

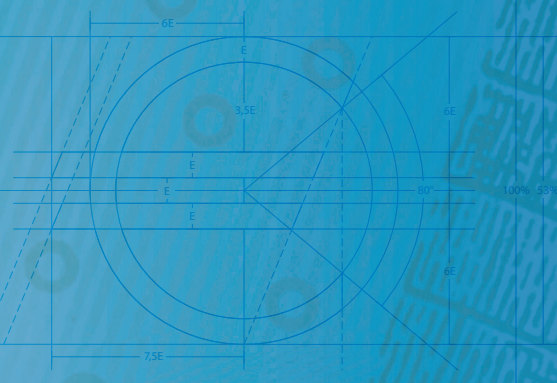


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

6/2020



Sisällys

| | |
|--|-----------|
| Raha- ja reaalityalouden kehitys | 2 |
| Yhteenveto | 2 |
| 1 Ulkoinen ympäristö | 7 |
| 2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys | 16 |
| 3 Talouskehitys euroalueella | 22 |
| 4 Hinnat ja kustannukset | 29 |
| 5 Rahan määrä ja luotonanto | 35 |
| 6 Julkisen talouden kehitys | 43 |
| Kehikot | 47 |
| 1 Bulgarian leu ja Kroatian kuna ERM II -valuuttakurssimekanismissa | 47 |
| 2 Euron efektiivisen valuuttakurssin päivitetty kauppapainot | 52 |
| 3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 6.5.–21.7.2020 | 57 |
| 4 Epävarmuuden viimeaikaisen kasvun vaikutus euroalueen talouskasvuun | 63 |
| 5 Koronavirus ja kotitalouksien säästämisen lisääntyminen: varovaisuutta vai pakkoa? | 67 |
| 6 Välillisten verojen vaikutus euroalueen inflaatioon ja sen näkymiin | 72 |
| 7 Julkiset lainatakaukset ja pankkien luotonanto pandemia-aikana | 76 |
| 7 EU:n elvytyspaketin vaikutukset julkiseen talouteen | 83 |
| Tilastot (vain englanniksi) | S1 |

Raha- ja reaalityalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti 10.9.2020 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa säilyttää vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan linjan ennallaan.

Tuoreimmat tiedot viittaavat siihen, että taloudellinen toiminta on piristynyt vahvasti ja jokseenkin aiempien odotusten mukaisesti, vaikka toiminta on edelleen huomattavasti vähäisempää kuin ennen koronaviruspandemian (COVID-19) puhkeamista. Tehdasteollisuudessa kohentuminen on jatkunut, kun taas palvelualojen kehitys on viime aikoina jonkin verran vaimentunut. Elpymisen voimakkuudesta vallitsee merkittävä epävarmuus, sillä se riippuu pandemian tulevasta kehityksestä ja vaikutusten hillitsemistoimien onnistumisesta. Euroalueen kotimainen kysyntä on elpynyt huomattavasti oltuaan varsin heikkoa, mutta epävarmuus talouden näkymistä vaimentaa edelleen yksityistä kulutusta ja yritysten investointeja. Energian edullinen hintataso ja hintapaineiden heikkous pitävät kokonaisinflaation hitaana, kun kysyntä on vaimeaa ja työmarkkinoilla on merkittävästi käyttämätöntä kapasiteettia. Rungas rahapoliittinen elvytys on edelleen tarpeen talouden elpymisen tukemiseksi ja keskipitkän aikavälin hintavakauden ylläpitämiseksi. EKP:n neuvosto päätti näin ollen kokouksessaan 10.9.2020 pitää kasvua tukevan rahapolitiikan linjan ennallaan.

EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

Koronaviruspandemia on yhä maailmantalouden suurin epävarmuustekijä.

Päivittäiset tautitapaukset rauhoittuivat hetkeksi toukokuun puolivälin tienoilla ja rajoitustoimia alettiin vähitellen purkaa, mutta tartuntojen määrä on alkanut hiljattain jälleen kasvaa. Tämä on ruokkinut pelkoa koronavirusstartuntojen voimakkaasta lisääntymisestä ja kalvanut kuluttajien luottamusta. Tuoreet tiedot osoittavat, että taloudellinen toiminta oli maailmanlaajuisesti heikoimmillaan toisella vuosineljänneksellä, minkä jälkeen se on alkanut piristyä, kun rajoitustoimia on asteittain purettu toukokuun puolivälistä lähtien. Talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa ennakoidaan, että ilman euroaluetta laskettuna maailmantalouden BKT supistuu 3,7 % tänä vuonna ja kasvaa sitten 6,2 % vuonna 2021 ja 3,8 % vuonna 2022. Maailmankaupan supistumista pahentavat laskusuhdanteessa korostuva tuonin myötäsyklinen kehitys ja koronaviruskriisi: rajoitustoimet ovat aiheuttaneet häiriöitä kansainvälisissä tuotantoketjuissa ja kasvattaneet ulkomaankaupan kustannuksia. Maailmantalouden näkymiin liittyvät riskit painottuvat ennakoitua heikomman kehityksen suuntaan pandemian etenemiseen liittyvän sitkeän epävarmuuden vuoksi. Pandemian jälkiseuraukset voivat tuntua maailmantaloudessa vielä pitkään. Kehitys voi jäädä arvioitua heikommaksi myös, jos brexit-neuvottelut epäonnistuvat, protektionismi lisääntyy tai kansainväliset toimitusketjut kärsivät kriisistä pysyvämmiin.

Rahoitusolot ovat euroalueella helpottuneet jonkin verran lisää EKP:n neuvoston kesäkuun kokouksen jälkeen, mutta tilanne on edelleen

hankalampi kuin ennen koronaviruspandemiaa. Eoniakoron eli euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä laski hieman tarkastelujaksolla 4.6.2020–9.9.2020, ja vaikka lyhyiden korkojen kohdalla käyrässä oli notkahdus, se ei tarkoita, että markkinoilla odotettaisiin vankasti pikaista koronlaskua. Euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuottoerot pienuivat tarkastelujaksolla, jota leimasivat raha- ja finanssipoliittiset tukitoimet. Riskipitoisten omaisuususerien hinnat nousivat jonkin verran pääasiassa siksi, että lyhyen aikavälin tuottonäkymät olivat yleisesti ottaen kohentuneet. Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotettu kurssi ja dollarikurssi vahvistuivat verrattain voimakkaasti.

Euroalueen BKT supistui neljännesvuositasolla 11,8 % vuoden 2020 toisella neljänneksellä. Tuoreimpien tietojen ja kyselytulosten perusteella euroalueen talouden elpyminen on jatkunut ja BKT on todennäköisesti kohentunut kolmannella vuosineljänneksellä, vaikka se jää edelleen pienemmäksi kuin ennen kriisiä. Kulutuksen elpymisestä on selviä merkkejä, ja teollisuus ja palvelutuotanto ovat piristyneet selvästi. Viime aikoina palvelualojen elpyminen on kuitenkin jäänyt teollisuustuotantoa hitaammaksi, mikä näkyy myös elokuun kyselytutkimuksissa. Koronavirustartuntojen määrän kasvu kesäkuukausina varjostaa lyhyen aikavälin näkymiä. Jatkossa elpymisen kestävyys riippuu pitkälti siitä, miten pandemia etenee ja onnistutaanko sen hillitsemisessä. Epävarmuus pandemian etenemisestä vaimentaneen niin työmarkkinoiden, kulutuksen kuin investointienkin elpymistä, mutta euroalueen talouden tukena ovat suotuisat rahoitusolot, kasvua tukeva finanssipolitiikka sekä maailman taloudellisen toiminnan ja kulutuksen vahvistuminen.

