 2023 Q1 | 1.6 | 1.7 | 1.3 | -1.2 | 1.3 | 1.6 | 2.2 | 4.5 | 1.0 | 2.5 | 2.0 | 1.2 | 1.0 |
| Q2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | -2.2 | 1.1 | 0.6 | 1.9 | 3.7 | 0.9 | 2.7 | 2.0 | 1.1 | 0.2 |
| Hours worked | | | | | | | | | | | | | |
| <i>as a percentage of total hours worked</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 100.0 | 82.0 | 18.0 | 4.3 | 15.1 | 7.0 | 24.1 | 3.3 | 2.6 | 1.1 | 13.7 | 23.0 | 5.7 |
| 2021 | 100.0 | 81.8 | 18.2 | 4.1 | 15.0 | 7.3 | 24.4 | 3.4 | 2.5 | 1.1 | 14.0 | 22.5 | 5.8 |
| 2022 | 100.0 | 81.9 | 18.1 | 3.9 | 14.6 | 7.2 | 25.3 | 3.5 | 2.5 | 1.1 | 14.0 | 21.9 | 5.9 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -8.0 | -7.3 | -11.3 | -3.4 | -7.5 | -6.2 | -14.6 | -1.9 | -2.2 | -5.1 | -8.4 | -2.4 | -12.3 |
| 2021 | 5.6 | 5.4 | 6.4 | 0.1 | 4.8 | 9.4 | 6.8 | 7.5 | 3.1 | 7.1 | 7.7 | 3.5 | 5.9 |
| 2022 | 3.5 | 3.6 | 3.0 | -0.9 | 0.9 | 3.3 | 7.4 | 6.0 | -0.3 | 5.1 | 4.1 | 0.7 | 5.9 |
| 2022 Q3 | 2.7 | 3.0 | 1.4 | -0.4 | 2.0 | 3.6 | 3.4 | 7.5 | 0.2 | 4.8 | 3.9 | 1.3 | 2.4 |
| Q4 | 2.2 | 2.3 | 1.9 | -0.5 | 1.2 | 3.2 | 3.0 | 5.0 | 0.9 | 3.4 | 3.2 | 1.1 | 2.7 |
| 2023 Q1 | 2.0 | 2.2 | 0.8 | -0.5 | 1.7 | 1.5 | 2.7 | 4.2 | 1.3 | 1.6 | 2.5 | 1.3 | 1.9 |
| Q2 | 1.4 | 1.5 | 1.1 | -2.6 | 1.2 | 1.1 | 1.5 | 3.7 | 1.4 | 2.5 | 2.3 | 1.5 | 0.7 |
| Hours worked per person employed | | | | | | | | | | | | | |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -6.7 | -5.9 | -10.2 | -0.9 | -5.7 | -6.9 | -11.3 | -3.8 | -2.6 | -5.8 | -6.5 | -3.3 | -9.5 |
| 2021 | 4.1 | 3.8 | 6.0 | 0.0 | 5.1 | 5.8 | 6.3 | 2.6 | 2.1 | 6.0 | 4.5 | 1.4 | 5.0 |
| 2022 | 1.1 | 1.0 | 1.8 | -0.6 | -0.3 | 0.1 | 3.9 | 0.1 | -0.3 | 2.0 | 1.0 | -0.9 | 4.1 |
| 2022 Q3 | 0.8 | 1.0 | 0.2 | 0.2 | 0.6 | 0.3 | 1.4 | 1.1 | 0.6 | 0.9 | 1.4 | -0.2 | 1.6 |
| Q4 | 0.6 | 0.5 | 1.2 | 0.4 | 0.1 | 0.9 | 1.2 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 1.0 | -0.3 | 1.7 |
| 2023 Q1 | 0.3 | 0.5 | -0.5 | 0.7 | 0.4 | -0.1 | 0.5 | -0.3 | 0.2 | -0.9 | 0.5 | 0.1 | 0.9 |
| Q2 | 0.1 | 0.2 | -0.3 | -0.5 | 0.1 | 0.5 | -0.4 | 0.0 | 0.4 | -0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.5 |

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 ³⁾ |
|--------------------|------------------------|-------------------------------------|----------------------------|-------------------|---|----------|-------------------|----------|-------------------|-----------|-------------------|----------|-------------------|--------------------------------|
| | | | Total | | Long-term unemployment, % of labour force ²⁾ | By age | | | | By gender | | | | |
| | | | Millions | % of labour force | | Adult | | Youth | | Male | | Female | | |
| | | | | | | Millions | % of labour force | Millions | % of labour force | Millions | % of labour force | Millions | % of labour force | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| % of total in 2020 | | | 100.0 | | 80.1 | 19.9 | | | 51.3 | 48.7 | | | | |
| 2020 | 162.757 | 3.5 | 12.963 | 8.0 | 3.0 | 10.380 | 7.0 | 2.584 | 18.2 | 6.644 | 7.6 | 6.319 | 8.3 | 1.8 |
| 2021 | 165.051 | 3.4 | 12.787 | 7.8 | 3.2 | 10.303 | 6.9 | 2.483 | 16.9 | 6.517 | 7.4 | 6.270 | 8.1 | 2.4 |
| 2022 | 167.817 | 3.1 | 11.341 | 6.8 | 2.7 | 9.083 | 6.0 | 2.258 | 14.6 | 5.687 | 6.4 | 5.654 | 7.2 | 3.1 |
| 2022 Q3 | 167.971 | 3.0 | 11.427 | 6.8 | 2.5 | 9.058 | 5.9 | 2.369 | 15.2 | 5.746 | 6.4 | 5.681 | 7.2 | 3.1 |
| Q4 | 168.630 | 3.0 | 11.227 | 6.7 | 2.5 | 8.973 | 5.9 | 2.254 | 14.3 | 5.599 | 6.2 | 5.628 | 7.1 | 3.1 |
| 2023 Q1 | 169.496 | 3.0 | 11.149 | 6.6 | 2.5 | 8.963 | 5.8 | 2.185 | 13.8 | 5.592 | 6.2 | 5.556 | 7.0 | 3.0 |
| Q2 | . | . | . | 6.4 | . | . | 5.6 | . | 13.9 | . | 6.1 | . | 6.7 | 3.0 |
| 2023 Feb. | - | - | 11.181 | 6.6 | - | 8.952 | 5.8 | 2.229 | 14.1 | 5.625 | 6.2 | 5.556 | 7.0 | - |
| Mar. | - | - | 11.078 | 6.5 | - | 8.868 | 5.8 | 2.210 | 14.0 | 5.570 | 6.2 | 5.507 | 6.9 | - |
| Apr. | - | - | 11.047 | 6.5 | - | 8.833 | 5.7 | 2.214 | 13.9 | 5.566 | 6.2 | 5.481 | 6.9 | - |
| May | - | - | 10.970 | 6.5 | - | 8.736 | 5.7 | 2.233 | 14.0 | 5.515 | 6.1 | 5.455 | 6.8 | - |
| June | - | - | 10.871 | 6.4 | - | 8.678 | 5.6 | 2.194 | 13.8 | 5.507 | 6.1 | 5.364 | 6.7 | - |
| July | - | - | 10.944 | 6.4 | - | 8.738 | 5.7 | 2.206 | 13.8 | 5.559 | 6.2 | 5.385 | 6.8 | - |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

| | Industrial production | | | | | | Construction production | Retail sales | | | | Services production ¹⁾ | New passenger car registrations |
|--|--------------------------------|--------------------|---------------------------|----------------|--------|------|-------------------------|--------------|--------------------------|----------|-------|-----------------------------------|---------------------------------|
| | Total (excluding construction) | | Main Industrial Groupings | | | | | Total | Food, beverages, tobacco | Non-food | Fuel | | |
| | Manufacturing | Intermediate goods | Capital goods | Consumer goods | Energy | | | | | | | | |
| | | | | | | 1 | | | | | | | |
| % of total in 2015 | 100.0 | 88.7 | 32.1 | 34.5 | 21.8 | 11.6 | 100.0 | 100.0 | 40.4 | 52.5 | 7.1 | 100.0 | 100.0 |
| annual percentage changes | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | -7.7 | -8.2 | -7.2 | -11.2 | -4.2 | -4.4 | -5.4 | -0.8 | 3.7 | -2.2 | -14.4 | -9.8 | -24.3 |
| 2021 | 8.9 | 9.8 | 9.6 | 11.7 | 8.1 | 1.4 | 6.0 | 5.1 | 0.9 | 7.8 | 9.6 | 8.1 | -2.9 |
| 2022 | 2.2 | 3.0 | -1.3 | 5.5 | 5.4 | -3.7 | 2.4 | 0.7 | -2.7 | 2.5 | 6.3 | 10.0 | -4.3 |
| 2022 Q1 | 1.6 | 2.1 | 1.0 | 0.3 | 6.3 | -1.4 | 6.1 | 5.8 | -1.7 | 11.1 | 12.5 | 12.3 | -12.3 |
| Q2 | 2.0 | 2.6 | -0.3 | 4.5 | 3.3 | -1.8 | 2.7 | 1.0 | -2.7 | 3.0 | 7.7 | 13.2 | -16.2 |
| Q3 | 3.4 | 4.0 | -1.7 | 9.9 | 3.1 | -1.7 | 0.8 | -0.6 | -1.5 | -0.6 | 3.2 | 9.1 | 1.5 |
| Q4 | 2.1 | 3.5 | -4.4 | 7.2 | 8.9 | -9.3 | 0.3 | -2.6 | -5.0 | -1.6 | 3.0 | 6.2 | 15.3 |
| 2023 Feb. | 1.7 | 2.5 | -5.1 | 9.6 | 3.3 | -4.4 | 2.0 | -2.3 | -4.6 | -0.7 | 0.4 | 4.2 | 11.6 |
| Mar. | -1.5 | -1.0 | -4.6 | -1.9 | 5.4 | -6.4 | -0.9 | -3.3 | -6.1 | -1.5 | 1.8 | 4.7 | 30.8 |
| Apr. | -0.1 | 0.8 | -6.2 | 8.5 | -0.7 | -8.1 | 0.2 | -2.8 | -4.5 | -1.2 | -3.1 | 3.2 | 19.4 |
| May | -2.4 | -1.9 | -5.6 | 2.5 | -3.0 | -6.7 | 0.3 | -2.3 | -2.9 | -1.5 | -1.5 | 4.5 | 20.3 |
| June | -1.1 | -0.4 | -6.3 | 4.7 | -0.5 | -7.3 | -0.3 | -1.0 | -2.7 | 0.6 | -1.8 | 3.4 | 19.0 |
| July | -2.2 | -1.8 | -5.0 | 0.4 | -1.2 | -5.7 | . | -1.0 | -2.2 | 1.1 | -3.4 | . | 16.5 |
| month-on-month percentage changes (s.a.) | | | | | | | | | | | | | |
| 2023 Feb. | 1.8 | 1.3 | 0.8 | 1.8 | 1.6 | 0.8 | 2.1 | -0.1 | -0.4 | 0.1 | -1.3 | 0.6 | 3.4 |
| Mar. | -4.5 | -5.1 | -1.1 | -15.4 | -1.1 | -1.1 | -1.9 | -0.4 | -0.8 | -0.7 | 0.4 | 0.9 | -1.2 |
| Apr. | 1.3 | 1.9 | -0.7 | 15.3 | -2.2 | -0.1 | -0.4 | 0.0 | -0.2 | 0.3 | -2.3 | 0.4 | -1.2 |
| May | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 1.1 | 0.2 | -2.2 | 0.2 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 1.7 | -0.2 |
| June | 0.4 | 0.9 | -1.0 | -0.3 | -1.3 | 0.4 | -1.0 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | -0.3 | -0.5 | 1.7 |
| July | -1.1 | -2.1 | 0.2 | -2.7 | 0.6 | 1.6 | . | -0.2 | 0.4 | 0.5 | -1.2 | . | 3.7 |

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

| | European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated) | | | | | | | Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices) | | | | |
|-----------|--|---------------------------------|--------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|---|--|----------------------|--------------------------------|------------------|
| | Economic sentiment indicator (long-term average = 100) | Manufacturing industry | | Consumer confidence indicator | Construction confidence indicator | Retail trade confidence indicator | Service industries | | Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing | Manufacturing output | Business activity for services | Composite output |
| | | Industrial confidence indicator | Capacity utilisation (%) | | | | Services confidence indicator | Capacity utilisation (%) | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 1999-15 | 98.7 | -5.2 | 80.6 | -11.7 | -15.4 | -8.6 | 7.3 | - | 51.2 | 52.5 | 53.0 | 52.8 |
| 2020 | 88.0 | -13.2 | 74.3 | -14.2 | -7.0 | -12.6 | -15.9 | 86.3 | 48.6 | 48.0 | 42.5 | 44.0 |
| 2021 | 110.7 | 9.4 | 81.8 | -7.5 | 4.2 | -1.8 | 8.3 | 87.7 | 60.2 | 58.3 | 53.6 | 54.9 |
| 2022 | 101.9 | 4.8 | 82.0 | -21.9 | 5.2 | -3.8 | 9.3 | 90.1 | 52.1 | 49.3 | 52.1 | 51.4 |
| 2022 Q3 | 97.2 | 1.9 | 81.7 | -27.0 | 2.9 | -6.8 | 7.6 | 90.8 | 49.3 | 46.3 | 49.9 | 49.0 |
| Q4 | 95.3 | -0.9 | 81.4 | -24.4 | 3.1 | -4.8 | 5.0 | 90.4 | 47.1 | 45.9 | 49.0 | 48.2 |
| 2023 Q1 | 99.2 | 0.1 | 81.3 | -19.6 | 1.2 | -1.0 | 9.4 | 90.0 | 48.2 | 49.8 | 52.8 | 52.0 |
| Q2 | 96.8 | -5.2 | 80.7 | -17.0 | -0.8 | -4.0 | 7.4 | 90.2 | 44.7 | 46.4 | 54.5 | 52.3 |
| 2023 Mar. | 98.8 | -0.8 | - | -19.1 | 0.9 | -1.8 | 8.9 | - | 47.3 | 50.4 | 55.0 | 53.7 |
| Apr. | 98.8 | -2.9 | 81.2 | -17.5 | 0.7 | -0.9 | 9.6 | 89.9 | 45.8 | 48.5 | 56.2 | 54.1 |
| May | 96.3 | -5.3 | - | -17.4 | -0.4 | -5.3 | 7.0 | - | 44.8 | 46.4 | 55.1 | 52.8 |
| June | 95.2 | -7.3 | - | -16.1 | -2.6 | -5.9 | 5.7 | - | 43.4 | 44.2 | 52.0 | 49.9 |
| July | 94.5 | -9.3 | 80.2 | -15.1 | -3.6 | -4.5 | 5.4 | 90.6 | 42.7 | 42.7 | 50.9 | 48.6 |
| Aug. | 93.3 | -10.3 | - | -16.0 | -5.2 | -5.0 | 3.9 | - | 43.5 | 43.4 | 47.9 | 46.7 |

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

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

| | Households | | | | | | | Non-financial corporations | | | | | |
|---------|--|---------------------------|------------------------------|----------------------|----------------------------------|-------------------------|----------------|---------------------------------|---------------------|---------------------------|----------------------|----------------------------------|-----------|
| | Saving rate (gross) | Debt ratio | Real gross disposable income | Financial investment | Non-financial investment (gross) | Net worth 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 |
| 2020 | 19.6 | 95.4 | -0.1 | 4.2 | -1.7 | 5.6 | 4.8 | 46.0 | 24.6 | 78.7 | 3.7 | -12.0 | 2.6 |
| 2021 | 17.5 | 95.6 | 1.6 | 3.7 | 17.4 | 8.0 | 8.2 | 48.6 | 26.6 | 76.5 | 5.5 | 7.5 | 3.5 |
| 2022 | 13.5 | 93.0 | -0.1 | 2.6 | 12.4 | 1.5 | 6.9 | 48.7 | 23.8 | 72.1 | 2.9 | 9.3 | 2.0 |
| 2022 Q2 | 14.6 | 95.2 | 0.2 | 2.8 | 16.6 | 4.4 | 10.1 | 48.8 | 24.7 | 74.0 | 4.8 | -4.3 | 3.2 |
| Q3 | 13.9 | 94.4 | 0.0 | 2.8 | 10.6 | 3.0 | 9.1 | 49.0 | 24.1 | 74.1 | 4.2 | 25.0 | 3.0 |
| Q4 | 13.5 | 93.0 | -0.7 | 2.6 | 6.5 | 1.5 | 6.9 | 48.7 | 23.8 | 72.1 | 2.9 | 2.3 | 2.0 |
| 2023 Q1 | 13.4 | 91.3 | 0.5 | 2.4 | 5.4 | 2.8 | 5.4 | 48.6 | 23.9 | 70.2 | 2.4 | 1.3 | 1.5 |