Samankaltainen näkemys välittyi euroalueen talousnäkyimiä koskevasta EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioista. Niissä euroalueen BKT:n arvioidaan supistuvan 8,0 % vuonna 2020 mutta kasvavan 5,0 % vuonna 2021 ja 3,2 % vuonna 2022. BKT:n kasvunäkymät vuodeksi 2020 on nyt arvioitu suotuisammiksi kuin kesäkuussa 2020 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa, kun taas arviot vuosiksi 2021 ja 2022 ovat jokseenkin ennallaan. Näkymiin liittyy nykytilanteessa poikkeuksellista epävarmuutta, joten asiantuntija-arvioissa esitetään kaksi vaihtoehtoista skenaariota (lievä ja vaikea). Ne perustuvat erilaisiin oletuksiin koronaviruspandemian etenemisestä.¹ Kaiken kaikkiaan euroalueen talousnäkyimiin kohdistuvat riskit painottuvat yhä arvioitua heikomman kehityksen suuntaan, kun otetaan huomioon pandemian talousvaikutuksiin ja kustannuksiin liittyvä epävarmuus.

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti oli elokuussa -0,2 % (heinäkuussa 0,4 %). Öljyn tämänhetkisten ja futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan vielä jonkin verran hidastuvan tulevina kuukausina ja alkavan nopeutua alkuvuodesta 2021. Arviossa on otettu huomioon myös arvonlisäveron tilapäinen alentaminen Saksassa. Lyhyellä aikavälillä hintapaineiden odotetaan jäävän vaikeiksi heikon kysynnän, vähentyneiden palkkapaineiden ja euron valuuttakurssin vahvistumisen

¹ Ks. EKP:n verkkosivuilla 10.9.2020 julkaistut "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2020)".

seurauksena, vaikka toimitushäiriöistä aiheutuu jonkin verran hintojen nousupaineita. Keskipitkällä aikavälillä kysyntä elpyy kasvua tukevan raha- ja finanssipoliittikan ansiosta, mikä kasvattaa taas inflaatiopaineita. Markkinaindikaattoreihin perustuvat pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat palanneet pandemiaa edeltäviin lukemiin, mutta ne ovat edelleen varsin vaimeat, ja myös kyselytutkimusten mukaan odotukset ovat vaimeita.

Samankaltainen kuva välittyy EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioista, joiden mukaan vuotuinen inflaatiövauhti on 0,3 % vuonna 2020 ja 1,0 % vuonna 2021 sekä 1,3 % vuonna 2022. Kuluvan vuoden inflaationäkymät on arvioitu samankaltaisiksi kuin kesäkuussa julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Vuoden 2021 inflaatiövauhti on arvioitu hieman nopeammaksi, ja vuoden 2022 inflaatio on samoissa lukemissa kuin kesäkuun arvioissa. Inflaationäkymät vuodelle 2022 ovat kuitenkin muuttuneet siinä suhteessa, että ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaation odotetaan nopeutuvan (osittain raha- ja finanssipoliittisten toimien vaikutuksesta), kun taas energian hintakehityksen odotetaan vaikuttavan vastakkaiseen suuntaan. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun vuotuisen YKHI-inflaation odotetaan olevan 0,8 % vuonna 2020 ja 0,9 % vuonna 2021 sekä 1,1 % vuonna 2022.

Koronaviruspandemia on edelleen vaikuttanut merkittävästi rahan määrän kehitykseen euroalueella. Lavean raha-aggregaatin (M3) kasvu nopeutui yhä ja oli heinäkuussa 10,2 % (kesäkuussa 9,2 %). Rahan määrän vahvan kasvun taustalla ovat euroalueen sisäisen luotonannon kasvu ja eurojärjestelmän jatkuvat arvopaperiostot sekä varovaisuusnäkökohdat, joiden vuoksi rahaa hallussa pitävällä sektorilla suositaan nyt nopeasti rahaksi muutettavissa olevia sijoituksia. Merkittävien lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä on edelleen suppea raha-aggregaatti M1, joka pitää sisällään likvideimmät rahan muodot. Koronaviruksen vaikutus taloudelliseen toimintaan muovasi yhä myös yksityisen sektorin lainakannan kehitystä. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti oli heinäkuussa 7,0 % eli pysyi suurin piirtein ennallaan. Kesäkuussa kasvuvauhti oli 7,1 %. Nopean kasvun taustalla on yritysten tarve kasvattaa likvidejä varojaan juoksevien kulujen kattamiseksi, käyttöpääoman saamiseksi ja vastaisen varalle. Yritysten tulot ovat tosin taas jonkin verran lisääntyneet taloudellisen toiminnan piristymisen myötä. Kotitalouksien lainakannan vuotuinen kasvuvauhti oli heinäkuussa 3,0 %, eli sekin pysyi ennallaan. EKP:n neuvoston rahapoliittisilla toimilla sekä jäsenvaltioiden hallitusten ja EU:n toimielinten käyttöön ottamalla toimilla autetaan pitämään yllä rahoituksen saatavuutta myös niillä, jotka kärsivät eniten pandemian seurauksista.

Koronaviruspandemialla on edelleen erityisen suuri vaikutus euroalueen julkiseen talouteen. Rajoitustoimien kustannukset tuntuvat jokaisen euroalueen maan julkisessa taloudessa, joskin maiden välillä on eroja niin kustannuksissa kuin toimintakyvyssäkin. Talouden laskusuhdanteen ja huomattavan finanssipoliittisen tuen seurauksena euroalueen BKT:hen suhteutetun julkisen talouden alijäämän arvioidaan kasvavan merkittävästi ja olevan 8,8 % vuonna 2020 (0,6 % vuonna 2019). Sitten alijäämäsuhteen odotetaan pienenevän ja olevan 4,9 % vuonna 2021 ja 3,6 % vuonna 2022. Myös suhdannekorjattu perusjäämä on heikentynyt vuonna 2020 toteutettujen mittavien finanssipoliittisten toimien myötä.

Lisäksi suhdannekomponentin vaikutus on kokonaistaloudellisen tilanteen heiketessä negatiivinen. Tilanteen odotetaan paranevan, kun hätätoimenpiteitä puretaan ja suhdannetilanne kohenee. Euroalueen talouden rajun supistumisen vuoksi on yhä välttämätöntä, että finanssipolitiikan mitoitus säilyy kunnianhimoisena ja koordinoituna. Toimenpiteiden tulisi silti olla kohdennettuja ja tilapäisiä. Hyviä esimerkkejä ovat Eurooppa-neuvoston hyväksymä kolmiosainen 540 miljardin euron turvaverkko ja Euroopan komission 750 miljardin euron ”Next Generation EU” -elpymispaketti, jolla voidaan tukea pandemiasta eniten kärsineitä alueita ja sektoreita merkittävästi.

Rahapoliittiset toimet

Taloudellisen ja rahatalouden analyysin tulokset siis vahvistavat, että vahvasti kasvua tukeva rahapolitiikka on tarpeen, jotta inflaatio palautuu vakaasti lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Tässä tilanteessa EKP:n neuvosto vahvisti 10.9.2020 pitävänsä aiemmin päättämänsä rahapoliittiset toimet käytössä.

1. EKP:n neuvosto päätti pitää EKP:n ohjauskorot ennallaan. Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina, kunnes arviointijakson inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle kahta prosenttia (mutta alle sen) ja kehitys näkyy johdonmukaisesti myös pohjainflaatiossa.
2. Ostoja jatketaan pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP), johon on varattu 1 350 miljardia euroa. Ohjelman avulla kevennetään rahapolitiikan linjaa, sillä pandemian on arvioitu heikentäneen inflaationäkymiä. Ostoja tehdään joustavasti, eli niitä voidaan ohjata eri aikoina eri arvopaperiluokkiin ja eri maihin. Näin EKP:n neuvosto pystyy torjumaan tehokkaasti riskiä, että rahapolitiikan vaikutus ei välittyisi talouteen sujuvasti. Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdään netto-ostoja vielä ainakin kesäkuun 2021 loppuun saakka. Joka tapauksessa ostoja jatketaan, kunnes EKP:n neuvosto katsoo koronaviruspandemian kriisivaiheen päättyneen. PEPP-ohjelmassa hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2022 loppuun saakka. Erääntyvistä arvopapereista luovutaan vähin erin niin, että rahapolitiikka pysyy asianmukaisesti mitoitettuna.
3. Omaisuuserien osto-ohjelmassa jatketaan ostoja nettomääräisesti 20 miljardilla eurolla kuukaudessa, ja samoin jatketaan lisäostoja, joihin on varattu 120 miljardia euroa käytettäväksi vuoden loppuun mennessä. EKP:n neuvosto odottaa yhä kuukausittaisten netto-ostojen jatkuvan omaisuuserien osto-ohjelmassa niin kauan kuin on tarpeen ohjauskorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi ja päättyvän hieman ennen kuin EKP:n ohjauskorkoja aletaan nostaa. Lisäksi omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia aiotaan jatkaa täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa EKP:n ohjauskorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen

suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.

4. Rahoitusoperaatioissa tarjotaan edelleen runsaasti likviditeettiä. Kolmannen kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO III) sarjan viimeisimmässä operaatiossa on jaettu erittäin paljon likviditeettiä ja tuettu näin pankkien luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille.

EKP:n neuvoston maaliskuun alun jälkeen päättämällä rahapoliittisilla toimilla on tuettu merkittävästi euroalueen talouden elpymistä ja turvattu hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Toimilla tuetaan talouden toimijoiden maksukykyä ja rahoitustilannetta, autetaan ylläpitämään luotonantoa kotitalouksille ja yrityksille sekä edistetään suotuisia rahoitusoloja kaikilla aloilla ja kaikissa maissa. Nykyisessä hyvin epävarmassa tilanteessa EKP:n neuvosto arvioi huolella uusia tietoja, myös valuuttakurssikehitystä, ja niiden mahdollista vaikutusta keskipitkän aikavälin inflaationäkymiin. EKP:n neuvosto on edelleen valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan symmetrisen inflaatiotavoitteensa mukaisesti varmistaakseen, että inflaatio palautuu kestävästi lähemmäksi tavoitetta.

Ulkoinen ympäristö

Koronaviruspandemia (COVID-19) on edelleen maailmantalouden epävarmuuden merkittävin lähde. Uusien tartuntojen päiväkohtainen määrä tasaantui tilapäisesti toukokuun puolivälissä, mikä johti rajoitustoimenpiteiden asteittaiseen keventämiseen. Sittemmin uudet tartunnat kuitenkin jälleen lisääntyivät erityisesti Yhdysvalloissa sekä Brasiliassa ja muissa nousevissa markkinatalouksissa. Elokuun alun jälkeen uusien tartuntojen maailmanlaajuinen määrä on alkanut taas vakiintua. Tarttuvuusluku on kuitenkin edelleen korkea, ja uusien tapausten määrän kasvu joillakin alueilla, kuten Euroopassa, on ruokkinut pelkoa uudesta ja voimakkaasta koronavirus tartuntojen aallosta. Nämä pelot ovat painaneet kuluttajien luottamusta. Tuoreet tiedot tukevat käsitystä, että maailmantalouden kasvu on kääntynyt nousuun toisella vuosineljänneksellä sitä mukaa kuin rajoitustoimia on asteittain purettu toukokuun puolivälistä lähtien. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa ennakoitaan maailmantalouden BKT:n (ilman euroaluetta) supistuvan tänä vuonna 3,7 % ja sitten kasvavan 6,2 % vuonna 2021 ja 3,8 % vuonna 2022. Maailmankauppa supistuu BKT:n määrääkin jyrkemmin, sillä se kehittyy myötäsyklisemmin etenkin laskusuhdanteessa, ja toisaalta koronakriisin omalaatuisen luonteen vuoksi, sillä rajoitustoimet ovat aiheuttaneet kansainvälisten tuotantoketjujen häiriöitä ja ulkomaankaupan kustannusten kasvua. Maailmantalouden kasvunäkymiin liittyvät riskit painottuvat odotettua epäedullisemmän kehityksen suuntaan, mikä johtuu pandemian kehitystä koskevasta jatkuvasta epävarmuudesta, joka saattaa jättää talouteen pitkäaikaisia vaurioita. Muut ennustettua heikomman kasvun riskit liittyvät Brexit-neuvottelujen tulokseen, ulkomaankaupan protektionismin nousun riskiin sekä globaaleille toimitusketjuille näistä tekijöistä aiheutuviin pitempiaikaisiin negatiivisiin vaikutuksiin.

Maailman taloudellisen toimeliaisuuden ja maailmankaupan kehitys

Maailmantalous johtui syvään ja samanaikaiseen taantumaan vuoden 2020 alkupuoliskolla koronaviruspandemian (covid-19) seurauksena. Viruksen leviäminen ja sen hillitsemiseksi aloitetut rajoitustoimenpiteet rasittivat talouskasvua ja aiheuttivat ennennäkemättömän ja samanaikaisen maailmanlaajuisen tuotannon supistumisen, joka saavutti aallonpohjansa huhtikuussa 2020. Tuolloin globaali epävarmuus nousi tasolle, jota ei ollut nähty finanssikriisin jälkeen. Tuoreimmat kansantalouden tilinpidon tiedot toiselta neljännekseltä vahvistavat talouden supistuneen voimakkaasti. Maailmankaupan romahdus oli vielä jyrkempi, joskin se jäi voimakkuudessaan hieman eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 arvioista. Tämä viittaa siihen, että maailmankaupan jousto on alhaisempi kuin aiemmin oletettiin. Vain Kiina pystyi höllentämään rajoitustoimia jo maaliskuun lopulla, ja sen talous palautui positiiviseen kasvuun jo toisella neljänneksellä.

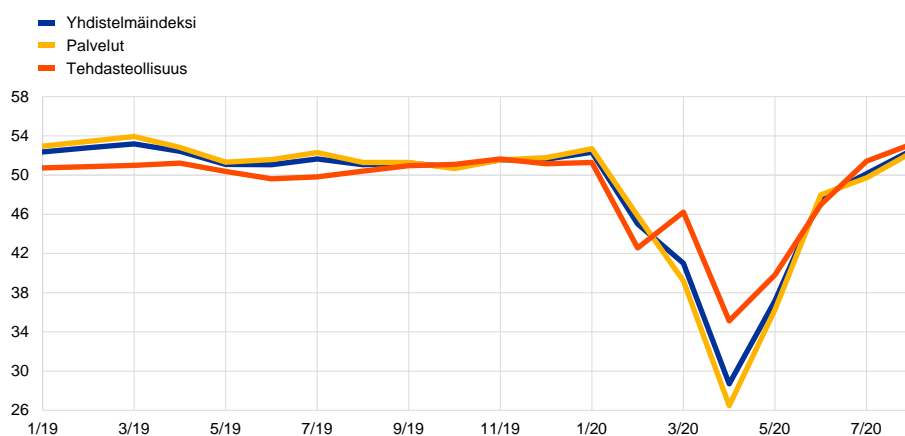
Kun covid-19:n leviäminen alkoi laantua ja rajoitustoimia alettiin purkaa, maailmantalous alkoi elpyä, kuten kyselytiedot vahvistavat. Koska rajoituksia on höllennetty ja tuotanto on alkanut normalisoitua, maailmantalouden kasvun ja kaupan odotetaan elpyvän toisen vuosineljänneksen matalilta tasoiltaan. Maailmanlaajuisista kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi (PMI; ilman

euroaluetta) on kohentunut vakaasti huhtikuun aallonpohjastaan (ks. kuvio 1). Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi (ilman euroaluetta) nousi elokuussa neljättä kuukautta peräkkäin eli 52,6:een edelliskuun 50:stä oltuaan alimmillaan huhtikuussa 28,6. Elpyminen koskee laaja-alaisesti sekä tehdasteollisuus- että palvelusektoreita. Maittain tarkastellen se kuitenkin näyttää olevan epätasaista. Kehittyneistä talouksista kokonaistuotantoa kuvaava PMI-indeksi nousi edelleen Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa, kun taas Japanissa se pysyi supistumiseen viittaavalla tasolla. Kehittyvistä talouksista kokonaistuotantoa kuvaava PMI-indeksi nousi edelleen Kiinassa, Venäjällä ja Brasiliassa mutta pysyi negatiivisen kasvun puolella Intiassa.