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3) The profit 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 | |
| 2022 Q3 | 1,356.3 | 1,444.0 | -87.7 | 755.1 | 806.6 | 320.0 | 319.8 | 238.5 | 229.2 | 42.7 | 88.5 | 25.4 | 16.1 |
| Q4 | 1,360.4 | 1,365.1 | -4.8 | 749.2 | 751.0 | 312.2 | 267.8 | 256.3 | 263.8 | 42.6 | 82.5 | 58.3 | 35.7 |
| 2023 Q1 | 1,377.6 | 1,340.3 | 37.3 | 750.2 | 694.1 | 322.4 | 299.3 | 265.0 | 272.0 | 40.0 | 75.0 | 34.6 | 31.1 |
| Q2 | 1,362.0 | 1,315.8 | 46.2 | 737.7 | 660.0 | 326.0 | 309.4 | 255.4 | 262.4 | 42.9 | 84.0 | 20.4 | 14.4 |
| 2023 Jan. | 460.6 | 455.6 | 5.0 | 247.4 | 244.1 | 108.3 | 97.7 | 90.7 | 90.2 | 14.2 | 23.6 | 11.6 | 13.4 |
| Feb. | 454.7 | 442.7 | 11.9 | 248.3 | 228.5 | 106.6 | 96.9 | 86.5 | 92.5 | 13.3 | 24.8 | 5.9 | 4.4 |
| Mar. | 462.3 | 441.9 | 20.4 | 254.6 | 221.4 | 107.4 | 104.7 | 87.8 | 89.2 | 12.5 | 26.6 | 17.1 | 13.2 |
| Apr. | 432.5 | 430.0 | 2.5 | 231.8 | 215.5 | 107.6 | 104.4 | 79.7 | 82.5 | 13.4 | 27.7 | 6.4 | 5.7 |
| May | 460.8 | 452.9 | 7.9 | 249.8 | 227.9 | 109.8 | 104.1 | 86.4 | 94.1 | 14.8 | 26.8 | 5.2 | 4.0 |
| June | 468.7 | 432.9 | 35.8 | 256.0 | 216.7 | 108.6 | 100.9 | 89.3 | 85.7 | 14.7 | 29.5 | 8.9 | 4.7 |
| <i>12-month cumulated transactions</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2023 June | 5,456.3 | 5,465.3 | -9.0 | 2,992.2 | 2,911.7 | 1,280.6 | 1,196.3 | 1,015.3 | 1,027.3 | 168.3 | 329.9 | 138.7 | 97.3 |
| <i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2023 June | 39.3 | 39.4 | -0.1 | 21.6 | 21.0 | 9.2 | 8.6 | 7.3 | 7.4 | 1.2 | 2.4 | 1.0 | 0.7 |

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

| | Total (n.s.a.) | | Exports (f.o.b.) | | | | | Imports (c.i.f.) | | | | | |
|---|----------------|---------|--------------------|---------------|-------------------|----------------------------------|--------------------|------------------|-------------------|-----------------------------------|-------|-------|-------|
| | Exports | Imports | Total | | | Memo item: Manu- facturing | Total | | | Memo items: Manu- facturing | Oil | | |
| | | | Intermediate goods | Capital goods | Consumption goods | | Intermediate goods | Capital goods | Consumption goods | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| <i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q3 | 20.2 | 47.6 | 729.8 | 365.5 | 133.5 | 217.0 | 588.4 | 859.7 | 531.0 | 117.3 | 168.8 | 534.1 | 108.1 |
| Q4 | 14.9 | 20.2 | 733.4 | 361.2 | 139.8 | 221.2 | 605.7 | 796.2 | 481.6 | 114.1 | 170.0 | 517.6 | 97.1 |
| 2023 Q1 | 8.6 | 0.4 | 722.3 | 346.2 | 137.6 | 224.0 | 597.0 | 722.8 | 425.0 | 113.3 | 160.5 | 500.5 | 77.7 |
| Q2 | -1.9 | -14.3 | 708.6 | . | . | . | 588.1 | 703.8 | . | . | . | 498.1 | . |
| 2023 Jan. | 11.1 | 10.2 | 239.6 | 115.0 | 45.0 | 74.1 | 197.2 | 251.5 | 149.4 | 39.1 | 53.7 | 169.0 | 30.1 |
| Feb. | 7.6 | 1.5 | 241.2 | 115.6 | 45.8 | 75.9 | 199.3 | 242.0 | 143.0 | 37.4 | 54.3 | 168.3 | 24.4 |
| Mar. | 7.5 | -8.8 | 241.5 | 115.6 | 46.8 | 74.0 | 200.5 | 229.3 | 132.6 | 36.8 | 52.5 | 163.2 | 23.2 |
| Apr. | -3.6 | -11.8 | 233.2 | 109.0 | 47.0 | 72.0 | 193.3 | 241.1 | 141.1 | 37.7 | 55.5 | 168.9 | 25.5 |
| May | -2.6 | -13.1 | 238.3 | 109.9 | 49.3 | 72.9 | 196.3 | 238.0 | 138.1 | 39.0 | 55.6 | 169.1 | 24.2 |
| June | 0.3 | -17.7 | 237.2 | . | . | . | 198.4 | 224.6 | . | . | . | 160.2 | . |
| <i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q3 | 2.8 | 14.9 | 106.5 | 104.8 | 105.9 | 114.5 | 106.3 | 124.0 | 121.8 | 123.7 | 121.0 | 122.8 | 140.4 |
| Q4 | 1.5 | 3.6 | 107.2 | 104.0 | 109.7 | 114.6 | 106.9 | 119.8 | 116.2 | 120.3 | 121.6 | 120.6 | 144.8 |
| 2023 Q1 | 1.5 | -1.3 | 106.3 | 102.0 | 105.6 | 117.0 | 106.0 | 114.8 | 111.6 | 119.8 | 115.9 | 117.3 | 142.7 |
| Q2 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2022 Dec. | -1.1 | -3.4 | 105.6 | 101.0 | 108.0 | 115.7 | 105.3 | 117.2 | 114.2 | 113.4 | 120.1 | 116.8 | 147.0 |
| 2023 Jan. | 2.8 | 4.1 | 105.9 | 102.0 | 103.9 | 117.1 | 104.7 | 117.9 | 114.9 | 122.4 | 117.1 | 118.4 | 151.7 |
| Feb. | -0.4 | -0.5 | 106.8 | 101.5 | 105.8 | 118.9 | 106.7 | 117.3 | 114.3 | 118.8 | 117.5 | 118.5 | 144.6 |
| Mar. | 2.2 | -6.8 | 106.2 | 102.5 | 107.2 | 115.1 | 106.4 | 109.3 | 105.7 | 118.4 | 113.1 | 114.9 | 131.7 |
| Apr. | -6.1 | -4.3 | 103.0 | 98.5 | 107.2 | 112.3 | 103.2 | 119.1 | 115.4 | 124.7 | 119.2 | 121.7 | 158.7 |
| May | -3.3 | -4.6 | 106.4 | 100.0 | 111.5 | 114.9 | 107.0 | 118.9 | 114.5 | 125.9 | 120.5 | 122.0 | 151.7 |

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 | Unprocessed food | Non-energy industrial goods | Energy (n.s.a.) | Services | Total HICP excluding administered prices | Administered prices |
| | | Total excluding food and energy | | | | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| % of total in 2021 | 100.0 | 100.0 | 68.7 | 58.2 | 41.8 | 100.0 | 16.7 | 5.1 | 26.9 | 9.5 | 41.8 | 86.7 | 13.3 |
| 2020 | 105.1 | 0.3 | 0.7 | -0.4 | 1.0 | - | - | - | - | - | - | 0.2 | 0.6 |
| 2021 | 107.8 | 2.6 | 1.5 | 3.4 | 1.5 | - | - | - | - | - | - | 2.5 | 3.1 |
| 2022 | 116.8 | 8.4 | 3.9 | 11.9 | 3.5 | - | - | - | - | - | - | 8.5 | 7.8 |
| 2022 Q3 | 118.1 | 9.3 | 4.4 | 13.2 | 3.9 | 2.3 | 4.0 | 2.8 | 2.0 | 4.4 | 1.1 | 9.5 | 7.8 |
| Q4 | 120.8 | 10.0 | 5.1 | 14.0 | 4.3 | 2.3 | 3.7 | 2.9 | 1.4 | 4.6 | 1.5 | 10.0 | 9.5 |
| 2023 Q1 | 121.3 | 8.0 | 5.5 | 10.3 | 4.7 | 0.8 | 3.3 | 2.7 | 1.7 | -6.0 | 1.2 | 8.1 | 7.3 |
| Q2 | 123.2 | 6.2 | 5.5 | 6.8 | 5.2 | 0.6 | 1.8 | 0.8 | 0.7 | -4.3 | 1.3 | 6.1 | 6.8 |
| 2023 Mar. | 122.3 | 6.9 | 5.7 | 8.1 | 5.1 | 0.3 | 0.9 | 2.2 | 0.2 | -2.2 | 0.4 | 7.0 | 5.9 |
| Apr. | 123.1 | 7.0 | 5.6 | 8.1 | 5.2 | 0.2 | 0.4 | -1.6 | 0.2 | -0.9 | 0.6 | 7.0 | 6.4 |
| May | 123.2 | 6.1 | 5.3 | 6.8 | 5.0 | -0.1 | 0.4 | -0.5 | 0.2 | -2.1 | 0.1 | 6.1 | 6.2 |
| June | 123.5 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | 5.4 | 0.3 | 0.4 | 0.8 | 0.2 | -0.7 | 0.5 | 5.2 | 7.7 |
| July | 123.4 | 5.3 | 5.5 | 4.8 | 5.6 | 0.3 | 0.4 | 1.0 | 0.3 | -0.2 | 0.4 | 5.2 | 6.3 |
| Aug. ³⁾ | 124.1 | 5.3 | 5.3 | . | 5.5 | 0.6 | 0.4 | -0.2 | 0.4 | 3.2 | 0.2 | . | . |

| | Goods | | | | | | Services | | | | | |
|--------------------|--|----------------|------------------|------------------|-----------------------------|--------|----------|-----------|---------------|------------------------------|---------------|-----|
| | Food (including alcoholic beverages and tobacco) | | | Industrial goods | | | Housing | Transport | Communication | Recreation and personal care | Miscellaneous | |
| | Total | Processed food | Unprocessed food | Total | Non-energy industrial goods | Energy | Rents | | | | | |
| | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 |
| % of total in 2021 | 21.8 | 16.7 | 5.1 | 36.4 | 26.9 | 9.5 | 12.2 | 7.5 | 6.5 | 2.7 | 11.4 | 9.0 |
| 2020 | 2.3 | 1.8 | 4.0 | -1.8 | 0.2 | -6.8 | 1.4 | 1.3 | 0.5 | -0.6 | 1.0 | 1.4 |
| 2021 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 4.5 | 1.5 | 13.0 | 1.4 | 1.2 | 2.1 | 0.3 | 1.5 | 1.6 |
| 2022 | 9.0 | 8.6 | 10.4 | 13.6 | 4.6 | 37.0 | 2.4 | 1.7 | 4.4 | -0.2 | 6.1 | 2.1 |
| 2022 Q3 | 10.7 | 10.5 | 11.6 | 14.7 | 5.0 | 39.7 | 2.6 | 1.9 | 4.3 | -0.2 | 7.2 | 2.1 |
| Q4 | 13.5 | 13.4 | 13.7 | 14.2 | 6.2 | 33.9 | 3.0 | 2.1 | 5.6 | -0.7 | 7.1 | 2.8 |
| 2023 Q1 | 14.9 | 15.4 | 13.3 | 7.8 | 6.7 | 10.0 | 3.6 | 2.5 | 5.8 | 0.2 | 7.2 | 3.8 |
| Q2 | 12.5 | 13.5 | 9.5 | 3.7 | 5.8 | -1.8 | 3.7 | 2.7 | 6.1 | 0.4 | 7.5 | 4.1 |
| 2023 Mar. | 15.5 | 15.7 | 14.7 | 4.3 | 6.6 | -0.9 | 3.7 | 2.7 | 5.9 | 0.3 | 7.8 | 3.9 |
| Apr. | 13.5 | 14.6 | 10.0 | 5.2 | 6.2 | 2.3 | 3.6 | 2.6 | 6.1 | 0.4 | 7.7 | 4.0 |
| May | 12.5 | 13.4 | 9.6 | 3.7 | 5.8 | -1.8 | 3.7 | 2.7 | 4.7 | 0.7 | 7.6 | 4.1 |
| June | 11.6 | 12.4 | 9.0 | 2.2 | 5.5 | -5.6 | 3.7 | 2.7 | 7.4 | 0.0 | 7.2 | 4.3 |
| July | 10.8 | 11.3 | 9.2 | 1.6 | 5.0 | -6.1 | 3.7 | 2.7 | 7.1 | 0.0 | 7.5 | 4.3 |
| Aug. ³⁾ | 9.8 | 10.4 | 7.8 | . | 4.8 | -3.3 | . | . | . | . | . | . |

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⁾ | | | | | | | | | | Con- struction ²⁾ | Residential property prices ³⁾ | Experimental indicator of commercial property prices ³⁾ |
|-----------------------|---|--------------------|-------|--|------------------|----------------|-----------------------------------|--------------|-----|--------|---------------------------------|---|--|
| | Total (index: 2015 = 100) | Total | | Industry excluding construction and energy | | | | | | Energy | | | |
| | | Manu- facturing | Total | Intermediate goods | Capital goods | Consumer goods | | | | | | | |
| | | | | | | Total | Food, beverages and tobacco | Non- food | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| % of total in 2015 | 100.0 | 100.0 | 77.3 | 72.1 | 28.9 | 20.7 | 22.5 | 16.6 | 5.9 | 27.9 | | | |
| 2020 | 102.0 | -2.6 | -1.7 | -0.1 | -1.6 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 0.6 | -9.7 | 1.7 | 5.3 | 1.6 |
| 2021 | 114.5 | 12.3 | 7.4 | 5.8 | 10.9 | 2.5 | 2.1 | 3.3 | 1.8 | 32.2 | 5.6 | 8.1 | 0.6 |
| 2022 | 153.8 | 34.3 | 16.9 | 14.1 | 20.3 | 7.2 | 12.1 | 16.4 | 7.7 | 85.2 | 11.5 | 7.0 | 0.8 |
| 2022 Q3 | 163.1 | 41.1 | 17.7 | 14.7 | 20.2 | 7.7 | 14.0 | 19.0 | 8.6 | 107.8 | 11.9 | 6.6 | 0.4 |
| Q4 | 161.9 | 27.2 | 14.5 | 13.1 | 15.4 | 7.6 | 15.3 | 19.9 | 9.3 | 56.1 | 11.6 | 2.9 | -2.6 |
| 2023 Q1 | 156.2 | 10.9 | 9.0 | 9.8 | 8.7 | 7.2 | 14.1 | 17.4 | 8.5 | 11.5 | 10.2 | 0.3 | . |
| Q2 | 147.2 | -1.4 | 0.9 | 3.7 | -1.1 | 5.7 | 9.4 | 9.5 | 6.5 | -13.1 | 6.4 | . | . |
| 2023 Feb. | 156.5 | 12.7 | 9.9 | 10.3 | 9.4 | 7.4 | 14.6 | 18.3 | 8.7 | 15.8 | - | - | - |
| Mar. | 154.4 | 5.5 | 5.7 | 8.1 | 5.8 | 6.7 | 12.9 | 15.3 | 8.1 | 0.0 | - | - | - |
| Apr. | 149.3 | 0.9 | 3.1 | 5.1 | 1.2 | 6.2 | 10.6 | 11.3 | 7.2 | -9.2 | - | - | - |
| May | 146.4 | -1.6 | 0.6 | 3.4 | -1.5 | 5.7 | 9.4 | 9.3 | 6.4 | -13.5 | - | - | - |
| June | 145.8 | -3.4 | -1.1 | 2.5 | -2.8 | 5.3 | 8.4 | 8.0 | 5.9 | -16.4 | - | - | - |
| July | 145.0 | -7.6 | -0.8 | 1.6 | -4.0 | 4.7 | 7.4 | 6.6 | 5.0 | -24.2 | - | - | - |