Kuvio 1

Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäällikkökyselyn yhdistelmäindeksi ja alaindeksit (PMI) (ilman euroaluetta)

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2020.

Maailman rahoitusolot ovat helpottuneet merkittävästi viime kuukausina.

Maaliskuun lopussa alkanut rahoitusmarkkinoiden elpyminen jatkui kesän aikana, ja nousuvire oli voimakasta keskeisissä kehittyneissä markkinatalouksissa ja joissakin nousevissa markkinatalouksissa. Osakemarkkinat nousivat kaikkien aikojen korkeimmille tasoilleen Yhdysvalloissa ja korkeimmilleen moneen vuoteen Kiinassa. Muillakin markkinoilla suurin osa kurssilaskusta saatiin kurottua umpeen. Muutkin riskiset markkinasegmentit, kuten yrityslainat, hyötyivät optimistisesta markkinatunnelmasta. Kun riskittömät valtionlainojen korot pysyivät historiansa alimmilla tasoilla tai niiden tuntumassa, rahoitusoloja kuvaavat indeksit nousivat kehittyneillä markkinoilla kaikkien aikojen korkeimmilleen, eivätkä ne olleet nousevissa markkinatalouksissakaan kaukana huipuistaan. Riskialttiiden sijoituskohteiden nousuvirettä ruokkivat useat peräkkäiset odotettua paremmat taloustilastot ja riskinottohalukkuuden nousun jatkuminen, joka heijasteli muun muassa kasvavaa optimismia rokotteen varhaisesta valmistumisesta. Rahoitusmarkkinat ovat kuitenkin edelleen varuillaan, sillä näkymät riippuvat pandemian tulevasta kehityksestä, joka on epävarma. Volatiliteetti on selvästi historiallista keskiarvoaan korkeammalla, ja markkinoilla vallitseva käsitys riskistä painottuu odotettua heikomman kehityksen suuntaan.

Maailmantalouden BKT (ilman euroaluetta) supistuu tänä vuonna 3,7 %. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun kokonaistaloudellisten arvioiden mukaan maailman BKT:n (ilman euroaluetta) oletetaan pääsevän positiiviseen kasvuun vuoden 2020 jälkipuoliskolla, kun rajoitustoimenpiteiden asteittainen purkaminen jatkuu. Elpyminen on kuitenkin rajallista, sillä oletusten mukaan pandemian kehittymisen epävarmuus rasittaa yritysten ja kuluttajien tunnelmia, ihmisten kanssakäymistä rajoitetaan edelleen jossain määrin ja tehokas lääketieteellinen ratkaisu saataisiin käyttöön vasta vuoden 2021 puolivälissä. Siten ennusteen perusskenaarion puitteissa tartunnat voivat jatkua joissakin maissa, mutta uudet tartuntaryppäät odotetaan hoidettavan kohdennetuilla rajoitustoimilla, joista myös oletetaan myös aiheutuvan aiempiin sulkutoimiin verrattuna vähemmän haittaa elinkeinotoiminnalle.

Alituinen epävarmuus pandemian kehittymisestä johtaa epätäydelliseen taloudelliseen elpymiseen ennustejakson loppuun mennessä. Koronakriisi on muodostanut maailmantaloudelle kolminkertaisen sokin². Aiemmista kriiseistä poiketen yksityinen kulutus kärsi erityisen voimakkaasti vuoden 2020 alkupuoliskolla. Vaikka viruksen torjuntatoimien negatiiviset vaikutukset todennäköisesti vähenevät ja maailmanlaajuinen tuotanto elpyy asteittain, jatkuva epävarmuus terveys- ja talousnäkömystä rasittaa vastaisuudessakin kulutusta ja siten estää talouskasvun pirteämmän elpymisen. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna arvioitu talouskasvun taso on pysynyt jokseenkin samana ja koronapandemiaa edeltäneitä ennusteita heikompana koko tarkastelujaksolla. Euroalueen ulkopuolisen maailman BKT:n arvioidaan kasvavan 6,2 % vuonna 2021 ja 3,8 % vuonna 2022.

Yhdysvaltojen talous elpyi kolmannella neljänneksellä toimeentulotukien avulla. BKT:n määrä supistui toisella neljänneksellä vuositasolle laskettuna -31,7 % (-9,1 % edellisestä neljänneksestä) toisen arvion mukaan. Supistuminen oli hieman vähäisempää kuin ennakoarviossa (-9,5 % edellisestä neljänneksestä), mikä johtui yksityisiä varastoinvestointeja ja henkilökohtaisia kulutusmenoja koskevien arvioiden tarkistuksista aiempaa suuremmiksi. Viimeaikaiset Yhdysvaltoja koskevat talousluvut ovat olleet yleisesti positiivisia. Tavaroiden vähittäiskaupan ja elintarvikepalvelujen myynti kasvoi touko- ja kesäkuussa voimakkaasti mutta heinäkuussa vain 1,2 %, joskin se oli silti pandemiaa edeltänyttä tasoa korkeampi. Henkilökohtaiset kokonaiskulutusmenot ovat kuitenkin kaukana pandemiaa edeltäneestä tasosta, sillä palvelujen kulutus on pudonnut. Kotitalouksien kulutus on saanut entistä enemmän tukea työttömyysavustuksista ja kertaluonteisista suorista tulonsiirroista. Nämä maksut suurelta osin päättyivät elokuussa, mikä johti mittavaan tulojen vähenemiseen ja saattaa heikentää kulutusta entisestään. Sitä mukaa, kun sulkutoimia höllennettiin toukokuun paikkeilla, työntekijät alkoivat palata työpaikoilleen ja yli puolet huhtikuussa raportoiduista lomautuksista päättyi. Työpaikkojen luomisvauhti on kuitenkin hidastunut heinäkuussa touko- ja kesäkuusta, ja työttömyysaste on edelleen historiallisesti katsoen korkea. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio nopeutui heinäkuussa 1,0 prosenttiin kesäkuun 0,6 prosentista.

² Ensimmäistä sokkia, joka käynnistyi useimmissa maailman kolkissa käyttöön otetuista sulkutoimista, vahvisti samanaikainen kysyntäsokki, joka johtui pääosin työttömyyden kasvusta. Tätä seurasi vielä epävarmuussokki, kun maailmantalous pysähtyi ennennäkemättömällä tavalla, eivätkä sen vaikutukset ole vieläkään suurelta osin selvillä.

Samaan aikaan pohjainflaatio kiihtyi 1,6 prosenttiin kesäkuun 1,2 prosentista, kun se sai vauhtia asumisen ja terveydenhoidon hintojen noususta. Monet inflaatio-odotuksia kuvaavat indikaattorit ovat nousseet viime aikoina lähelle pitkän aikavälin keskiarvotasoaan. Inflaationäkymät ovat kuitenkin edelleen hyvin vaisut, sillä talous toimii edelleen potentiaaliinsa nähden vajaakäytöllä.