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html 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 consump- tion | Govern- ment consump- tion | Gross fixed capital formation | | | | Total | Food | Non-food | Total | Food | Non-food |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | |
| % of total | | | | | | | | | 100.0 | 45.4 | 54.6 | 100.0 | 50.4 | 49.6 | |
| 2020 | 107.3 | 1.8 | 1.3 | 0.6 | 3.4 | 1.0 | -1.4 | -2.7 | 37.0 | 1.4 | 3.3 | -0.3 | -1.0 | -0.3 | -1.8 |
| 2021 | 109.5 | 2.1 | 2.8 | 2.2 | 1.6 | 3.7 | 5.8 | 7.9 | 59.8 | 29.6 | 21.5 | 37.2 | 29.1 | 22.2 | 37.1 |
| 2022 | 114.6 | 4.6 | 6.8 | 6.8 | 4.3 | 7.7 | 12.7 | 17.6 | 95.0 | 18.1 | 29.0 | 9.0 | 19.2 | 28.2 | 9.9 |
| 2022 Q3 | 115.0 | 4.6 | 7.5 | 7.5 | 4.9 | 7.7 | 13.6 | 19.8 | 98.3 | 14.4 | 30.0 | 1.5 | 14.7 | 26.9 | 2.3 |
| Q4 | 117.3 | 5.7 | 6.9 | 8.6 | 6.1 | 7.4 | 10.2 | 12.8 | 86.6 | 5.3 | 13.8 | -2.3 | 4.9 | 12.2 | -3.1 |
| 2023 Q1 | 119.4 | 6.2 | 5.5 | 7.9 | 4.5 | 6.4 | 5.5 | 3.9 | 75.8 | -10.5 | -5.3 | -15.1 | -11.3 | -6.5 | -16.4 |
| Q2 | 120.9 | 6.2 | 4.0 | 6.8 | 4.9 | 4.6 | 0.5 | -3.7 | 71.6 | -18.1 | -16.0 | -20.3 | -18.4 | -16.1 | -21.3 |
| 2023 Mar. | - | - | - | - | - | - | - | - | 73.3 | -17.9 | -13.3 | -22.1 | -18.2 | -13.6 | -23.2 |
| Apr. | - | - | - | - | - | - | - | - | 76.7 | -19.1 | -14.8 | -23.1 | -19.2 | -14.8 | -24.2 |
| May | - | - | - | - | - | - | - | - | 69.7 | -19.1 | -17.5 | -20.7 | -19.4 | -17.6 | -21.7 |
| June | - | - | - | - | - | - | - | - | 69.0 | -16.0 | -15.6 | -16.5 | -16.6 | -15.7 | -17.6 |
| July | - | - | - | - | - | - | - | - | 72.5 | -14.3 | -14.4 | -14.2 | -15.6 | -15.2 | -16.2 |
| Aug. | - | - | - | - | - | - | - | - | 78.8 | -16.5 | -16.8 | -16.1 | -17.0 | -16.2 | -18.0 |

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

| | European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances) | | | | | Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices) | | | |
|-----------|--|--------------|----------|--------------|--|---|----------|--------------------|----------|
| | Selling price expectations (for next three months) | | | | Consumer price trends over past 12 months | Input prices | | Prices charged | |
| | Manu- facturing | Retail trade | Services | Construction | | Manu- facturing | Services | Manu- facturing | Services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 1999-15 | 4.3 | 5.7 | - | -4.4 | 32.4 | 56.7 | 56.3 | - | 49.7 |
| 2020 | -0.3 | 2.0 | -0.6 | -5.1 | 11.5 | 49.0 | 52.1 | 48.7 | 47.2 |
| 2021 | 31.6 | 24.0 | 10.3 | 19.7 | 30.4 | 84.0 | 61.9 | 66.8 | 53.4 |
| 2022 | 48.4 | 52.9 | 27.2 | 42.5 | 71.6 | 77.1 | 75.4 | 69.6 | 62.0 |
| 2022 Q3 | 46.2 | 54.7 | 27.7 | 40.9 | 76.5 | 74.3 | 74.9 | 67.1 | 61.8 |
| Q4 | 40.2 | 51.7 | 29.0 | 41.7 | 78.1 | 65.8 | 74.3 | 63.7 | 62.0 |
| 2023 Q1 | 23.7 | 43.5 | 26.0 | 27.1 | 78.4 | 51.3 | 69.9 | 57.8 | 61.2 |
| Q2 | 7.5 | 30.1 | 18.1 | 11.8 | 76.9 | 41.6 | 64.3 | 49.2 | 58.0 |
| 2023 Mar. | 17.8 | 41.3 | 23.5 | 21.4 | 78.6 | 46.8 | 68.5 | 53.4 | 59.8 |
| Apr. | 11.5 | 34.8 | 19.6 | 15.3 | 78.3 | 44.0 | 67.2 | 51.6 | 58.7 |
| May | 6.5 | 30.1 | 18.7 | 12.3 | 77.4 | 41.3 | 64.4 | 49.0 | 59.1 |
| June | 4.4 | 25.3 | 16.1 | 7.7 | 74.9 | 39.5 | 61.3 | 47.0 | 56.3 |
| July | 3.4 | 23.4 | 16.5 | 4.9 | 73.5 | 35.8 | 61.0 | 45.0 | 56.1 |
| Aug. | 3.6 | 22.8 | 16.7 | 6.0 | 72.9 | 39.7 | 62.2 | 46.2 | 55.6 |

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

| | Total (index: 2020 = 100) | Total | By component | | For selected economic activities | | Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ |
|-----------------------|---------------------------------|-------|-----------------------|------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|---|
| | | | Wages and salaries | Employers' social contributions | Business economy | Mainly non-business economy | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| % of total in 2018 | 100.0 | 100.0 | 75.3 | 24.7 | 69.0 | 31.0 | |
| 2020 | 100.0 | 3.1 | 3.7 | 1.5 | 2.8 | 3.9 | 1.8 |
| 2021 | 101.3 | 1.2 | 1.4 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 1.3 |
| 2022 | 105.8 | 4.4 | 3.7 | 6.6 | 4.8 | 3.7 | 2.9 |
| 2022 Q3 | 102.4 | 3.5 | 2.7 | 5.7 | 3.7 | 3.2 | 3.0 |
| Q4 | 113.8 | 5.6 | 5.0 | 7.4 | 5.6 | 5.6 | 3.1 |
| 2023 Q1 | 103.0 | 5.0 | 4.6 | 6.1 | 5.3 | 4.5 | 4.4 |
| Q2 | . | . | . | . | . | . | 4.3 |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

| | Total (index: 2015 =100) | Total | By economic activity | | | | | | | | | |
|---|-----------------------------------|-------|---|--|-------------------|---|---------------------------------------|-----------------------------|----------------|--|--|---|
| | | | Agriculture, forestry and fishing | Manu- facturing, energy and utilities | Con- struction | Trade, transport, accom- modation and food services | Information and commu- nication | Finance and insurance | Real estate | Professional, business and support services | Public ad- ministration, education, health and social work | Arts, enter- tainment and other services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Unit labour costs | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 110.2 | 4.5 | -0.4 | 2.0 | 4.8 | 7.5 | -0.1 | 1.0 | 1.2 | 3.6 | 6.3 | 17.0 |
| 2021 | 110.0 | -0.2 | 2.0 | -4.0 | 5.3 | -1.4 | 1.5 | -1.3 | 4.1 | 1.3 | 1.0 | -0.6 |
| 2022 | 113.6 | 3.3 | 4.6 | 3.3 | 5.7 | 1.8 | 3.4 | 3.7 | 5.0 | 3.5 | 3.4 | -3.5 |
| 2022 Q3 | 113.9 | 3.3 | 4.3 | 2.0 | 5.9 | 2.1 | 2.4 | 3.6 | 6.4 | 3.6 | 3.8 | -1.1 |
| Q4 | 116.3 | 4.7 | 5.3 | 3.1 | 7.2 | 4.3 | 4.1 | 3.5 | 4.4 | 5.1 | 4.8 | -1.1 |
| 2023 Q1 | 118.9 | 6.0 | 3.6 | 7.4 | 5.0 | 6.5 | 4.4 | 6.4 | 5.1 | 6.7 | 4.2 | -0.4 |
| Q2 | 119.7 | 6.5 | 3.5 | 7.6 | 5.7 | 8.2 | 4.9 | 5.7 | 5.8 | 6.4 | 5.4 | 2.9 |
| Compensation per employee | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 107.0 | -0.4 | 1.5 | -2.4 | -1.2 | -4.0 | 0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | 2.3 | -1.1 |
| 2021 | 111.2 | 3.9 | 2.3 | 4.5 | 4.6 | 5.4 | 5.2 | 3.0 | 5.0 | 4.3 | 2.1 | 2.7 |
| 2022 | 116.0 | 4.3 | 5.0 | 3.5 | 3.7 | 6.1 | 3.3 | 3.6 | 3.8 | 5.1 | 3.5 | 6.2 |
| 2022 Q3 | 116.4 | 3.8 | 5.2 | 2.5 | 3.3 | 4.6 | 3.1 | 3.2 | 3.8 | 4.9 | 3.4 | 4.8 |
| Q4 | 118.4 | 4.9 | 6.0 | 3.5 | 4.6 | 5.3 | 3.7 | 3.5 | 2.2 | 6.0 | 5.4 | 4.7 |
| 2023 Q1 | 120.6 | 5.5 | 6.3 | 5.9 | 4.4 | 6.7 | 5.2 | 5.1 | 3.8 | 6.8 | 4.1 | 5.5 |
| Q2 | 121.3 | 5.5 | 6.5 | 5.3 | 5.4 | 6.1 | 5.9 | 4.3 | 3.7 | 6.0 | 5.0 | 6.1 |
| Labour productivity per person employed | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 97.1 | -4.7 | 1.9 | -4.3 | -5.8 | -10.7 | 0.1 | -1.1 | -1.4 | -3.7 | -3.7 | -15.5 |
| 2021 | 101.1 | 4.1 | 0.3 | 8.9 | -0.7 | 6.9 | 3.7 | 4.4 | 0.9 | 3.0 | 1.2 | 3.2 |
| 2022 | 102.1 | 1.0 | 0.3 | 0.2 | -1.9 | 4.2 | -0.1 | -0.1 | -1.1 | 1.5 | 0.1 | 10.0 |
| 2022 Q3 | 102.2 | 0.5 | 0.9 | 0.5 | -2.4 | 2.5 | 0.7 | -0.4 | -2.4 | 1.2 | -0.4 | 6.0 |
| Q4 | 101.8 | 0.2 | 0.7 | 0.4 | -2.5 | 1.0 | -0.4 | 0.0 | -2.1 | 0.8 | 0.5 | 5.8 |
| 2023 Q1 | 101.4 | -0.5 | 2.6 | -1.5 | -0.6 | 0.2 | 0.8 | -1.3 | -1.2 | 0.1 | -0.1 | 6.0 |
| Q2 | 101.3 | -0.9 | 2.9 | -2.1 | -0.3 | -2.0 | 1.0 | -1.3 | -2.0 | -0.4 | -0.4 | 3.1 |
| Compensation per hour worked | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 113.9 | 5.8 | 4.1 | 3.0 | 5.1 | 7.1 | 3.2 | 1.8 | 4.4 | 5.9 | 5.5 | 6.8 |
| 2021 | 114.1 | 0.2 | -0.1 | -0.3 | -0.7 | -0.4 | 2.6 | 1.1 | 0.4 | 0.3 | 1.0 | -1.4 |
| 2022 | 117.8 | 3.2 | 5.8 | 3.9 | 4.0 | 1.8 | 3.4 | 3.8 | 2.7 | 3.9 | 4.5 | 2.9 |
| 2022 Q3 | 118.1 | 2.8 | 5.2 | 1.9 | 3.1 | 2.4 | 2.1 | 2.3 | 3.0 | 3.1 | 3.6 | 3.7 |
| Q4 | 120.5 | 4.3 | 7.0 | 3.3 | 3.5 | 3.9 | 3.6 | 3.1 | 1.7 | 5.1 | 5.8 | 3.4 |
| 2023 Q1 | 122.0 | 5.0 | 4.9 | 5.5 | 4.3 | 5.7 | 5.3 | 4.9 | 4.4 | 6.0 | 3.9 | 4.7 |
| Q2 | 122.7 | 5.4 | 6.6 | 5.1 | 5.0 | 6.5 | 5.6 | 4.1 | 4.2 | 5.8 | 4.5 | 5.2 |
| Hourly labour productivity | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 104.7 | 2.1 | 2.8 | 1.5 | 1.2 | 0.7 | 4.1 | 1.5 | 4.6 | 3.0 | -0.4 | -6.6 |
| 2021 | 104.7 | 0.0 | 0.3 | 3.6 | -6.2 | 0.6 | 1.0 | 2.2 | -4.8 | -1.4 | -0.2 | -1.7 |
| 2022 | 104.6 | -0.1 | 0.9 | 0.5 | -2.0 | 0.3 | -0.3 | 0.2 | -3.1 | 0.5 | 1.0 | 5.7 |
| 2022 Q3 | 104.8 | -0.3 | 0.7 | -0.2 | -2.7 | 1.0 | -0.4 | -0.9 | -3.3 | -0.1 | -0.2 | 4.3 |
| Q4 | 104.4 | -0.4 | 0.3 | 0.2 | -3.3 | -0.3 | -0.8 | -0.5 | -2.4 | -0.2 | 0.8 | 4.1 |
| 2023 Q1 | 103.6 | -0.8 | 1.9 | -1.8 | -0.5 | -0.3 | 1.1 | -1.5 | -0.3 | -0.4 | -0.2 | 5.1 |
| Q2 | 103.5 | -0.9 | 3.4 | -2.3 | -0.8 | -1.6 | 0.9 | -1.8 | -1.8 | -0.6 | -0.8 | 2.6 |

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 |
| 2020 | -0.55 | -0.50 | -0.43 | -0.37 | -0.31 | 0.36 | -0.04 |
| 2021 | -0.57 | -0.56 | -0.55 | -0.52 | -0.49 | 0.04 | -0.02 |
| 2022 | -0.01 | 0.09 | 0.35 | 0.68 | 1.10 | 1.63 | -0.03 |
| 2023 Feb. | 2.27 | 2.37 | 2.64 | 3.14 | 3.53 | 4.54 | -0.02 |
| Mar. | 2.57 | 2.71 | 2.91 | 3.27 | 3.65 | 4.64 | -0.02 |
| Apr. | 2.90 | 2.95 | 3.17 | 3.50 | 3.74 | 4.81 | -0.02 |
| May | 3.08 | 3.15 | 3.37 | 3.68 | 3.86 | 5.02 | -0.05 |
| June | 3.24 | 3.34 | 3.54 | 3.83 | 4.01 | 5.06 | -0.07 |
| July | 3.40 | 3.47 | 3.67 | 3.94 | 4.15 | 5.10 | -0.05 |
| Aug. | 3.64 | 3.63 | 3.78 | 3.94 | 4.07 | 5.30 | -0.06 |

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

| | Spot rates | | | | | Spreads | | | Instantaneous forward rates | | | |
|-----------|-----------------------------|--------|---------|---------|----------|-----------------------------|-------------------|-------------------|-----------------------------|---------|---------|----------|
| | Euro area ^{1), 2)} | | | | | Euro area ^{1), 2)} | United States | United Kingdom | Euro area ^{1), 2)} | | | |
| | 3 months | 1 year | 2 years | 5 years | 10 years | 10 years - 1 year | 10 years - 1 year | 10 years - 1 year | 1 year | 2 years | 5 years | 10 years |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2020 | -0.75 | -0.76 | -0.77 | -0.72 | -0.57 | 0.19 | 0.80 | 0.32 | -0.77 | -0.77 | -0.60 | -0.24 |
| 2021 | -0.73 | -0.72 | -0.68 | -0.48 | -0.19 | 0.53 | 1.12 | 0.45 | -0.69 | -0.58 | -0.12 | 0.24 |
| 2022 | 1.71 | 2.46 | 2.57 | 2.45 | 2.56 | 0.09 | -0.84 | -0.24 | 2.85 | 2.48 | 2.47 | 2.76 |
| 2023 Feb. | 2.66 | 3.16 | 3.08 | 2.80 | 2.76 | -0.40 | -1.10 | -0.26 | 3.28 | 2.77 | 2.63 | 2.77 |
| Mar. | 2.75 | 2.80 | 2.62 | 2.35 | 2.41 | -0.39 | -1.16 | -0.52 | 2.67 | 2.25 | 2.27 | 2.58 |
| Apr. | 2.88 | 2.94 | 2.68 | 2.37 | 2.44 | -0.50 | -1.36 | -0.60 | 2.74 | 2.20 | 2.30 | 2.65 |
| May | 3.07 | 3.02 | 2.64 | 2.29 | 2.38 | -0.63 | -1.55 | -0.53 | 2.65 | 2.02 | 2.23 | 2.65 |
| June | 3.39 | 3.45 | 3.12 | 2.58 | 2.51 | -0.94 | -1.59 | -0.96 | 3.21 | 2.45 | 2.25 | 2.56 |
| July | 3.48 | 3.42 | 3.02 | 2.53 | 2.54 | -0.87 | -1.43 | -0.86 | 3.04 | 2.31 | 2.33 | 2.70 |
| Aug. | 3.46 | 3.38 | 2.95 | 2.52 | 2.57 | -0.81 | -1.30 | -0.80 | 2.96 | 2.24 | 2.39 | 2.77 |

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

| | Dow Jones EURO STOXX indices | | | | | | | | | | | | United States | Japan |
|-----------|------------------------------|---------|-----------------------|-------------------|----------------|-------------|------------|-------------|------------|-----------|----------|-------------|-----------------------|------------|
| | Benchmark | | Main industry indices | | | | | | | | | | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
| | Broad index | 50 | Basic materials | Consumer services | Consumer goods | Oil and gas | Financials | Industrials | Technology | Utilities | Telecoms | Health care | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2019 | 373.6 | 3,435.2 | 731.7 | 270.8 | 183.7 | 111.9 | 155.8 | 650.9 | 528.2 | 322.0 | 294.2 | 772.7 | 2,915.5 | 21,697.2 |
| 2020 | 360.0 | 3,274.3 | 758.9 | 226.8 | 163.2 | 83.1 | 128.6 | 631.4 | 630.2 | 347.1 | 257.6 | 831.9 | 3,217.3 | 22,703.5 |
| 2021 | 448.3 | 4,023.6 | 962.9 | 289.8 | 183.0 | 95.4 | 164.4 | 819.0 | 874.3 | 377.7 | 279.6 | 886.3 | 4,277.6 | 28,836.5 |
| 2023 Feb. | 455.8 | 4,238.1 | 983.5 | 291.6 | 170.5 | 122.4 | 192.5 | 814.0 | 849.1 | 357.3 | 288.7 | 817.0 | 4,079.7 | 27,509.1 |
| Mar. | 448.5 | 4,201.7 | 968.8 | 292.2 | 175.7 | 116.6 | 182.1 | 809.6 | 834.4 | 358.9 | 296.7 | 797.0 | 3,968.6 | 27,693.2 |
| Apr. | 460.9 | 4,358.3 | 990.6 | 305.7 | 184.2 | 120.7 | 183.3 | 817.9 | 843.4 | 383.5 | 305.9 | 843.0 | 4,121.5 | 28,275.8 |
| May | 456.4 | 4,319.3 | 975.3 | 301.8 | 180.5 | 116.0 | 178.9 | 824.6 | 858.8 | 379.9 | 296.5 | 835.4 | 4,146.2 | 30,147.5 |
| June | 455.5 | 4,324.4 | 952.1 | 302.2 | 170.0 | 112.7 | 179.3 | 835.9 | 904.5 | 376.5 | 277.4 | 806.2 | 4,345.4 | 32,754.5 |
| July | 460.1 | 4,364.5 | 964.7 | 305.9 | 172.9 | 111.0 | 185.8 | 838.3 | 899.6 | 375.8 | 277.8 | 814.8 | 4,508.1 | 32,694.1 |
| Aug. | 453.9 | 4,296.8 | 966.3 | 297.6 | 167.8 | 115.8 | 188.6 | 816.5 | 867.9 | 362.6 | 269.1 | 828.5 | 4,457.4 | 32,167.4 |

Source: Refinitiv.

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⁾ | Floating rate and up to 1 year | | Over 1 year | By initial period of rate fixation | | | | APRC ³⁾ | |
| | | | Up to 2 years | Over 2 years | | | | | | | | Floating rate and up to 1 year | Over 1 and up to 5 years | Over 5 and up to 10 years | | | Over 10 years |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | |
| 2022 Aug. | 0.01 | 0.70 | 0.42 | 1.02 | 4.97 | 15.89 | 6.68 | 5.92 | 6.51 | 2.96 | 2.07 | 2.44 | 2.63 | 2.08 | 2.49 | 2.26 | |
| Sep. | 0.02 | 0.71 | 0.63 | 1.27 | 5.27 | 15.83 | 6.55 | 5.96 | 6.58 | 3.09 | 2.26 | 2.59 | 2.84 | 2.25 | 2.67 | 2.45 | |
| Oct. | 0.03 | 0.73 | 0.93 | 1.60 | 5.58 | 15.97 | 6.83 | 6.21 | 6.87 | 3.55 | 2.66 | 2.82 | 3.05 | 2.41 | 2.90 | 2.67 | |
| Nov. | 0.05 | 0.75 | 1.21 | 1.81 | 5.81 | 15.98 | 6.43 | 6.55 | 7.13 | 3.96 | 2.93 | 3.04 | 3.30 | 2.55 | 3.11 | 2.89 | |
| Dec. | 0.07 | 0.80 | 1.42 | 1.91 | 5.95 | 15.90 | 6.66 | 6.42 | 7.00 | 3.99 | 3.08 | 3.16 | 3.29 | 2.61 | 3.18 | 2.94 | |
| 2023 Jan. | 0.10 | 0.86 | 1.60 | 2.08 | 6.34 | 15.99 | 7.44 | 6.97 | 7.60 | 4.28 | 3.46 | 3.32 | 3.39 | 2.77 | 3.39 | 3.10 | |
| Feb. | 0.12 | 1.17 | 1.91 | 2.20 | 6.59 | 16.08 | 7.39 | 7.08 | 7.80 | 4.57 | 3.66 | 3.48 | 3.52 | 2.94 | 3.55 | 3.24 | |
| Mar. | 0.15 | 1.20 | 2.11 | 2.26 | 6.76 | 16.07 | 7.83 | 7.23 | 7.92 | 4.69 | 3.88 | 3.78 | 3.56 | 3.14 | 3.72 | 3.37 | |
| Apr. | 0.18 | 1.25 | 2.28 | 2.42 | 7.02 | 16.25 | 8.29 | 7.43 | 8.13 | 4.91 | 4.11 | 3.85 | 3.61 | 3.19 | 3.81 | 3.48 | |
| May | 0.21 | 1.30 | 2.47 | 2.48 | 7.19 | 16.34 | 8.36 | 7.60 | 8.33 | 5.08 | 4.23 | 3.98 | 3.65 | 3.31 | 3.93 | 3.58 | |
| June | 0.23 | 1.37 | 2.71 | 2.59 | 7.27 | 16.35 | 7.02 | 7.49 | 7.99 | 5.14 | 4.39 | 4.07 | 3.71 | 3.41 | 4.04 | 3.70 | |
| July ^(p) | 0.27 | 1.43 | 2.82 | 2.86 | 7.48 | 16.40 | 8.41 | 7.72 | 8.41 | 5.23 | 4.47 | 4.14 | 3.72 | 3.45 | 4.08 | 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 |
| 2022 Aug. | 0.01 | 0.15 | 1.61 | 1.86 | 2.08 | 2.49 | 2.94 | 1.86 | 2.13 | 2.30 | 1.55 | 1.88 | 2.22 | 1.87 |
| Sep. | 0.05 | 0.70 | 1.79 | 2.23 | 2.48 | 2.91 | 3.24 | 2.31 | 2.55 | 2.45 | 2.31 | 2.34 | 2.38 | 2.40 |
| Oct. | 0.08 | 0.92 | 1.83 | 2.54 | 2.96 | 3.52 | 3.62 | 2.74 | 3.02 | 2.75 | 2.45 | 2.76 | 2.82 | 2.72 |
| Nov. | 0.15 | 1.49 | 2.34 | 2.90 | 3.33 | 3.76 | 4.01 | 3.12 | 3.37 | 3.06 | 2.88 | 3.30 | 3.29 | 3.10 |
| Dec. | 0.19 | 1.80 | 2.61 | 3.21 | 3.74 | 3.99 | 4.19 | 3.46 | 3.55 | 3.27 | 3.29 | 3.59 | 3.29 | 3.41 |
| 2023 Jan. | 0.23 | 1.99 | 2.72 | 3.58 | 4.13 | 4.20 | 4.39 | 3.77 | 3.92 | 3.45 | 3.41 | 3.75 | 3.39 | 3.63 |
| Feb. | 0.31 | 2.30 | 2.81 | 3.82 | 4.39 | 4.54 | 4.71 | 4.05 | 4.09 | 3.69 | 3.69 | 3.54 | 3.58 | 3.86 |
| Mar. | 0.41 | 2.57 | 2.95 | 4.12 | 4.70 | 4.83 | 4.88 | 4.33 | 4.48 | 3.84 | 4.08 | 4.32 | 3.88 | 4.22 |
| Apr. | 0.44 | 2.80 | 3.11 | 4.39 | 4.86 | 4.74 | 4.96 | 4.60 | 4.58 | 3.98 | 4.32 | 4.37 | 3.69 | 4.39 |
| May | 0.49 | 2.96 | 3.13 | 4.56 | 5.04 | 5.07 | 5.16 | 4.75 | 4.84 | 4.01 | 4.47 | 4.58 | 4.01 | 4.57 |
| June | 0.55 | 3.20 | 3.10 | 4.78 | 5.23 | 5.43 | 5.27 | 4.95 | 4.99 | 4.17 | 4.71 | 4.88 | 4.12 | 4.78 |
| July ^(p) | 0.60 | 3.31 | 3.58 | 4.89 | 5.51 | 5.52 | 5.43 | 5.12 | 5.02 | 4.33 | 4.82 | 5.02 | 4.34 | 4.93 |

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 | FVCs | Non-financial corporations | of which central government | Financial corporations other than MFIs | | | FVCs | Non-financial corporations | of which central government | | |
| | | | | | | | | | | | | | 1 | 2 |
| Short-term | | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 1,488.6 | 429.7 | 126.0 | 51.3 | 96.7 | 836.1 | 722.5 | . | . | . | . | . | . | . |
| 2021 | 1,407.5 | 427.9 | 126.9 | 49.9 | 88.0 | 764.7 | 674.9 | 387.2 | 138.4 | 79.1 | 26.4 | 32.1 | 137.6 | 104.8 |
| 2022 | 1,371.5 | 466.8 | 143.0 | 49.8 | 94.7 | 667.0 | 621.7 | 481.7 | 182.4 | 117.4 | 48.0 | 48.1 | 133.9 | 97.1 |
| 2023 Feb. | 1,374.1 | 529.3 | 137.2 | 51.1 | 94.2 | 613.4 | 569.4 | 495.0 | 224.6 | 98.5 | 35.2 | 49.1 | 122.8 | 96.2 |
| Mar. | 1,423.7 | 536.6 | 136.0 | 50.9 | 96.4 | 654.7 | 603.4 | 583.5 | 239.4 | 122.3 | 38.7 | 53.3 | 168.5 | 131.0 |
| Apr. | 1,454.9 | 564.9 | 133.9 | 47.7 | 102.3 | 653.7 | 603.5 | 511.4 | 218.1 | 100.9 | 31.9 | 60.2 | 132.2 | 103.3 |
| May | 1,457.4 | 580.5 | 137.3 | 50.3 | 102.9 | 636.8 | 599.6 | 515.1 | 242.0 | 118.0 | 37.9 | 53.7 | 101.4 | 86.5 |
| June | 1,478.7 | 581.6 | 130.5 | 49.1 | 93.1 | 673.5 | 634.2 | 515.7 | 222.0 | 114.9 | 36.0 | 45.8 | 133.1 | 107.1 |
| July | 1,463.0 | 574.0 | 129.1 | 45.3 | 96.0 | 664.0 | 635.3 | 488.2 | 181.4 | 113.7 | 31.1 | 53.7 | 139.5 | 122.0 |
| Long-term | | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 19,285.0 | 4,077.2 | 3,104.3 | 1,260.9 | 1,543.3 | 10,560.1 | 9,773.2 | . | . | . | . | . | . | . |
| 2021 | 19,926.3 | 4,182.6 | 3,385.6 | 1,342.8 | 1,600.6 | 10,757.5 | 9,936.5 | 316.9 | 67.9 | 84.0 | 34.3 | 23.3 | 141.8 | 128.3 |
| 2022 | 17,902.9 | 3,972.3 | 3,267.0 | 1,333.8 | 1,397.7 | 9,265.9 | 8,553.9 | 300.1 | 78.4 | 74.5 | 29.0 | 16.7 | 130.6 | 121.1 |
| 2023 Feb. | 18,187.1 | 4,081.0 | 3,288.5 | 1,325.5 | 1,418.9 | 9,398.7 | 8,675.3 | 353.7 | 99.1 | 54.1 | 12.9 | 17.6 | 182.9 | 165.8 |
| Mar. | 18,409.2 | 4,104.4 | 3,277.4 | 1,322.9 | 1,415.5 | 9,611.8 | 8,876.2 | 339.1 | 84.5 | 70.4 | 30.9 | 15.5 | 168.6 | 156.1 |
| Apr. | 18,411.1 | 4,118.5 | 3,279.6 | 1,332.9 | 1,419.2 | 9,593.8 | 8,873.4 | 308.5 | 72.7 | 76.1 | 34.4 | 16.4 | 143.2 | 137.3 |
| May | 18,573.7 | 4,191.4 | 3,329.2 | 1,368.3 | 1,427.4 | 9,625.6 | 8,908.1 | 372.0 | 100.0 | 100.2 | 56.2 | 27.3 | 144.5 | 136.2 |
| June | 18,669.3 | 4,202.9 | 3,337.5 | 1,375.6 | 1,429.4 | 9,699.4 | 8,979.2 | 401.5 | 114.4 | 83.9 | 30.9 | 30.6 | 172.6 | 160.9 |
| July | 18,765.7 | 4,300.6 | 3,350.2 | 1,365.4 | 1,436.2 | 9,678.8 | 8,958.5 | 348.5 | 142.8 | 57.9 | 11.5 | 17.9 | 129.9 | 125.1 |

Source: ECB.