Kiinan talous elpyy voimakkaasti, mutta vähittäiskaupan heikkous jatkuu.

Kiinan BKT kasvoi toisella neljänneksellä 11,5 % edellisestä neljänneksestä ja ylitti siten vuoden 2019 lopun tason. Investoinnit olivat kasvun pääveturi yhdessä nettoviennin kanssa, kun taas kulutus jarrutti edelleen kasvua. Tuoreimpien tietojen mukaan suurin osa Kiinan taloudesta on jo elpynyt pandemiaa edeltäneelle tasolle, mutta vähittäiskauppa jatkuu heikkona. Vaikka teollisuustuotanto on elpynyt vahvasti (heinäkuussa +4,9 % vuodentakaisesta), vähittäiskauppa heikkeni edelleen (-2,6 % heinäkuussa) oletettavasti kotitalouksien vaisujen työllisyysodotusten myötä. Finanssipolitiikka tukee edelleen talouskasvua, kun laajennetulla työttömyysvakuutuksella, investointien lisäyksellä ja verohelpotuksilla pyritään vakauttamaan työllisyyttä ja talouskasvua. Myös rahapolitiikan linjaus on kasvua tukeva, joskin viranomaiset ovat tarkkana sen varalta, että luottomäärän kasvu saattaa kasvattaa rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä.

Japanin talouskasvu elpyy kolmannella vuosineljänneksellä, mutta yksityinen kulutus pysyy heikkona.

BKT supistui 7,9 % edellisestä neljänneksestä toisella vuosineljänneksellä toisen arvion mukaan, jota on tarkistettu hieman alaspäin ensimmäisestä arviosta (-7,8 %). Kansallinen hätätila huhti- ja toukokuussa vaimensi talouskehitystä siten, että yksityinen palvelujen kulutus ja vienti laskivat kaksinumeroisin prosenttiluvuin ja aiheuttivat näin suurimman osan talouden supistumisesta. Ensin mainittu pudotus johtui kotimarkkinoiden sulkutoimenpiteistä ja jälkimmäinen vientikysynnän notkahduksesta. Ulkomaisen kysynnän elpyminen myötävaikutti heinäkuussa teollisuustuotannon merkittävään nousukäänteeseen. Talouden elpymisvauhti on kuitenkin verkkainen, ja vaikka kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi nousi elokuussa neljättä kuukautta peräkkäin, se oli 45,2 ja edelleen talouden supistumista kuvaavalla alueella (eli alle 50). Palvelujen yksityinen kulutus pysyy heikkona. Japanin keskuspankin julkaiseman kulutusta kuvaavan indeksin perusteella kestokulutustavaroiden ja muiden tavaroiden kulutus kasvoi kesäkuussa, mikä viittaa siihen, että patoutuneella kysynnällä oli keskeinen vaikutus ensimmäisenä täytenä kuukautena sulkutoimien jälkeen, mutta indeksi heikkeni jälleen heinäkuussa. Palvelujen kulutus, joka muodostaa 51 % kotitalouksien kulutuksesta, oli kesäkuussa lähes 20 % pienempi kuin vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Vaikka liikkumista kuvaavat trendit ravintoloiden, ostoskeskusten ja huvipuistojen osalta saattavat kertoa meneillään olevasta elpymisestä, palvelujen kulutus pysyi heinäkuussa suunnilleen kesäkuun tasolla. Kun lisäksi on merkkejä siitä, että kuluttajien tunnelmien paraneminen pysähtyi elokuussa, näyttää siltä, että kulutuksen elpymisestä tulee hyvin hidasta ottaen huomioon uusien koronatartuntojen määrän kääntymisen kasvuun heinä- ja elokuussa.

Ison-Britannian talouskasvun elpyminen näyttää toisen vuosineljänneksen ennennäkemättömän laskun jälkeen epävarmalta ja epätäydelliseltä.

supistui toisella vuosineljänneksellä 20,4 % edellisestä neljänneksestä, kun kaikki menoerät ja erityisesti kotimainen kysyntä supistuivat laaja-alaisesti. Yksityisen kulutuksen kaksinumeroista supistumista vastaavasti säästämisaste on noussut jyrkästi. Yritysten investoinnit vähenivät lähes kolmasosan toisella vuosineljänneksellä äärimmäisen korkean epävarmuuden vallitessa. Vaikka kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi viittaa talouskasvun elpymiseen kolmannella vuosineljänneksellä, sen näkymät näyttävät varsin epävarmoilta, sillä laajemmat kyselytiedot kertovat yleisestä yritysten luottamuksen heikkoudesta, kasvavasta työttömyyden pelosta sekä tulevia talousnäkyviä koskevista huolista. Valtion tukea laajalti käytetylle lomautusjärjestelylle on jatkettu elokuun alusta lokakuuhun, mutta tuen määrä on aiempaa pienempi ja se on tarkoitus tämän jälkeen lopettaa. Sekä kuluttajahintaindeksi että pohjainflaatio kiihtyivät 0,4 prosenttiyksikköä heinäkuussa; ensin mainittu oli tuolloin 1,0 % ja jälkimmäinen 1,4 %. Hintojen nousu koski laaja-alaisesti kaikkia eriä ja liittyi kansallisen tilastoviranomaisen mukaan osittain koronaviruksen vastaisiin suojoitoimenpiteisiin (sosiaalisen etäisyyden säilyttämisen aiheuttamat lisäkustannukset yksityisellä sektorilla).

Keski- ja Itä-Euroopan maiden talouskasvun odotetaan elyvän asteittain rajoitustoimien poistamisen myötä. BKT supistui näissä maissa tuntuvasti vuoden 2020 alkupuoliskolla koronaviruksen leviämisen rajoittamiseksi käyttöönotettujen toimenpiteiden takia. Kun kyseisiä toimenpiteitä asteittain höllennetään ja tuotanto normalisoituu, talouskasvun odotetaan toipuvan hiljalleen kolmannella neljänneksellä, kun se saa tukea voimakkaista finanssi- ja rahapolitiittisista toimista. Talouskasvun odotetaan pysyvän vuoden 2019 tasoa heikompana vuoden 2021 loppuun saakka.

Suurten raaka-aineiden viejämaiden talouskasvunäkymät ovat epävarmat korkeina pysyien tartuntamäärien takia. Venäjän BKT kärsi vuoden 2020 toisella neljänneksellä samanaikaisesti koronapandemiasta ja kotimaisten tartuntojen hillitsemiseksi käyttöön otetuista rajoituksista – jotka rasittivat yksityistä kulutusta ja investointeja – sekä globaaleista öljymarkkinoiden heilahteluista, jotka heikensivät energiasektoria. Näissä olosuhteissa finanssi- ja rahapolitiittista elvytystä lisättiin asteittain. Talouskasvun arvioidaan alkavan elpyä kolmannella neljänneksellä, mutta talousnäkyymiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Paitsi että uusien koronatapausten määrä on edelleen korkea, myös investointinäkymät ovat vaikeat OPECin ja eräiden muiden öljyntuottajamaiden sopimien tuotantorajoitusten ja raaka-aineiden aiempaa matalampien hintojen takia. Brasilian BKT:n supistuminen toisella vuosineljänneksellä (-9.7 % edellisestä neljänneksestä) koski laaja-alaisesti kaikkia eriä lukuun ottamatta tavaroiden ja palvelujen vientiä, joka kasvoi edellisestä neljänneksestä 1,8 %. Koronakriisi ajoittui tilanteeseen, jossa talouden tunnelmat olivat juuri alkaneet parantua vaikean kasvun kauden jälkeen. Koska Brasilia on tällä hetkellä yksi pahimmin pandemian koettelemista maista, elpymisen odotetaan jäävän vuoden jälkipuoliskolla vähäiseksi. Koska julkisessa taloudessa on rajoitetusti elvytysvaraa, finanssipoliittinen tuki on ollut vaatimatonta ja sen odotetaan jatkuvan vain lokakuuhun saakka. Myös rahapolitiikka on kasvua tukevaa, ja korot ovat laskeneet historiallisen matalalle 2 prosenttiin.