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

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares (EUR billions and percentage changes; market values)

| | Debt securities | | | | | | | Listed shares | | | |
|----------------------------------|-----------------|---------|--|---------|----------------------------|-----------------------------|----------|---------------|-------|--|----------------------------|
| | Total | MFIs | Non-MFI corporations | | | General government | | Total | MFIs | Financial corporations other than MFIs | Non-financial corporations |
| | | | Financial corporations other than MFIs | FVCs | Non-financial corporations | of which central government | | | | | |
| | | | | | | | 1 | | | | |
| Outstanding amount | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 20,773.5 | 4,506.9 | 3,230.3 | 1,312.3 | 1,640.1 | 11,396.2 | 10,495.7 | 8,519.7 | 473.8 | 1,338.1 | 6,706.9 |
| 2021 | 21,333.7 | 4,610.5 | 3,512.5 | 1,392.7 | 1,688.5 | 11,522.2 | 10,611.3 | 10,414.6 | 600.0 | 1,560.1 | 8,253.5 |
| 2022 | 19,274.5 | 4,439.2 | 3,410.0 | 1,383.6 | 1,492.4 | 9,932.9 | 9,175.6 | 8,747.0 | 524.9 | 1,363.3 | 6,858.1 |
| 2023 Feb. | 19,561.2 | 4,610.2 | 3,425.7 | 1,376.6 | 1,513.1 | 10,012.1 | 9,244.7 | 9,622.5 | 630.3 | 1,495.2 | 7,496.4 |
| Mar. | 19,832.9 | 4,641.0 | 3,413.4 | 1,373.8 | 1,511.9 | 10,266.5 | 9,479.6 | 9,642.9 | 558.8 | 1,447.7 | 7,635.9 |
| Apr. | 19,866.0 | 4,683.4 | 3,413.6 | 1,380.7 | 1,521.5 | 10,247.5 | 9,476.9 | 9,694.8 | 566.4 | 1,442.1 | 7,685.7 |
| May | 20,031.1 | 4,772.0 | 3,466.5 | 1,418.6 | 1,530.3 | 10,262.4 | 9,507.7 | 9,415.6 | 545.4 | 1,396.8 | 7,472.9 |
| June | 20,148.0 | 4,784.5 | 3,468.0 | 1,424.7 | 1,522.5 | 10,372.9 | 9,613.5 | 9,673.6 | 587.2 | 1,480.2 | 7,605.6 |
| July | 20,228.7 | 4,874.5 | 3,479.3 | 1,410.7 | 1,532.1 | 10,342.7 | 9,593.8 | 9,829.7 | 623.3 | 1,526.5 | 7,679.3 |
| Growth rate ¹⁾ | | | | | | | | | | | |
| 2022 Dec. | 3.7 | 4.7 | 4.7 | -0.1 | 1.2 | 3.2 | 3.8 | 0.0 | -1.8 | 1.2 | -0.1 |
| 2023 Jan. | 4.0 | 7.1 | 4.0 | -0.3 | 1.0 | 3.1 | 3.7 | 0.0 | -2.2 | 0.6 | 0.1 |
| Feb. | 4.1 | 7.8 | 3.1 | -0.9 | 1.6 | 3.3 | 3.9 | 0.1 | -2.4 | 0.7 | 0.2 |
| Mar. | 3.8 | 7.1 | 2.3 | -1.7 | -0.1 | 3.4 | 4.0 | 0.0 | -2.4 | 0.5 | 0.1 |
| Apr. | 4.3 | 8.2 | 1.5 | -1.6 | 0.5 | 4.1 | 4.8 | 0.0 | -2.2 | 0.5 | 0.1 |
| May | 4.4 | 9.1 | 2.2 | 1.5 | 0.6 | 3.6 | 4.5 | -0.2 | -2.6 | 0.5 | -0.1 |
| June | 5.2 | 10.2 | 3.3 | 2.9 | 0.9 | 4.3 | 5.1 | -0.9 | -2.4 | 1.6 | -1.3 |
| July | 5.8 | 12.1 | 3.3 | 1.2 | 1.5 | 4.6 | 5.3 | -0.9 | -1.4 | 0.9 | -1.2 |

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-18 | | | | | | EER-41 | | |
|-----------|---------|----------|--|-------------------|-----------|-----------|---------|----------|--|
| | Nominal | Real CPI | Real PPI | Real GDP deflator | Real ULCM | Real ULCT | Nominal | Real CPI | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | |
| 2020 | 99.7 | 93.7 | 93.8 | 89.8 | 75.1 | 88.1 | 119.2 | 93.9 | |
| 2021 | 99.6 | 93.7 | 93.5 | 89.0 | 70.4 | 86.4 | 120.5 | 94.3 | |
| 2022 | 95.3 | 90.8 | 93.4 | 83.9 | 65.4 | 81.4 | 116.1 | 90.9 | |
| 2022 Q3 | 93.7 | 89.3 | 92.5 | 82.0 | 63.6 | 79.7 | 113.9 | 89.0 | |
| Q4 | 95.7 | 91.9 | 95.0 | 84.7 | 64.4 | 81.9 | 116.7 | 91.8 | |
| 2023 Q1 | 97.1 | 92.8 | 96.9 | 86.5 | 67.1 | 84.2 | 119.4 | 93.1 | |
| Q2 | 98.2 | 93.5 | 97.9 | . | . | . | 121.4 | 94.3 | |
| 2023 Mar. | 97.3 | 92.9 | 97.1 | - | - | - | 119.7 | 93.4 | |
| Apr. | 98.4 | 93.8 | 98.0 | - | - | - | 121.5 | 94.6 | |
| May | 98.0 | 93.2 | 97.7 | - | - | - | 120.9 | 93.9 | |
| June | 98.2 | 93.5 | 98.0 | - | - | - | 121.8 | 94.5 | |
| July | 99.2 | 94.6 | 99.2 | - | - | - | 123.7 | 95.9 | |
| Aug. | 99.0 | 94.8 | 99.2 | - | - | - | 123.7 | 96.1 | |
| | | | <i>Percentage change versus previous month</i> | | | | | | |
| 2023 Aug. | -0.1 | 0.2 | 0.0 | - | - | - | 0.0 | 0.2 | |
| | | | <i>Percentage change versus previous year</i> | | | | | | |
| 2023 Aug. | 6.1 | 6.6 | 7.6 | - | - | - | 8.9 | 8.3 | |

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

| | Chinese renminbi | Czech koruna | Danish krone | Hungarian forint | Japanese yen | Polish zloty | Pound sterling | Romanian leu | Swedish krona | Swiss franc | US Dollar |
|-----------|------------------|--------------|--|------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|---------------|-------------|-----------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 2020 | 7.875 | 26.455 | 7.454 | 351.249 | 121.846 | 4.443 | 0.890 | 4.8383 | 10.485 | 1.071 | 1.142 |
| 2021 | 7.628 | 25.640 | 7.437 | 358.516 | 129.877 | 4.565 | 0.860 | 4.9215 | 10.146 | 1.081 | 1.183 |
| 2022 | 7.079 | 24.566 | 7.440 | 391.286 | 138.027 | 4.686 | 0.853 | 4.9313 | 10.630 | 1.005 | 1.053 |
| 2022 Q3 | 6.898 | 24.579 | 7.439 | 403.430 | 139.164 | 4.744 | 0.856 | 4.9138 | 10.619 | 0.973 | 1.007 |
| Q4 | 7.258 | 24.389 | 7.438 | 410.825 | 144.238 | 4.727 | 0.870 | 4.9208 | 10.938 | 0.983 | 1.021 |
| 2023 Q1 | 7.342 | 23.785 | 7.443 | 388.712 | 141.981 | 4.708 | 0.883 | 4.9202 | 11.203 | 0.992 | 1.073 |
| Q2 | 7.644 | 23.585 | 7.450 | 372.604 | 149.723 | 4.537 | 0.869 | 4.9488 | 11.469 | 0.978 | 1.089 |
| 2023 Mar. | 7.381 | 23.683 | 7.446 | 385.013 | 143.010 | 4.689 | 0.882 | 4.9263 | 11.228 | 0.991 | 1.071 |
| Apr. | 7.556 | 23.437 | 7.452 | 375.336 | 146.511 | 4.632 | 0.881 | 4.9365 | 11.337 | 0.985 | 1.097 |
| May | 7.595 | 23.595 | 7.449 | 372.371 | 148.925 | 4.534 | 0.870 | 4.9477 | 11.370 | 0.975 | 1.087 |
| June | 7.765 | 23.695 | 7.449 | 370.602 | 153.149 | 4.461 | 0.859 | 4.9600 | 11.677 | 0.976 | 1.084 |
| July | 7.948 | 23.892 | 7.451 | 379.035 | 155.937 | 4.443 | 0.859 | 4.9411 | 11.634 | 0.966 | 1.106 |
| Aug. | 7.910 | 24.108 | 7.452 | 385.047 | 157.962 | 4.460 | 0.859 | 4.9411 | 11.812 | 0.959 | 1.091 |
| | | | <i>Percentage change versus previous month</i> | | | | | | | | |
| 2023 Aug. | -0.5 | 0.9 | 0.0 | 1.6 | 1.3 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 1.5 | -0.8 | -1.3 |
| | | | <i>Percentage change versus previous year</i> | | | | | | | | |
| 2023 Aug. | 14.8 | -1.9 | 0.2 | -4.2 | 15.4 | -5.6 | 1.6 | 1.0 | 12.5 | -1.1 | 7.7 |

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

| | Total 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> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q2 | 32,312.5 | 31,585.7 | 726.9 | 12,488.2 | 10,282.9 | 11,594.6 | 13,006.6 | 28.5 | 7,079.3 | 8,296.2 | 1,122.0 | 16,312.4 |
| Q3 | 32,357.3 | 31,562.6 | 794.7 | 12,741.7 | 10,485.1 | 11,275.1 | 12,693.3 | 37.1 | 7,167.7 | 8,384.1 | 1,135.7 | 16,437.5 |
| Q4 | 30,995.1 | 30,507.8 | 487.3 | 12,132.7 | 10,013.1 | 11,152.5 | 12,716.7 | 68.0 | 6,527.7 | 7,778.0 | 1,114.3 | 15,425.2 |
| 2023 Q1 | 31,605.7 | 31,273.6 | 332.1 | 12,307.7 | 9,926.6 | 11,324.3 | 13,378.3 | 30.8 | 6,809.3 | 7,968.7 | 1,133.6 | 15,719.0 |
| <i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2023 Q1 | 231.1 | 228.7 | 2.4 | 90.0 | 72.6 | 82.8 | 97.8 | 0.2 | 49.8 | 58.3 | 8.3 | 115.0 |
| <i>Transactions</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2022 Q3 | -85.2 | -49.0 | -36.2 | 10.1 | -23.4 | -173.4 | 4.2 | 38.5 | 32.4 | -29.8 | 7.3 | - |
| Q4 | -531.8 | -590.4 | 58.6 | -265.5 | -250.7 | 95.5 | 86.7 | -4.1 | -367.0 | -426.4 | 9.3 | - |
| 2023 Q1 | 404.2 | 356.6 | 47.6 | 58.3 | 3.7 | 61.6 | 158.0 | 15.5 | 287.2 | 194.9 | -18.5 | - |
| Q2 | 134.9 | 64.6 | 70.3 | 43.6 | 57.8 | 155.1 | 76.8 | 7.0 | -72.6 | -70.0 | 1.9 | - |
| 2023 Jan. | 183.2 | 162.5 | 20.8 | -2.8 | -8.5 | 58.0 | 26.0 | -0.6 | 137.4 | 145.0 | -8.7 | - |
| Feb. | 97.7 | 97.2 | 0.5 | 54.0 | 1.0 | 14.8 | 42.9 | 10.4 | 30.0 | 53.4 | -11.4 | - |
| Mar. | 123.2 | 96.9 | 26.3 | 7.2 | 11.3 | -11.2 | 89.2 | 5.7 | 119.9 | -3.5 | 1.6 | - |
| Apr. | 2.7 | 32.4 | -29.8 | 0.8 | -8.1 | 40.4 | 6.7 | 1.0 | -37.7 | 33.8 | -1.8 | - |
| May | 79.6 | 57.5 | 22.1 | 19.6 | 56.2 | 37.3 | -21.5 | 13.3 | 8.0 | 22.9 | 1.4 | - |
| June | 52.7 | -25.4 | 78.1 | 23.1 | 9.7 | 77.4 | 91.7 | -7.3 | -42.9 | -126.8 | 2.4 | - |
| <i>12-month cumulated transactions</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2023 June | -77.9 | -218.3 | 140.4 | -153.5 | -212.7 | 138.7 | 325.7 | 56.8 | -120.0 | -331.4 | 0.0 | - |
| <i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2023 June | -0.6 | -1.6 | 1.0 | -1.1 | -1.5 | 1.0 | 2.3 | 0.4 | -0.9 | -2.4 | 0.0 | - |

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 | | | | | |
| | M1 | | M2-M1 | | | | Repos | Money market fund shares | Debt securities with a maturity of up to 2 years | | | |
| | Currency in circulation | Overnight deposits | Deposits with an agreed maturity of up to 2 years | Deposits redeemable at notice of up to 3 months | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 1,363.7 | 8,906.5 | 10,270.1 | 1,026.7 | 2,449.4 | 3,476.1 | 13,746.3 | 101.8 | 627.0 | 4.4 | 733.1 | 14,479.4 |
| 2021 | 1,469.7 | 9,831.1 | 11,300.9 | 916.1 | 2,506.4 | 3,422.5 | 14,723.3 | 118.0 | 647.2 | 21.5 | 786.7 | 15,510.0 |
| 2022 | 1,538.5 | 9,783.0 | 11,321.4 | 1,377.8 | 2,566.6 | 3,944.4 | 15,265.8 | 123.3 | 649.9 | 46.4 | 819.7 | 16,085.5 |
| 2022 Q3 | 1,538.2 | 10,180.3 | 11,718.6 | 1,175.8 | 2,552.7 | 3,728.4 | 15,447.0 | 120.4 | 598.0 | 48.8 | 767.3 | 16,214.3 |
| Q4 | 1,538.5 | 9,783.0 | 11,321.4 | 1,377.8 | 2,566.6 | 3,944.4 | 15,265.8 | 123.3 | 649.9 | 46.4 | 819.7 | 16,085.5 |
| 2023 Q1 | 1,544.1 | 9,447.6 | 10,991.6 | 1,644.4 | 2,549.7 | 4,194.1 | 15,185.7 | 103.2 | 681.3 | 93.4 | 877.9 | 16,063.6 |
| Q2 | 1,534.7 | 9,179.7 | 10,714.3 | 1,871.3 | 2,534.3 | 4,405.6 | 15,119.9 | 113.2 | 697.3 | 91.8 | 902.3 | 16,022.2 |
| 2023 Feb. | 1,539.6 | 9,593.3 | 11,132.9 | 1,544.7 | 2,557.5 | 4,102.2 | 15,235.1 | 124.2 | 651.9 | 80.8 | 856.9 | 16,092.0 |
| Mar. | 1,544.1 | 9,447.6 | 10,991.6 | 1,644.4 | 2,549.7 | 4,194.1 | 15,185.7 | 103.2 | 681.3 | 93.4 | 877.9 | 16,063.6 |
| Apr. | 1,536.8 | 9,373.1 | 10,909.9 | 1,702.7 | 2,537.5 | 4,240.2 | 15,150.1 | 101.5 | 677.0 | 86.2 | 864.8 | 16,014.8 |
| May | 1,537.1 | 9,280.7 | 10,817.8 | 1,766.2 | 2,527.8 | 4,294.0 | 15,111.7 | 111.9 | 686.4 | 96.7 | 895.0 | 16,006.7 |
| June | 1,534.7 | 9,179.7 | 10,714.3 | 1,871.3 | 2,534.3 | 4,405.6 | 15,119.9 | 113.2 | 697.3 | 91.8 | 902.3 | 16,022.2 |
| July ^(p) | 1,534.1 | 9,086.7 | 10,620.8 | 1,915.4 | 2,526.9 | 4,442.3 | 15,063.2 | 122.3 | 690.9 | 80.1 | 893.3 | 15,956.5 |
| Transactions | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 139.2 | 1,265.5 | 1,404.7 | -33.8 | 86.3 | 52.5 | 1,457.2 | 19.6 | 111.0 | 1.2 | 131.7 | 1,589.0 |
| 2021 | 107.4 | 915.6 | 1,023.0 | -121.6 | 66.7 | -55.0 | 968.0 | 12.1 | 20.9 | 14.4 | 47.3 | 1,015.3 |
| 2022 | 68.8 | -46.6 | 22.2 | 427.3 | 56.7 | 484.1 | 506.3 | 3.7 | 3.0 | 77.4 | 84.2 | 590.5 |
| 2022 Q3 | 10.2 | 57.1 | 67.3 | 160.5 | 21.8 | 182.3 | 249.6 | 2.7 | -11.0 | 38.7 | 30.3 | 279.9 |
| Q4 | 0.3 | -361.7 | -361.4 | 212.5 | 13.9 | 226.4 | -135.0 | 4.8 | 52.0 | -1.3 | 55.4 | -79.6 |
| 2023 Q1 | 4.3 | -379.4 | -375.1 | 261.1 | -11.8 | 249.3 | -125.9 | -20.6 | 31.2 | 48.8 | 59.4 | -66.5 |
| Q2 | -9.4 | -249.0 | -258.3 | 222.0 | -32.4 | 189.5 | -68.8 | 10.1 | 15.9 | -2.8 | 23.2 | -45.6 |
| 2023 Feb. | -1.1 | -138.6 | -139.7 | 84.2 | -3.2 | 81.0 | -58.7 | -10.1 | 17.4 | 29.2 | 36.5 | -22.2 |
| Mar. | 4.4 | -139.2 | -134.7 | 102.0 | -7.7 | 94.3 | -40.4 | -20.4 | 29.2 | 15.1 | 24.0 | -16.5 |
| Apr. | -7.3 | -69.9 | -77.2 | 57.2 | -12.2 | 45.0 | -32.2 | -1.5 | -4.2 | -5.6 | -11.3 | -43.5 |
| May | 0.3 | -99.9 | -99.5 | 59.7 | -9.8 | 49.8 | -49.7 | 9.8 | 9.3 | 8.7 | 27.9 | -21.8 |
| June | -2.4 | -79.2 | -81.6 | 105.1 | -10.4 | 94.7 | 13.1 | 1.7 | 10.8 | -5.9 | 6.6 | 19.7 |
| July ^(p) | -0.7 | -89.8 | -90.5 | 45.7 | -7.3 | 38.4 | -52.2 | 9.4 | -6.5 | -11.1 | -8.2 | -60.3 |
| Growth rates | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 11.4 | 16.4 | 15.7 | -3.2 | 3.7 | 1.5 | 11.8 | 24.4 | 21.3 | - | 21.8 | 12.3 |
| 2021 | 7.9 | 10.3 | 10.0 | -11.8 | 2.7 | -1.6 | 7.0 | 12.0 | 3.3 | 371.3 | 6.5 | 7.0 |
| 2022 | 4.7 | -0.5 | 0.2 | 45.7 | 2.3 | 14.0 | 3.4 | 3.0 | 0.5 | 520.2 | 11.3 | 3.8 |
| 2022 Q3 | 6.5 | 5.1 | 5.3 | 23.6 | 2.3 | 8.0 | 5.9 | -4.5 | -1.3 | 331.2 | 7.4 | 6.0 |
| Q4 | 4.7 | -0.5 | 0.2 | 45.7 | 2.3 | 14.0 | 3.4 | 3.0 | 0.5 | 520.2 | 11.3 | 3.8 |
| 2023 Q1 | 1.5 | -5.6 | -4.7 | 68.8 | 1.4 | 20.0 | 1.1 | -17.5 | 15.3 | 520.6 | 23.8 | 2.1 |
| Q2 | 0.4 | -9.2 | -8.0 | 85.6 | -0.3 | 24.0 | -0.5 | -2.6 | 14.5 | 338.5 | 22.8 | 0.6 |
| 2023 Feb. | 2.9 | -4.0 | -3.1 | 59.1 | 1.7 | 17.5 | 1.7 | -6.1 | 11.6 | 460.0 | 21.0 | 2.6 |
| Mar. | 1.5 | -5.6 | -4.7 | 68.8 | 1.4 | 20.0 | 1.1 | -17.5 | 15.3 | 520.6 | 23.8 | 2.1 |
| Apr. | 1.0 | -6.7 | -5.7 | 73.3 | 0.8 | 21.0 | 0.5 | -13.7 | 13.2 | 351.8 | 20.1 | 1.4 |
| May | 0.7 | -8.1 | -7.0 | 81.0 | 0.2 | 22.6 | -0.1 | -10.9 | 14.6 | 418.8 | 23.1 | 0.9 |
| June | 0.4 | -9.2 | -8.0 | 85.6 | -0.3 | 24.0 | -0.5 | -2.6 | 14.5 | 338.5 | 22.8 | 0.6 |
| July ^(p) | 0.1 | -10.5 | -9.2 | 85.2 | -0.9 | 23.9 | -1.4 | -1.5 | 16.3 | 218.0 | 20.6 | -0.4 |