Turkin talouskasvu selvisi pandemiasta suhteellisen vähin vaurioin vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä, mutta sekin supistui toisella neljänneksellä.

Talouskasvu pysyi vahvana maaliskuuhun saakka, jolloin koronaepidemia saapui maahan. Toisella vuosineljänneksellä BKT:n määrä supistui 11 % edellisestä neljänneksestä pääasiassa palvelusektorin – ja vähäisemmässä määrin teollisuustuotannon – supistumisen vuoksi. Kun rajoitustoimia alettiin asteittain höllentää toukokuun puolivälissä, talous alkoi osittain elpyä tehdasteollisuuden vetämänä. Palvelusektori on kuitenkin pysynyt vaisuna erityisesti matkailualan heikon kehityksen myötä, mikä jarruttaa talouskasvua kolmannella neljänneksellä. Kriisitoimenpiteenä viranomaiset ovat lisänneet finanssi- ja rahapoliittista elvytystä talouden vakauttamiseksi, mutta heikko ulkomainen kysyntä rasittaa edelleen lyhyen aikavälin näkymiä. Turkin liiraan kohdistuva paine on viime aikoina kasvanut, kun valuuttavarantojen hupeneminen ja kansallisten viranomaisten kyky jatkaa valuutan puolustamista ovat herättäneet huolta.

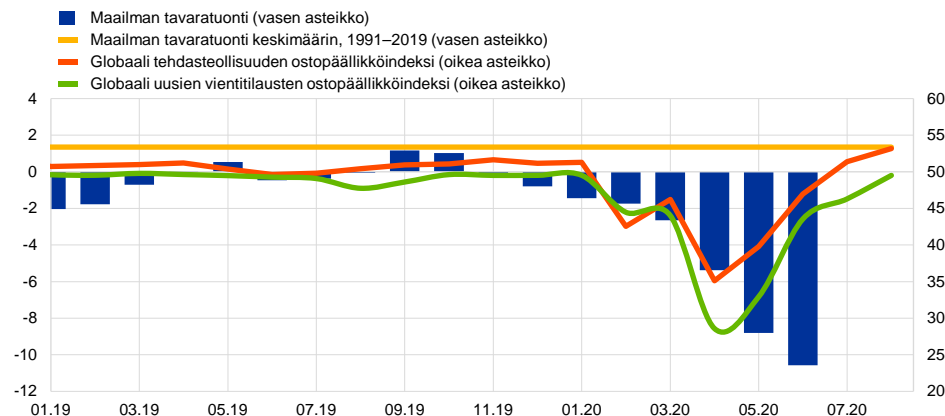
Maailmankaupan odotetaan supistuvan toistakymmentä prosenttia vuonna 2020.

Tuonti supistuu euroalueen ulkopuolella jyrkästi vuonna 2020, mikä johtuu yhtäältä siitä, että maailmankauppa kehittyy yleensäkin myötäsyklisesti, etenkin laskusuhdanteessa, ja toisaalta koronakriisin erityisluonteesta. Kysynnän heikkous yhdessä rajoitustoimista johtuvien kansainvälisten tuotantoketjujen häiriöiden ja ulkomaankaupan kustannusten kasvun kanssa on heikentänyt maailmankauppaa. Vuoden toisella neljänneksellä maailman tavaratuonti (ilman euroaluetta) supistui 10,5 % edellisestä neljänneksestä, joskin supistuminen laantui jonkin verran toukokuussa ja kesäkuussa kasvu oli positiivista (+6,3 % edellisestä). Myös kyselytiedot viittaavat ulkomaankaupan elpymiseen, sillä tehdasteollisuuden uusien vientitilausten ostopääällikköindeksi nousi elokuussa neljättä kuukautta peräkkäin. Elokuussa indeksin pisteluku oli 49,5, kun se oli kesäkuussa ollut 46,1 ja alimmillaan huhtikuussa 27 (ks. kuvio 2). Rajoitustoimien asteittaisen alasajon myötä maailmankaupan odotetaan piristyvän, mutta kriisin jättämiä jälkiä saattaa tulla esiin. Lyhyellä aikavälillä ulkomaankaupan kustannuksia kasvattanevat valtioiden päätökset pitää osa matkustusrajoituksista voimassa ainakin lääketieteellisen ratkaisun löytymiseen saakka, mikä voi kustannusten kasvun myötä vähentää ulkomaankauppaa. Koronaviruspandemia on paljastanut, miten riippuvaisia monet maat ovat ulkomaisista tavarantoimittajista. Jatkossa hankintoja saatetaan joko hajauttaa useammalle tavarantoimittajalle, jotta voidaan välttää riippuvuus yksittäisestä tavarantoimittajasta, tai jopa palauttaa tuotantoa kotimaahan, mikä sekin vaikuttaisi haitallisesti maailmanlaajuisiin monimutkaisiin arvoketjuihin. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa maailmankaupan odotetaan supistuvan 11,2 % vuonna 2020 ja sitten kasvavan 6,8 % vuonna 2021 ja 4 % vuonna 2022. Euroalueen vientikysynnän arvioidaan supistuvan 12,5 % vuonna 2020 mutta kasvavan sitten 6,9 % vuonna 2021 ja 3,7 % vuonna 2022.

Kuvio 2

Kyselyt ja tavaroiden maailmankauppa (ilman euroaluetta)

(Vasen asteikko: vuotuisen prosenttimuutoksen kolmen kuukauden liukuva keskiarvo; oikea asteikko: diffuusioindeksit)



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

Huom. Tuoreimmat havainnot ostopäälikkökyselyn tuloksista ovat elokuulta 2020 ja globaalista tavaratuonnista kesäkuulta 2020. Indeksit ja tiedot viittaavat globaaleihin kokonaislukuihin ilman euroaluetta.

Epävarmuus pandemian tulevasta kehityksestä määrittää vastakin maailmantalouden näkymiä.

Pelko pandemian mahdollisesta uudesta kärjistymisestä ja ankarien rajoitustoimien paluusta varjostavat yritysten investointi- ja rekrytointipäätöksiä. Tämä puolestaan vaikuttaa kuluttajien luottamukseen ja viittaa varsin vaatimattomaan kulutuksen elpymiseen. Mitä pidempään tilanne jatkuu tällaisena, sitä pitempiä vaurioita se todennäköisesti aiheuttaa.

Koronapandemian mahdollisten maailmantalouteen kohdistuvien vaikutusten havainnollistamiseksi EKP:n asiantuntijoiden syyskuisten arvioiden perusskenaariota on täydennetty kahdella vaihtoehdoisella skenaariolla³ – lievällä ja ankaralla. Näiden skenaarioiden voi katsoa muodostavan havainnollisen vaihteluvälin perusskenaariota ympärille. Pandemiaan liittyvät riskit ovat relevantteja muiden odotettua heikomman kehityksen riskien eli Brexit-neuvotteluihin liittyvän riskin ja ulkomaankaupan protektionismin lisääntymisen riskien ohella. Nämä muut riskit ovat kuitenkin luultavasti jossain määrin riippuvaisia koronapandemian tulevasta kehityksestä ja siihen liittyvistä politiikkatoimista.