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

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

| | Non-financial corporations 2) | | | | | Households 3) | | | | | Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2) | Insurance corporations and pension funds | Other general government 4) |
|----------------------------|-------------------------------|-----------|--|--|-------|---------------|-----------|--|--|-------|---|--|-----------------------------|
| | Total | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos | Total | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 2,966.0 | 2,514.2 | 308.2 | 140.2 | 3.3 | 7,665.2 | 4,967.3 | 437.0 | 2,260.1 | 0.9 | 1,120.6 | 235.3 | 497.3 |
| 2021 | 3,231.5 | 2,807.0 | 288.9 | 128.7 | 6.9 | 8,090.5 | 5,383.9 | 372.5 | 2,333.4 | 0.7 | 1,275.5 | 227.8 | 546.3 |
| 2022 | 3,362.6 | 2,725.6 | 495.9 | 135.3 | 5.9 | 8,392.2 | 5,555.2 | 442.8 | 2,393.3 | 0.9 | 1,300.8 | 235.0 | 560.0 |
| 2022 Q3 | 3,368.1 | 2,837.4 | 388.3 | 133.7 | 8.8 | 8,372.0 | 5,620.1 | 370.0 | 2,380.9 | 1.0 | 1,493.4 | 243.9 | 551.9 |
| Q4 | 3,362.6 | 2,725.6 | 495.9 | 135.3 | 5.9 | 8,392.2 | 5,555.2 | 442.8 | 2,393.3 | 0.9 | 1,300.8 | 235.0 | 560.0 |
| 2023 Q1 | 3,342.8 | 2,600.9 | 600.8 | 132.6 | 8.4 | 8,391.0 | 5,443.3 | 568.3 | 2,378.6 | 0.9 | 1,202.8 | 231.7 | 576.6 |
| Q2 | 3,338.4 | 2,507.9 | 686.3 | 132.5 | 11.7 | 8,381.2 | 5,309.3 | 705.0 | 2,366.1 | 0.9 | 1,182.1 | 231.7 | 565.2 |
| 2023 Feb. | 3,380.1 | 2,663.1 | 573.2 | 134.5 | 9.2 | 8,419.4 | 5,511.0 | 521.9 | 2,385.8 | 0.7 | 1,223.4 | 225.0 | 571.9 |
| Mar. | 3,342.8 | 2,600.9 | 600.8 | 132.6 | 8.4 | 8,391.0 | 5,443.3 | 568.3 | 2,378.6 | 0.9 | 1,202.8 | 231.7 | 576.6 |
| Apr. | 3,336.7 | 2,572.1 | 622.8 | 131.6 | 10.1 | 8,376.9 | 5,398.7 | 608.4 | 2,368.9 | 0.9 | 1,213.8 | 227.0 | 560.5 |
| May | 3,305.9 | 2,529.9 | 632.6 | 131.9 | 11.6 | 8,379.4 | 5,361.7 | 657.5 | 2,359.2 | 0.9 | 1,218.6 | 226.9 | 555.8 |
| June | 3,338.4 | 2,507.9 | 686.3 | 132.5 | 11.7 | 8,381.2 | 5,309.3 | 705.0 | 2,366.1 | 0.9 | 1,182.1 | 231.7 | 565.2 |
| July (p) | 3,305.0 | 2,462.7 | 699.6 | 132.0 | 10.7 | 8,378.7 | 5,264.1 | 756.3 | 2,357.5 | 0.8 | 1,191.6 | 215.3 | 560.8 |
| Transactions | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 510.9 | 465.4 | 55.3 | -6.8 | -3.0 | 612.8 | 561.7 | -53.8 | 105.0 | 0.0 | 160.2 | 20.6 | 33.1 |
| 2021 | 251.7 | 276.8 | -21.4 | -6.9 | 3.3 | 424.5 | 412.7 | -65.1 | 77.0 | -0.2 | 159.4 | -9.5 | 46.6 |
| 2022 | 120.2 | -90.0 | 205.6 | 5.9 | -1.4 | 298.3 | 169.2 | 74.1 | 54.9 | 0.1 | 0.4 | 7.6 | 14.7 |
| 2022 Q3 | 46.4 | -34.3 | 80.4 | 2.7 | -2.3 | 113.2 | 77.4 | 15.2 | 20.3 | 0.3 | 89.5 | 11.4 | -18.5 |
| Q4 | 11.6 | -100.4 | 113.0 | 1.6 | -2.6 | 24.9 | -61.4 | 74.3 | 12.1 | -0.1 | -168.1 | -7.4 | 8.4 |
| 2023 Q1 | -29.1 | -135.3 | 104.6 | -1.0 | 2.6 | -34.7 | -145.2 | 120.0 | -9.7 | 0.1 | -97.6 | -2.1 | 12.7 |
| Q2 | -4.1 | -91.2 | 84.3 | -0.5 | 3.3 | -9.5 | -116.9 | 136.6 | -29.0 | -0.1 | -21.9 | 0.2 | -14.1 |
| 2023 Feb. | 1.4 | -35.6 | 35.4 | -0.1 | 1.7 | -20.5 | -53.2 | 36.2 | -3.3 | -0.1 | -51.0 | -10.2 | 12.6 |
| Mar. | -31.0 | -58.8 | 28.7 | -0.2 | -0.7 | -27.4 | -66.9 | 46.6 | -7.2 | 0.2 | -16.5 | 7.1 | 2.5 |
| Apr. | -4.2 | -27.7 | 22.6 | -1.0 | 1.8 | -13.6 | -44.3 | 40.4 | -9.6 | -0.1 | 14.4 | -4.4 | -18.6 |
| May | -35.5 | -45.0 | 8.0 | 0.3 | 1.2 | 0.9 | -37.8 | 48.4 | -9.8 | 0.1 | -0.2 | -0.5 | -5.0 |
| June | 35.6 | -18.6 | 53.7 | 0.2 | 0.3 | 3.2 | -34.9 | 47.8 | -9.6 | -0.1 | -36.1 | 5.1 | 9.4 |
| July (p) | -31.4 | -43.9 | 13.8 | -0.4 | -0.9 | -1.9 | -44.8 | 51.5 | -8.5 | 0.0 | 11.9 | -16.3 | -4.4 |
| Growth rates | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 20.6 | 22.5 | 21.5 | -4.5 | -46.6 | 8.7 | 12.8 | -10.9 | 4.9 | -5.4 | 16.0 | 9.5 | 7.1 |
| 2021 | 8.5 | 11.0 | -7.0 | -4.9 | 99.4 | 5.5 | 8.3 | -14.9 | 3.4 | -18.3 | 14.2 | -4.0 | 9.4 |
| 2022 | 3.7 | -3.2 | 70.0 | 4.6 | -17.2 | 3.7 | 3.1 | 20.0 | 2.4 | 20.0 | 0.3 | 3.4 | 2.7 |
| 2022 Q3 | 5.9 | 3.2 | 34.0 | 1.8 | -15.2 | 4.3 | 5.6 | -4.2 | 2.6 | 55.7 | 14.3 | 7.2 | 6.5 |
| Q4 | 3.7 | -3.2 | 70.0 | 4.6 | -17.2 | 3.7 | 3.1 | 20.0 | 2.4 | 20.0 | 0.3 | 3.4 | 2.7 |
| 2023 Q1 | 1.3 | -9.4 | 106.0 | 3.1 | -19.3 | 2.0 | -1.3 | 56.8 | 1.4 | -10.7 | -8.7 | 0.6 | 3.5 |
| Q2 | 0.8 | -12.6 | 125.1 | 2.2 | 10.3 | 1.1 | -4.4 | 97.1 | -0.3 | 20.8 | -14.2 | 1.0 | -2.0 |
| 2023 Feb. | 2.6 | -7.0 | 98.1 | 4.1 | -20.6 | 2.6 | 0.4 | 42.9 | 1.8 | -25.6 | -8.6 | -2.9 | 4.7 |
| Mar. | 1.3 | -9.4 | 106.0 | 3.1 | -19.3 | 2.0 | -1.3 | 56.8 | 1.4 | -10.7 | -8.7 | 0.6 | 3.5 |
| Apr. | 1.2 | -10.1 | 108.1 | 2.6 | 7.8 | 1.6 | -2.4 | 68.7 | 0.9 | -7.0 | -9.0 | 1.0 | -1.4 |
| May | 0.2 | -11.9 | 119.0 | 2.3 | 12.1 | 1.3 | -3.6 | 83.3 | 0.3 | 18.9 | -10.0 | -1.2 | -3.2 |
| June | 0.8 | -12.6 | 125.1 | 2.2 | 10.3 | 1.1 | -4.4 | 97.1 | -0.3 | 20.8 | -14.2 | 1.0 | -2.0 |
| July (p) | -0.6 | -14.1 | 118.2 | 2.0 | 13.5 | 0.7 | -5.7 | 111.7 | -1.0 | 6.3 | -15.4 | -9.5 | -2.4 |

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

| | Credit to general government | | | Credit to other euro area residents | | | | | | | | |
|----------------------------|------------------------------|---------|-----------------|-------------------------------------|------------------------------|---|-----------------------------|---|---|-----------------|---|-------|
| | Total | Loans | Debt securities | Total | Loans | | | | | Debt securities | Equity and non-money market fund investment fund shares | |
| | | | | | Total | To non-financial corporations ³⁾ | To households ⁴⁾ | To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾ | To insurance corporations and pension funds | | | |
| | | | | | Adjusted loans ²⁾ | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 5,906.9 | 998.1 | 4,896.9 | 14,323.0 | 11,911.0 | 12,289.7 | 4,706.6 | 6,132.9 | 904.7 | 166.8 | 1,547.5 | 864.5 |
| 2021 | 6,542.7 | 996.6 | 5,544.3 | 14,802.7 | 12,332.1 | 12,716.3 | 4,861.3 | 6,373.6 | 937.6 | 159.7 | 1,582.4 | 888.1 |
| 2022 | 6,374.0 | 1,007.3 | 5,341.6 | 15,387.9 | 12,981.7 | 13,177.9 | 5,127.1 | 6,633.3 | 1,074.9 | 146.5 | 1,569.9 | 836.3 |
| 2022 Q3 | 6,359.7 | 1,002.3 | 5,333.1 | 15,421.7 | 13,051.1 | 13,204.2 | 5,165.6 | 6,613.7 | 1,110.6 | 161.2 | 1,545.9 | 824.6 |
| Q4 | 6,374.0 | 1,007.3 | 5,341.6 | 15,387.9 | 12,981.7 | 13,177.9 | 5,127.1 | 6,633.3 | 1,074.9 | 146.5 | 1,569.9 | 836.3 |
| 2023 Q1 | 6,358.0 | 995.7 | 5,337.4 | 15,415.3 | 13,013.9 | 13,204.4 | 5,131.0 | 6,666.0 | 1,078.5 | 138.5 | 1,552.0 | 849.4 |
| Q2 | 6,268.9 | 986.0 | 5,257.5 | 15,418.8 | 12,979.0 | 13,205.8 | 5,130.7 | 6,633.4 | 1,071.0 | 144.0 | 1,569.9 | 869.9 |
| 2023 Feb. | 6,347.5 | 997.3 | 5,325.2 | 15,417.3 | 13,023.0 | 13,214.7 | 5,140.2 | 6,659.9 | 1,074.3 | 148.6 | 1,548.5 | 845.7 |
| Mar. | 6,358.0 | 995.7 | 5,337.4 | 15,415.3 | 13,013.9 | 13,204.4 | 5,131.0 | 6,666.0 | 1,078.5 | 138.5 | 1,552.0 | 849.4 |
| Apr. | 6,319.0 | 981.7 | 5,312.2 | 15,422.6 | 13,000.7 | 13,202.3 | 5,124.9 | 6,666.7 | 1,064.5 | 144.6 | 1,564.3 | 857.7 |
| May | 6,262.1 | 990.6 | 5,245.9 | 15,445.4 | 13,000.6 | 13,228.2 | 5,134.9 | 6,631.4 | 1,092.7 | 141.6 | 1,582.5 | 862.3 |
| June | 6,268.9 | 986.0 | 5,257.5 | 15,418.8 | 12,979.0 | 13,205.8 | 5,130.7 | 6,633.4 | 1,071.0 | 144.0 | 1,569.9 | 869.9 |
| July ^(p) | 6,228.1 | 983.1 | 5,219.5 | 15,436.2 | 12,993.0 | 13,219.4 | 5,135.5 | 6,626.3 | 1,095.8 | 135.5 | 1,565.4 | 877.8 |
| Transactions | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 1,040.0 | 13.5 | 1,026.4 | 733.6 | 534.7 | 555.5 | 287.6 | 209.3 | 20.7 | 17.1 | 170.7 | 28.2 |
| 2021 | 665.6 | -0.4 | 675.6 | 561.9 | 473.9 | 507.3 | 175.9 | 261.8 | 46.4 | -10.2 | 78.9 | 9.2 |
| 2022 | 177.1 | 9.9 | 166.4 | 634.6 | 623.2 | 679.9 | 268.5 | 242.3 | 125.4 | -13.0 | 17.8 | -6.4 |
| 2022 Q3 | -36.6 | 2.1 | -38.9 | 222.7 | 232.6 | 236.7 | 139.1 | 58.7 | 38.0 | -3.2 | -9.4 | -0.5 |
| Q4 | 44.3 | 4.1 | 39.7 | 3.6 | -31.7 | 10.9 | -17.4 | 27.4 | -27.4 | -14.2 | 22.6 | 12.6 |
| 2023 Q1 | -80.5 | -19.8 | -60.6 | -6.1 | 6.8 | 3.9 | -3.0 | 14.1 | 3.4 | -7.8 | -20.9 | 7.9 |
| Q2 | -85.7 | -9.6 | -76.5 | 9.7 | -29.6 | 3.1 | 4.0 | -29.9 | -9.2 | 5.5 | 22.9 | 16.4 |
| 2023 Feb. | 2.1 | 1.1 | 1.1 | -9.0 | -7.8 | -7.8 | -2.2 | 4.4 | -11.6 | 1.6 | -8.3 | 7.1 |
| Mar. | -25.1 | -3.2 | -21.9 | 6.5 | 1.8 | 4.1 | -2.3 | 8.3 | 5.9 | -10.0 | 2.6 | 2.0 |
| Apr. | -34.4 | -14.0 | -20.5 | 7.8 | -9.5 | 2.4 | -2.7 | 1.9 | -14.8 | 6.2 | 12.2 | 5.1 |
| May | -63.3 | 8.9 | -72.7 | 18.3 | -5.3 | 17.8 | 7.7 | -35.4 | 25.5 | -3.1 | 17.0 | 6.7 |
| June | 12.0 | -4.5 | 16.8 | -16.4 | -14.8 | -17.2 | -1.0 | 3.6 | -19.9 | 2.4 | -6.2 | 4.6 |
| July ^(p) | -39.7 | -2.9 | -36.8 | 20.2 | 18.4 | 17.1 | 6.9 | -6.2 | 26.2 | -8.5 | -4.9 | 6.7 |
| Growth rates | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | 22.1 | 1.4 | 27.8 | 5.3 | 4.7 | 4.7 | 6.4 | 3.5 | 2.3 | 10.2 | 11.4 | 3.4 |
| 2021 | 11.3 | 0.0 | 13.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 3.7 | 4.3 | 5.1 | -4.6 | 5.2 | 1.1 |
| 2022 | 2.8 | 1.0 | 3.1 | 4.3 | 5.0 | 5.4 | 5.5 | 3.8 | 13.4 | -7.9 | 1.1 | -0.6 |
| 2022 Q3 | 5.0 | 0.5 | 5.8 | 5.8 | 6.7 | 7.1 | 8.0 | 4.4 | 14.9 | 10.0 | 3.4 | -3.0 |
| Q4 | 2.8 | 1.0 | 3.1 | 4.3 | 5.0 | 5.4 | 5.5 | 3.8 | 13.4 | -7.9 | 1.1 | -0.6 |
| 2023 Q1 | -0.1 | -1.4 | 0.2 | 2.9 | 3.5 | 3.9 | 4.5 | 2.9 | 4.9 | -9.8 | -1.4 | 1.9 |
| Q2 | -2.5 | -2.3 | -2.5 | 1.5 | 1.4 | 2.0 | 2.4 | 1.1 | 0.5 | -12.1 | 1.0 | 4.4 |
| 2023 Feb. | 0.7 | -0.8 | 1.0 | 3.3 | 3.9 | 4.3 | 5.0 | 3.2 | 6.2 | -11.0 | 0.3 | 0.6 |
| Mar. | -0.1 | -1.4 | 0.2 | 2.9 | 3.5 | 3.9 | 4.5 | 2.9 | 4.9 | -9.8 | -1.4 | 1.9 |
| Apr. | -0.8 | -2.9 | -0.5 | 2.5 | 2.9 | 3.3 | 3.8 | 2.6 | 2.7 | -9.5 | -1.3 | 3.0 |
| May | -2.2 | -1.7 | -2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.8 | 3.2 | 1.5 | 3.3 | -13.0 | 2.3 | 2.5 |
| June | -2.5 | -2.3 | -2.5 | 1.5 | 1.4 | 2.0 | 2.4 | 1.1 | 0.5 | -12.1 | 1.0 | 4.4 |
| July ^(p) | -2.9 | -2.3 | -3.0 | 1.3 | 1.1 | 1.6 | 1.7 | 0.7 | 3.2 | -15.1 | 1.0 | 5.4 |