Maailmanlaajuinen hintakehitys

Öljyn hinta on elpynyt, kun talouskasvu on vahvistunut ja öljyn tarjonta on supistunut toukokuun alussa sovittujen tuotannonvähennysten myötä.

Huhtikuussa alle 20 dollarissa käynyt Brent-raakaöljyn hinta nousi noin 45 dollariin barreilta syyskuun arvioiden viimeiseen tiedonkeruupäivään mennessä.

Yhdysvaltojen dollarin nimellisen efektiivisen valuuttakurssin samanaikainen heikkeneminen kuitenkin tarkoittaa siitä, että monissa talouksissa öljyn hinnan nousu kotivaluutassa mitattuna oli vähäisempää. Öljyn hinnan osittainen elpyminen näyttää perustuvan odotettua vahvempaan öljyn kysyntään sulkutoimien höllentämisen

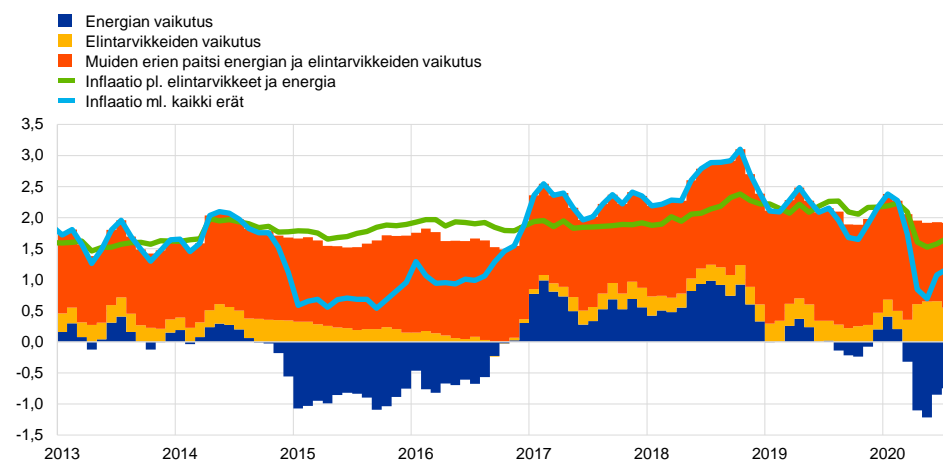
³ Ks. lisätietoja eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioihin (syyskuu 2020) sisältyvästä kehikosta "Vaihtoehdoiset skenaariot euroalueen talousnäkymistä".

myötä, joskin kaiken kaikkiaan öljyn kysynnän odotetaan edelleen pysyvän vaimeana ja viimevuotista heikompana vuosina 2020 ja 2021. Mitä tulee tarjontaan, OPECin jäsenvaltiot ja eräät muut öljyntuottajavaltiot sopivat toukokuun alussa rajoittavansa öljyn tuotantoa lähes 10 000 barrelilla päivässä, mikä tuki öljyn hintaa yhdessä Yhdysvaltojen ja Kanadan merkittävien öljyntuotannon keskeytysten kanssa. Öljyn hinnan elpyminen hidastui elokuussa, kun Saudi-Arabian vapaaehtoiset tuotannon vähennykset päättyivät ja maailmanlaajuisen kysynnän kasvu hyytyi. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 arvioihin verrattuna EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa raakaöljyn hintaa koskevaa arviota on korotettu 18,8 prosentilla vuodelle 2020, 27,8 prosentilla vuodelle 2021 ja 20,8 prosentilla vuodelle 2022. Syyskuun arvioiden laatimisen jälkeen raakaöljyn öljyn hinta on laskenut, ja 9.9.2020 Brent-raakaöljyn hinta oli noin 40 dollaria barrelilta. Vaikka öljyn futuurihintakäyrä on vain lievästi nouseva, raakaöljyn hinnan heilahtelu todennäköisesti jatkuu. Tämä johtuu siitä, että talousnäkymät ovat erittäin epävarmat ja varastokapasiteetin käyttöaste on poikkeuksellisen korkea.

Maailmanlaajuinen inflaatio on pysynyt vaimeana, vaikka energian hinnasta aiheutuva laskupaine on viime aikoina vähentynyt. OECD-maiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio on kiihtynyt asteittain toukokuun 0,7 prosentista 1,2 prosenttiin heinäkuussa (ks. kuvio 3). Energian hintakehityksestä aiheutunut negatiivinen vaikutus on viime kuukausina vähentynyt. Energian hinta laski 8,4 % eli vähemmän kuin kesäkuussa (-9,5 %). Samaan aikaan elintarvikkeiden hintojen nousu hidastui heinäkuussa 3,8 prosenttiin kesäkuun 4,6 prosentista. OECD:n vuotuinen kuluttajahintainflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja kiihtyi heinäkuussa hieman ja oli 1,7 %. Kehittyneistä talouksista vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi heinäkuussa Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa, kun se taas hidastui 0,1 prosenttiin Kanadassa (kesäkuun 0,7 prosentista). Vuotuinen kokonaisinflaatio kiihtyi heinäkuussa maltillisesti kaikissa keskeisissä OECD:n ulkopuolisissa talouksissa.

Kuvio 3
OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaiikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat
 Huom. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2020.

Maailmanlaajuisen inflaation odotetaan pysyvän varsin vaimeana öljyn alhaisen hinnan ja heikon kysynnän myötä.

Heikko kysyntä, työmarkkinoiden nopea heikkeneminen ja käyttämättömänä olevan kapasiteetin suuri määrä todennäköisesti hillitsevät globaaleja pohjainflaatiopaineita. Öljyn hinnan lasku selittää suurelta osin euroalueen kilpailijoiden vientihintoja koskevan arvion laskun (kansallisissa valuutoissa) vuonna 2020. Koska raakaöljyn hinnan odotetaan nousevan asteittain ennustejaksolla, tämän vaikutuksen arvioidaan haihtuvan ja euroalueen kilpailijoiden vientihintojen palautuvan pitkän aikavälin keskiarvotasoiheen vuoden 2021 loppua kohti.

2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Tarkastelujaksolla (4.6.–9.9.2020) eoniakoron eli euroalueen yön yli -luottojen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi alaspäin, ja vaikka se onkin hieman laskeva lyhyissä maturiteeteissa, markkinaosapuolet eivät sen perusteella vaikuta odottavan ohjaukorkojen laskevan lähitulevaisuudessa. Kesän aikaisen kehityksen jatkoksi valtion pitkien joukkolainojen korkoerot supistuivat tarkastelujakson aikana raha- ja finanssipoliittisten tukitoimien johdosta. Riskipitoisten sijoituskohteiden hinnat nousivat hieman, mikä enimmäkseen johtui yleisesti positiivisemmista lyhyen aikavälin tulosodotuksista. Valuuttamarkkinoilla kauppapainotteinen euron kurssi nousi vahvasti.

Tarkastelujaksolla eoniakorko oli keskimäärin -0,46 prosenttiyksikköä ja EKP:n uusi lyhyt viitekorko €STR-viitekorko keskimäärin -0,55 prosenttiyksikköä.⁴

Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi 807 miljardia euroa ja oli noin 2 982 miljardia euroa. Muutoksen taustalla on pääasiassa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa jaettu likviditeetti sekä pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP) laajeneminen ja omaisuuserien osto-ohjelman lisäostojen jatkuminen kesäkuussa.⁵

Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi alaspäin tarkastelujakson aikana lyhyiden korkojen osalta etenkin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, ja käyrä on kääntynyt hieman laskevaksi (ks. kuvio 4). Vaikka käyrä on kääntynytkin laskevaksi, se ei viittaa markkinaosapuolten vakaisiin odotuksiin ohjaukorkojen laskemisesta tulevaisuudessa. Kaiken kaikkiaan eonitermiinikorot ovat pysyneet nollan alapuolella vuotta 2028 edeltäville maturiteeteille, mikä kuvastaa sitä, että markkinaosapuolet odottavat edelleen korkojen pysyvän negatiivisina melko pitkään.