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

| | Non-financial corporations ²⁾ | | | | | Households ³⁾ | | | | |
|----------------------------|--|------------------------------|--------------|--------------------------|--------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------|
| | Total | | Up to 1 year | Over 1 and up to 5 years | Over 5 years | Total | | Loans for consumption | Loans for house purchase | Other loans |
| | | Adjusted loans ⁴⁾ | | | | | Adjusted loans ⁴⁾ | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | |
| 2020 | 4,706.6 | 4,828.7 | 893.8 | 1,009.1 | 2,803.6 | 6,132.9 | 6,402.6 | 700.7 | 4,725.1 | 707.1 |
| 2021 | 4,861.3 | 4,993.1 | 885.3 | 1,005.5 | 2,970.5 | 6,373.6 | 6,638.4 | 698.5 | 4,971.1 | 703.9 |
| 2022 | 5,127.1 | 5,135.7 | 963.3 | 1,079.4 | 3,084.3 | 6,633.3 | 6,832.7 | 717.6 | 5,215.0 | 700.7 |
| 2022 Q3 | 5,165.6 | 5,148.4 | 1,008.0 | 1,068.1 | 3,089.5 | 6,613.7 | 6,806.5 | 714.0 | 5,195.4 | 704.2 |
| Q4 | 5,127.1 | 5,135.7 | 963.3 | 1,079.4 | 3,084.3 | 6,633.3 | 6,832.7 | 717.6 | 5,215.0 | 700.7 |
| 2023 Q1 | 5,131.0 | 5,144.8 | 939.9 | 1,093.0 | 3,098.1 | 6,666.0 | 6,871.4 | 723.6 | 5,236.1 | 706.3 |
| Q2 | 5,130.7 | 5,144.1 | 924.7 | 1,086.5 | 3,119.5 | 6,633.4 | 6,866.2 | 725.5 | 5,207.7 | 700.2 |
| 2023 Feb. | 5,140.2 | 5,149.7 | 945.2 | 1,092.0 | 3,103.0 | 6,659.9 | 6,868.2 | 721.7 | 5,228.3 | 709.9 |
| Mar. | 5,131.0 | 5,144.8 | 939.9 | 1,093.0 | 3,098.1 | 6,666.0 | 6,871.4 | 723.6 | 5,236.1 | 706.3 |
| Apr. | 5,124.9 | 5,142.4 | 929.8 | 1,094.3 | 3,100.7 | 6,666.7 | 6,871.9 | 725.1 | 5,237.6 | 704.0 |
| May | 5,134.9 | 5,145.6 | 924.5 | 1,096.0 | 3,114.4 | 6,631.4 | 6,870.1 | 726.0 | 5,204.3 | 701.2 |
| June | 5,130.7 | 5,144.1 | 924.7 | 1,086.5 | 3,119.5 | 6,633.4 | 6,866.2 | 725.5 | 5,207.7 | 700.2 |
| July ⁶⁾ | 5,135.5 | 5,147.2 | 922.6 | 1,087.9 | 3,124.9 | 6,626.3 | 6,857.9 | 727.1 | 5,202.8 | 696.4 |
| Transactions | | | | | | | | | | |
| 2020 | 287.6 | 324.9 | -53.5 | 138.5 | 202.6 | 209.3 | 193.7 | -11.6 | 210.8 | 10.2 |
| 2021 | 175.9 | 208.0 | -1.4 | 2.4 | 174.9 | 261.8 | 267.2 | 10.7 | 255.0 | -3.9 |
| 2022 | 268.5 | 308.1 | 78.5 | 77.6 | 112.5 | 242.3 | 249.8 | 22.7 | 218.5 | 1.1 |
| 2022 Q3 | 139.1 | 139.3 | 55.4 | 39.9 | 43.8 | 58.7 | 59.5 | 4.9 | 55.6 | -1.8 |
| Q4 | -17.4 | 7.0 | -38.2 | 18.2 | 2.6 | 27.4 | 36.0 | 5.2 | 22.0 | 0.2 |
| 2023 Q1 | -3.0 | 3.5 | -21.1 | 10.9 | 7.2 | 14.1 | 22.0 | 4.2 | 14.7 | -4.9 |
| Q2 | 4.0 | 0.7 | -13.7 | -4.7 | 22.4 | -29.9 | -3.5 | 3.4 | -27.9 | -5.4 |
| 2023 Feb. | -2.2 | -1.4 | -10.4 | 5.6 | 2.6 | 4.4 | 6.3 | 1.6 | 5.1 | -2.2 |
| Mar. | -2.3 | 5.8 | -2.8 | 2.2 | -1.8 | 8.3 | 5.4 | 2.6 | 7.5 | -1.9 |
| Apr. | -2.7 | 0.6 | -8.9 | 3.0 | 3.1 | 1.9 | 2.5 | 2.0 | 1.8 | -1.9 |
| May | 7.7 | -0.6 | -6.6 | 1.2 | 13.1 | -35.4 | -3.6 | 1.3 | -33.8 | -2.9 |
| June | -1.0 | 0.7 | 1.8 | -8.9 | 6.1 | 3.6 | -2.4 | 0.1 | 4.1 | -0.7 |
| July ⁶⁾ | 6.9 | 4.4 | -0.9 | 1.8 | 6.0 | -6.2 | -7.2 | 2.5 | -3.9 | -4.7 |
| Growth rates | | | | | | | | | | |
| 2020 | 6.4 | 7.1 | -5.6 | 15.9 | 7.7 | 3.5 | 3.1 | -1.6 | 4.7 | 1.5 |
| 2021 | 3.7 | 4.3 | -0.1 | 0.2 | 6.2 | 4.3 | 4.2 | 1.5 | 5.4 | -0.5 |
| 2022 | 5.5 | 6.3 | 8.8 | 7.7 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.3 | 4.4 | 0.2 |
| 2022 Q3 | 8.0 | 8.9 | 19.7 | 9.8 | 4.0 | 4.4 | 4.4 | 3.5 | 5.1 | -0.1 |
| Q4 | 5.5 | 6.3 | 8.8 | 7.7 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.3 | 4.4 | 0.2 |
| 2023 Q1 | 4.5 | 5.2 | 4.0 | 9.1 | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 3.3 | -0.7 |
| Q2 | 2.4 | 3.0 | -1.9 | 6.3 | 2.5 | 1.1 | 1.7 | 2.5 | 1.3 | -1.7 |
| 2023 Feb. | 5.0 | 5.7 | 5.1 | 9.2 | 3.5 | 3.2 | 3.2 | 2.8 | 3.7 | -0.3 |
| Mar. | 4.5 | 5.2 | 4.0 | 9.1 | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 3.3 | -0.7 |
| Apr. | 3.8 | 4.6 | 1.6 | 8.6 | 2.9 | 2.6 | 2.5 | 3.1 | 3.0 | -1.0 |
| May | 3.2 | 4.0 | -0.7 | 8.2 | 2.7 | 1.5 | 2.1 | 2.8 | 1.8 | -1.5 |
| June | 2.4 | 3.0 | -1.9 | 6.3 | 2.5 | 1.1 | 1.7 | 2.5 | 1.3 | -1.7 |
| July ⁶⁾ | 1.7 | 2.2 | -3.1 | 5.1 | 2.0 | 0.7 | 1.3 | 2.5 | 0.8 | -2.1 |

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 | | | | | | | | | | |
| 2020 | 723.2 | 6,955.9 | 1,913.6 | 42.2 | 1,990.8 | 3,009.2 | 1,441.4 | 487.2 | 136.7 | 141.1 |
| 2021 | 762.6 | 6,886.1 | 1,837.3 | 37.1 | 1,997.2 | 3,014.4 | 1,377.7 | 435.7 | 128.5 | 136.8 |
| 2022 | 683.4 | 6,736.8 | 1,780.8 | 31.0 | 2,119.3 | 2,805.7 | 1,333.6 | 410.2 | 137.8 | 147.6 |
| 2022 Q3 | 642.5 | 6,764.4 | 1,801.9 | 30.6 | 2,096.5 | 2,835.4 | 1,318.8 | 520.9 | 148.0 | 146.7 |
| Q4 | 683.4 | 6,736.8 | 1,780.8 | 31.0 | 2,119.3 | 2,805.7 | 1,333.6 | 410.2 | 137.8 | 147.6 |
| 2023 Q1 | 580.0 | 6,895.4 | 1,792.7 | 35.0 | 2,171.2 | 2,896.5 | 1,434.9 | 330.8 | 152.1 | 165.8 |
| Q2 | 477.6 | 6,965.8 | 1,807.5 | 40.4 | 2,232.3 | 2,885.6 | 1,484.6 | 293.3 | 168.6 | 172.6 |
| 2023 Feb. | 553.6 | 6,818.8 | 1,785.7 | 33.8 | 2,177.0 | 2,822.3 | 1,336.3 | 363.4 | 154.6 | 159.6 |
| Mar. | 580.0 | 6,895.4 | 1,792.7 | 35.0 | 2,171.2 | 2,896.5 | 1,434.9 | 330.8 | 152.1 | 165.8 |
| Apr. | 586.5 | 6,907.3 | 1,807.4 | 35.8 | 2,168.6 | 2,895.5 | 1,448.2 | 318.8 | 153.3 | 161.9 |
| May | 483.6 | 6,979.3 | 1,806.0 | 37.6 | 2,213.1 | 2,922.6 | 1,472.5 | 289.6 | 174.0 | 184.1 |
| June | 477.6 | 6,965.8 | 1,807.5 | 40.4 | 2,232.3 | 2,885.6 | 1,484.6 | 293.3 | 168.6 | 172.6 |
| July ^(p) | 457.3 | 7,078.1 | 1,807.0 | 42.8 | 2,321.4 | 2,906.9 | 1,569.1 | 258.5 | 153.8 | 156.4 |
| Transactions | | | | | | | | | | |
| 2020 | 299.6 | -35.8 | -15.1 | -8.0 | -101.1 | 88.3 | -66.4 | 145.5 | -43.6 | -47.5 |
| 2021 | 40.0 | -37.2 | -75.1 | -5.0 | -39.7 | 82.5 | -110.7 | -98.7 | -8.3 | -4.3 |
| 2022 | -76.0 | 31.5 | -89.8 | -5.2 | 14.7 | 111.8 | -72.0 | -193.6 | 10.5 | 17.9 |
| 2022 Q3 | -115.0 | -10.0 | -47.1 | 0.0 | -2.2 | 39.4 | -42.2 | 10.9 | -18.6 | -10.6 |
| Q4 | 40.8 | 64.3 | -15.2 | 0.3 | 57.9 | 21.3 | 51.7 | -74.0 | -10.2 | 1.0 |
| 2023 Q1 | -110.1 | 85.3 | 8.3 | 4.0 | 63.9 | 9.0 | 72.0 | -76.7 | 15.0 | 18.9 |
| Q2 | -102.2 | 92.7 | 13.9 | 5.1 | 61.4 | 12.3 | 93.8 | -72.9 | 16.5 | 6.7 |
| 2023 Feb. | -11.2 | 16.8 | 0.2 | 1.3 | 6.2 | 9.0 | 8.7 | -18.5 | -0.2 | 3.0 |
| Mar. | 26.2 | 22.7 | 8.0 | 1.1 | 9.3 | 4.2 | 61.4 | -10.4 | -2.5 | 6.5 |
| Apr. | 6.5 | 21.8 | 15.4 | 0.8 | 4.1 | 1.5 | 29.0 | -17.7 | 1.2 | -3.9 |
| May | -102.7 | 40.3 | -4.1 | 1.8 | 31.0 | 11.6 | 5.8 | -45.0 | 20.7 | 22.2 |
| June | -5.9 | 30.6 | 2.6 | 2.5 | 26.4 | -0.9 | 59.1 | -10.3 | -5.4 | -11.5 |
| July ^(p) | -20.3 | 31.5 | 0.2 | 2.4 | 16.8 | 12.0 | 46.6 | -76.4 | -14.8 | -16.2 |
| Growth rates | | | | | | | | | | |
| 2020 | 84.6 | -0.5 | -0.8 | -15.8 | -4.7 | 3.0 | - | - | -24.2 | -25.2 |
| 2021 | 5.5 | -0.5 | -3.9 | -11.9 | -2.0 | 2.8 | - | - | -6.0 | -3.0 |
| 2022 | -10.0 | 0.5 | -4.8 | -14.3 | 0.6 | 3.9 | - | - | 7.9 | 12.7 |
| 2022 Q3 | -7.4 | -0.4 | -4.8 | -18.6 | -2.0 | 3.7 | - | - | 4.4 | 4.2 |
| Q4 | -10.0 | 0.5 | -4.8 | -14.3 | 0.6 | 3.9 | - | - | 7.9 | 12.7 |
| 2023 Q1 | -22.6 | 2.3 | -3.3 | 0.6 | 4.9 | 3.8 | - | - | -4.2 | 1.3 |
| Q2 | -37.7 | 3.5 | -2.2 | 30.9 | 8.7 | 2.9 | - | - | 1.7 | 10.2 |
| 2023 Feb. | -25.2 | 1.8 | -3.8 | -4.4 | 3.5 | 4.0 | - | - | -7.6 | 0.2 |
| Mar. | -22.6 | 2.3 | -3.3 | 0.6 | 4.9 | 3.8 | - | - | -4.2 | 1.3 |
| Apr. | -23.9 | 2.3 | -2.3 | 3.8 | 5.0 | 3.1 | - | - | -16.0 | -5.3 |
| May | -35.0 | 3.1 | -2.5 | 21.1 | 7.5 | 3.3 | - | - | -4.2 | 8.2 |
| June | -37.7 | 3.5 | -2.2 | 30.9 | 8.7 | 2.9 | - | - | 1.7 | 10.2 |
| July ^(p) | -39.0 | 3.9 | -1.5 | 40.7 | 9.9 | 2.6 | - | - | -10.9 | -1.6 |

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

| | Deficit (-)/surplus (+) | | | | | Memo item: Primary deficit (-)/surplus (+) |
|---------|-------------------------|--------------------|------------------|------------------|-----------------------|---|
| | Total | Central government | State government | Local government | Social security funds | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 2019 | -0.6 | -1.0 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 1.0 |
| 2020 | -7.1 | -5.8 | -0.4 | 0.0 | -0.9 | -5.6 |
| 2021 | -5.3 | -5.3 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | -3.9 |
| 2022 | -3.6 | -3.9 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | -2.0 |
| 2022 Q2 | -3.2 | . | . | . | . | -1.7 |
| Q3 | -3.3 | . | . | . | . | -1.7 |
| Q4 | -3.6 | . | . | . | . | -2.0 |
| 2023 Q1 | -3.7 | . | . | . | . | -2.0 |

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

6.2 Revenue and expenditure

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

| | Revenue | | | | | | Expenditure | | | | | | |
|---------|---------|-----------------|----------------|--------------------------|------|-----------------|-------------|---------------------------|--------------------------|----------|-----------------|---------------------|-----|
| | Total | Current revenue | | | | Capital revenue | Total | Current expenditure | | | | Capital expenditure | |
| | | Direct taxes | Indirect taxes | Net social contributions | | | | Compensation of employees | Intermediate consumption | Interest | Social benefits | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2019 | 46.3 | 45.8 | 12.9 | 13.1 | 15.0 | 0.5 | 46.9 | 43.2 | 9.9 | 5.4 | 1.6 | 22.4 | 3.8 |
| 2020 | 46.4 | 45.9 | 12.9 | 12.7 | 15.5 | 0.5 | 53.5 | 48.9 | 10.6 | 5.9 | 1.5 | 25.3 | 4.6 |
| 2021 | 47.3 | 46.5 | 13.2 | 13.2 | 15.2 | 0.8 | 52.6 | 47.5 | 10.3 | 6.0 | 1.5 | 24.1 | 5.1 |
| 2022 | 47.1 | 46.4 | 13.6 | 13.0 | 14.9 | 0.8 | 50.8 | 45.7 | 9.9 | 5.9 | 1.7 | 22.9 | 5.1 |
| 2022 Q2 | 47.3 | 46.5 | 13.5 | 13.2 | 15.0 | 0.8 | 50.5 | 45.6 | 10.0 | 5.9 | 1.5 | 23.2 | 4.9 |
| Q3 | 47.3 | 46.5 | 13.7 | 13.1 | 15.0 | 0.7 | 50.6 | 45.6 | 9.9 | 5.9 | 1.6 | 23.1 | 5.0 |
| Q4 | 47.0 | 46.3 | 13.6 | 13.0 | 14.9 | 0.8 | 50.7 | 45.6 | 9.9 | 5.9 | 1.7 | 22.9 | 5.1 |
| 2023 Q1 | 46.8 | 46.0 | 13.5 | 12.9 | 14.9 | 0.8 | 50.5 | 45.4 | 9.9 | 5.8 | 1.7 | 22.8 | 5.1 |

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

| | Total | Financial instrument | | | Holder | | | Original maturity | | Residual maturity | | | Currency | |
|---------|-------|-----------------------|-------|-----------------|--------------------|------------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------------------|--------------|----------------------------------|------------------|-----|
| | | Currency and deposits | Loans | Debt securities | Resident creditors | Non-resident creditors | Up to 1 year | Over 1 year | Up to 1 year | Over 1 and up to 5 years | Over 5 years | Euro or participating currencies | Other currencies | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2019 | 84.0 | 3.0 | 13.2 | 67.8 | 45.7 | 30.9 | 38.3 | 7.8 | 76.3 | 15.6 | 27.8 | 40.7 | 82.7 | 1.3 |
| 2020 | 97.2 | 3.2 | 14.5 | 79.5 | 54.6 | 39.2 | 42.5 | 11.1 | 86.0 | 18.9 | 30.9 | 47.4 | 95.5 | 1.7 |
| 2021 | 95.4 | 3.0 | 13.9 | 78.5 | 55.6 | 41.7 | 39.8 | 9.9 | 85.5 | 17.6 | 30.3 | 47.5 | 94.0 | 1.4 |
| 2022 | 91.5 | 2.7 | 13.3 | 75.5 | 53.8 | 40.8 | 37.7 | 8.7 | 82.8 | 16.4 | 29.0 | 46.0 | 90.5 | 0.9 |
| 2022 Q2 | 94.0 | 2.9 | 13.5 | 77.5 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| Q3 | 92.7 | 2.9 | 13.6 | 76.3 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| Q4 | 91.4 | 2.7 | 13.3 | 75.4 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2023 Q1 | 91.2 | 2.6 | 12.9 | 75.8 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |

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

6 Fiscal developments

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

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

| | Change in debt-to-GDP ratio ²⁾ | Primary deficit (+)/surplus (-) | Deficit-debt adjustment | | | | | | | Interest-growth differential | Memo item: Borrowing requirement | |
|---------|---|---------------------------------|-------------------------|---------------------------------------|-----------------------|-------|-----------------|---|-------|------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|
| | | | Total | Transactions in main financial assets | | | | Revaluation effects and other changes in volume | Other | | | |
| | | | | Total | Currency and deposits | Loans | Debt securities | | | | | Equity and investment fund shares |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2019 | -2.0 | -1.0 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | -0.1 | 0.0 | -1.2 | 0.9 |
| 2020 | 13.1 | 5.6 | 2.2 | 2.5 | 2.0 | 0.4 | -0.1 | 0.1 | -0.3 | 0.0 | 5.3 | 9.5 |
| 2021 | -1.7 | 3.9 | -0.3 | 0.7 | 0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | -0.1 | -0.8 | -5.3 | 5.1 |
| 2022 | -4.0 | 2.0 | -0.3 | -0.3 | -0.6 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.6 | -0.6 | -5.6 | 2.8 |
| 2022 Q2 | -3.9 | 1.7 | 0.5 | 1.0 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | -0.7 | -6.1 | 3.6 |
| Q3 | -4.5 | 1.7 | -0.3 | 0.0 | -0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | -0.6 | -5.9 | 2.7 |
| Q4 | -3.9 | 2.0 | -0.3 | -0.3 | -0.7 | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.6 | -0.6 | -5.5 | 2.8 |
| 2023 Q1 | -3.8 | 2.0 | -0.7 | -0.7 | -1.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.7 | -0.6 | -5.2 | 2.4 |

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

| | Debt service due within 1 year ²⁾ | | | | | Average residual maturity in years ³⁾ | Average nominal yields ⁴⁾ | | | | | | |
|-----------|--|------------------------------|------------------------------|----------|---------------|--|--------------------------------------|------------|----------------------------|----------|--------------|------|-----|
| | Total | Principal | | Interest | | | Outstanding amounts | | | | Transactions | | |
| | | Maturities of up to 3 months | Maturities of up to 3 months | Total | Floating rate | | Zero coupon | Fixed rate | Maturities of up to 1 year | Issuance | Redemption | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2020 | 14.9 | 13.5 | 4.2 | 1.4 | 0.4 | 7.6 | 2.0 | 1.2 | -0.1 | 2.2 | 2.1 | 0.0 | 0.8 |
| 2021 | 14.1 | 12.8 | 4.2 | 1.3 | 0.3 | 7.9 | 1.6 | 1.1 | -0.4 | 1.9 | 1.9 | -0.1 | 0.5 |
| 2022 | 13.2 | 11.9 | 4.2 | 1.3 | 0.3 | 8.0 | 1.6 | 1.2 | 0.4 | 1.8 | 1.9 | 1.1 | 0.5 |
| 2022 Q2 | 13.5 | 12.3 | 4.4 | 1.3 | 0.3 | 8.0 | 1.6 | 1.1 | -0.2 | 1.9 | 1.8 | 0.1 | 0.4 |
| Q3 | 13.0 | 11.8 | 3.7 | 1.3 | 0.3 | 8.1 | 1.6 | 1.1 | 0.0 | 1.9 | 1.9 | 0.6 | 0.4 |
| Q4 | 13.2 | 11.9 | 4.2 | 1.3 | 0.3 | 8.0 | 1.6 | 1.2 | 0.4 | 1.8 | 1.9 | 1.1 | 0.5 |
| 2023 Q1 | 13.6 | 12.3 | 4.3 | 1.2 | 0.3 | 8.1 | 1.8 | 1.3 | 1.0 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 0.7 |
| 2023 Feb. | 13.2 | 12.0 | 4.5 | 1.2 | 0.3 | 8.1 | 1.7 | 1.2 | 0.8 | 1.9 | 2.1 | 1.7 | 0.7 |
| Mar. | 13.6 | 12.3 | 4.3 | 1.2 | 0.3 | 8.1 | 1.8 | 1.3 | 1.0 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 0.7 |
| Apr. | 13.4 | 12.2 | 4.0 | 1.3 | 0.3 | 8.1 | 1.8 | 1.3 | 1.1 | 1.9 | 2.0 | 2.4 | 0.9 |
| May | 13.4 | 12.1 | 3.4 | 1.3 | 0.3 | 8.2 | 1.8 | 1.3 | 1.2 | 1.9 | 2.0 | 2.6 | 1.0 |
| June | 13.7 | 12.4 | 3.6 | 1.3 | 0.3 | 8.1 | 1.9 | 1.3 | 1.4 | 1.9 | 2.0 | 2.8 | 1.1 |
| July | 13.6 | 12.3 | 3.9 | 1.3 | 0.3 | 8.2 | 1.9 | 1.3 | 1.6 | 2.0 | 2.0 | 3.0 | 1.2 |

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

| | Belgium | Germany | Estonia | Ireland | Greece | Spain | France | Croatia | Italy | Cyprus |
|------------------------------------|---------|-----------|------------|---------|-------------|---------|----------|----------|----------|---------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Government deficit (-)/surplus (+) | | | | | | | | | | |
| 2019 | -2.0 | 1.5 | 0.1 | 0.5 | 0.9 | -3.1 | -3.1 | 0.2 | -1.5 | 1.3 |
| 2020 | -9.0 | -4.3 | -5.5 | -5.0 | -9.7 | -10.1 | -9.0 | -7.3 | -9.7 | -5.8 |
| 2021 | -5.5 | -3.7 | -2.4 | -1.6 | -7.1 | -6.9 | -6.5 | -2.5 | -9.0 | -2.0 |
| 2022 | -3.9 | -2.6 | -0.9 | 1.6 | -2.3 | -4.8 | -4.7 | 0.4 | -8.0 | 2.1 |
| 2022 Q2 | -4.0 | -1.7 | -0.5 | 0.6 | -2.8 | -4.9 | -4.1 | -0.3 | -7.4 | 0.9 |
| Q3 | -3.7 | -2.3 | -0.3 | 1.5 | -3.1 | -4.1 | -4.2 | 0.5 | -7.8 | 2.6 |
| Q4 | -3.9 | -2.7 | -0.9 | 1.6 | -2.3 | -4.8 | -4.7 | 0.4 | -8.0 | 2.1 |
| 2023 Q1 | -4.5 | -3.0 | -1.2 | 2.0 | -2.7 | -4.4 | -4.5 | 0.5 | -8.2 | 2.4 |
| Government debt | | | | | | | | | | |
| 2019 | 97.6 | 59.6 | 8.5 | 57.0 | 180.6 | 98.2 | 97.4 | 71.0 | 134.1 | 90.8 |
| 2020 | 112.0 | 68.7 | 18.5 | 58.4 | 206.3 | 120.4 | 114.6 | 87.0 | 154.9 | 113.8 |
| 2021 | 109.1 | 69.3 | 17.6 | 55.4 | 194.6 | 118.3 | 112.9 | 78.4 | 149.9 | 101.2 |
| 2022 | 105.1 | 66.3 | 18.4 | 44.7 | 171.3 | 113.2 | 111.6 | 68.4 | 144.4 | 86.5 |
| 2022 Q2 | 108.5 | 67.6 | 16.8 | 50.5 | 183.0 | 116.1 | 113.2 | 73.1 | 149.3 | 95.4 |
| Q3 | 106.5 | 67.0 | 15.9 | 48.5 | 175.8 | 115.6 | 113.5 | 70.4 | 145.9 | 91.4 |
| Q4 | 105.1 | 66.2 | 18.4 | 44.4 | 171.3 | 113.2 | 111.8 | 68.8 | 144.4 | 86.5 |
| 2023 Q1 | 107.4 | 65.9 | 17.2 | 43.5 | 168.3 | 112.8 | 112.4 | 69.5 | 143.5 | 84.0 |
| Government deficit (-)/surplus (+) | | | | | | | | | | |
| | Latvia | Lithuania | Luxembourg | Malta | Netherlands | Austria | Portugal | Slovenia | Slovakia | Finland |
| | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| 2019 | -0.6 | 0.5 | 2.2 | 0.5 | 1.8 | 0.6 | 0.1 | 0.7 | -1.2 | -0.9 |
| 2020 | -4.4 | -6.5 | -3.4 | -9.7 | -3.7 | -8.0 | -5.8 | -7.7 | -5.4 | -5.6 |
| 2021 | -7.1 | -1.2 | 0.7 | -7.8 | -2.4 | -5.8 | -2.9 | -4.6 | -5.4 | -2.8 |
| 2022 | -4.4 | -0.6 | 0.2 | -5.8 | 0.0 | -3.2 | -0.4 | -3.0 | -2.0 | -0.9 |
| 2022 Q2 | -4.4 | 0.8 | 0.9 | -6.5 | -0.3 | -1.9 | 0.1 | -3.2 | -3.3 | -1.3 |
| Q3 | -4.1 | 0.8 | 0.8 | -5.6 | -0.5 | -2.5 | 1.0 | -3.0 | -2.7 | -0.9 |
| Q4 | -4.4 | -0.6 | 0.2 | -5.8 | -0.1 | -3.2 | -0.4 | -3.0 | -2.0 | -0.8 |
| 2023 Q1 | -4.1 | -1.2 | -0.3 | -4.9 | -0.1 | -3.4 | 0.1 | -3.1 | -2.5 | -0.8 |
| Government debt | | | | | | | | | | |
| 2019 | 36.5 | 35.8 | 22.4 | 40.3 | 48.5 | 70.6 | 116.6 | 65.4 | 48.0 | 64.9 |
| 2020 | 42.0 | 46.3 | 24.5 | 52.9 | 54.7 | 82.9 | 134.9 | 79.6 | 58.9 | 74.7 |
| 2021 | 43.7 | 43.7 | 24.5 | 55.1 | 52.5 | 82.3 | 125.4 | 74.5 | 61.0 | 72.6 |
| 2022 | 40.8 | 38.4 | 24.6 | 53.4 | 51.0 | 78.4 | 113.9 | 69.9 | 57.8 | 73.0 |
| 2022 Q2 | 41.7 | 39.6 | 25.3 | 53.7 | 50.0 | 82.6 | 123.1 | 73.5 | 59.2 | 72.5 |
| Q3 | 40.0 | 37.3 | 24.6 | 52.8 | 48.2 | 81.4 | 119.9 | 72.4 | 57.5 | 71.8 |
| Q4 | 40.8 | 38.4 | 24.6 | 53.2 | 50.1 | 78.5 | 113.9 | 69.9 | 57.8 | 72.9 |
| 2023 Q1 | 42.9 | 38.4 | 28.0 | 53.6 | 48.3 | 80.6 | 113.8 | 69.5 | 57.9 | 72.5 |

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2023

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 13.9.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-23-011-FI-N