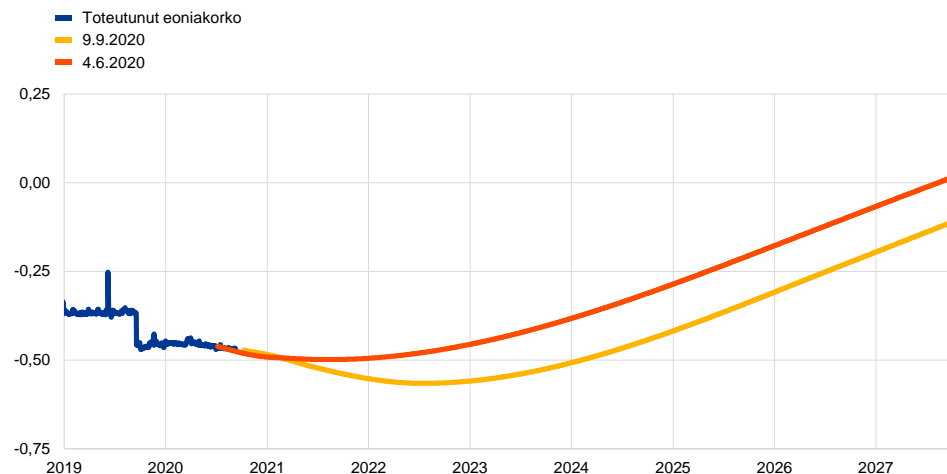
⁴ Eoniakoron laskentamenetelmää muutettiin 2.10.2019 siten, että eonia on €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä. Ks. Talouskatsauksen 7/2019 kehikko "Goodbye EONIA, welcome €STR!".

⁵ 5.3.2020 päättyvän jakson osalta ks. Talouskatsauksen 4/2020 kehikko "Likviditeetitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 29.1.–5.5.2020".

Kuvio 4

Eonitermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

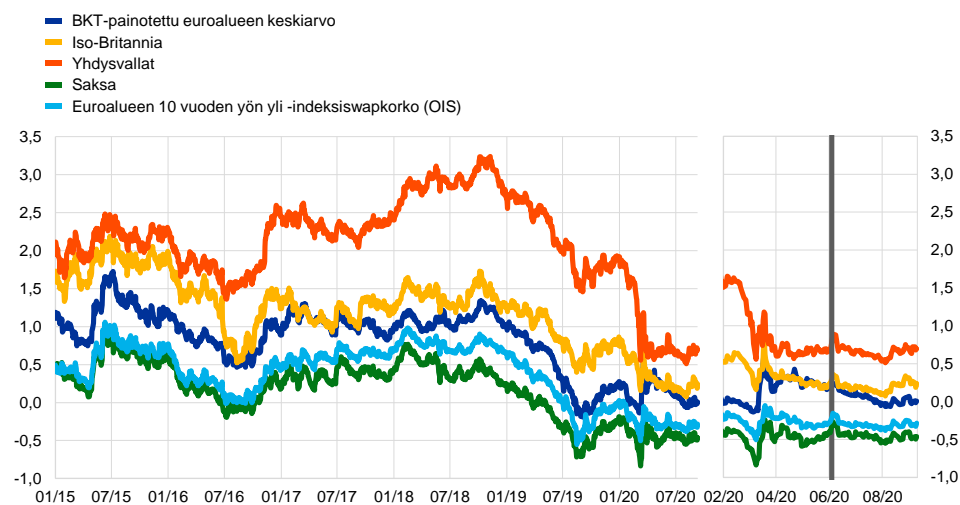
Keskeisten valtioiden pitkien joukkolainojen tuotot supistuivat

tarkastelujakson aikana (ks. kuvio 5). Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo laski 0,23 prosenttiyksikköä 0,01 prosenttiin. Tämä johtui riskittömien korkojen lievän laskun ja valtioiden joukkolainojen tuottoerojen supistumisen yhteisvaikutuksesta (ks. kuvio 6). Isossa-Britanniassa 10 vuoden valtionlainojen tuotot laskivat 0,05 prosenttiyksikköä ja Yhdysvalloissa 0,04 prosenttiyksikköä, ja molemmissa maissa tuotot olivat lähellä pitkän aikavälin pohjalukemia.

Kuvio 5

Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

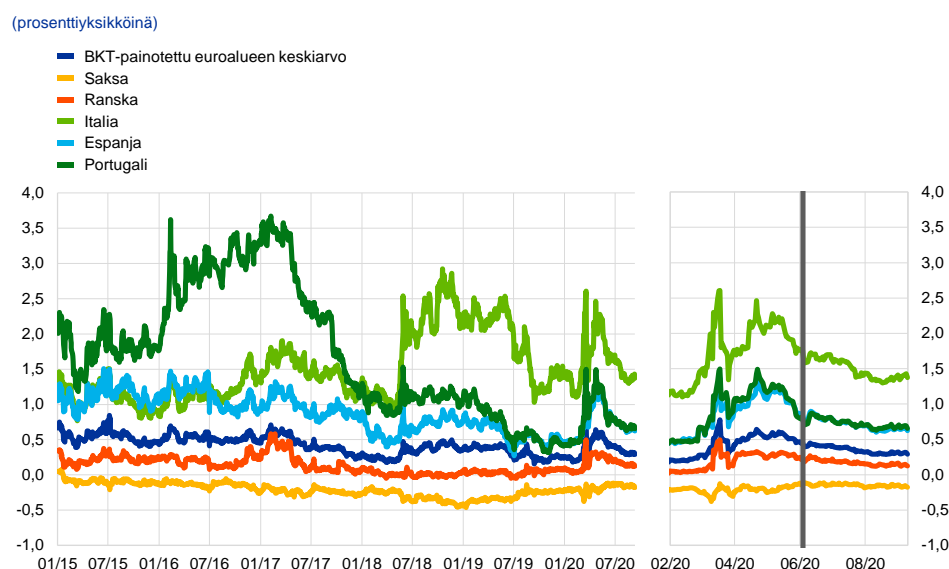
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 4.6.2020. Tuoreimmat havainnot 9.9.2020.

Euroalueen valtion joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin (overnight indexed swap, OIS) nähden pienenivät entisestään raha- ja finanssipoliittisten tukitoimien vaikutuksesta (ks. kuvio 6).

Talouden tukemiseksi toteutetut raha- ja finanssipoliittiset toimet (mukaan lukien "Next Generation EU" -elpymisväline) myötävaikuttivat valtion joukkolainojen tuottoerojen supistumiseen tarkastelujakson aikana. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoero supistui Saksassa 0,06 prosenttiyksikköä ja oli -0,18 prosenttiyksikköä, ja Ranskassa se supistui 0,12 prosenttiyksikköä 0,12 prosenttiyksikköön. Italiassa tuottoero supistui 0,41 prosenttiyksikköä 1,37 prosenttiyksikköön, Espanjassa 0,22 prosenttiyksikköä 0,63 prosenttiyksikköön ja Portugalissa 0,17 prosenttiyksikköä 0,65 prosenttiyksikköön. Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuottoero supistui 0,17 prosenttiyksikköä ja oli 0,29 prosenttiyksikköä eli vain hieman alkuvuoden tasoa suurempi.

Kuvio 6

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot yön yli -indeksiswapkorkoon nähden



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 4.6.2020. Tuoreimmat havainnot 9.9.2020.

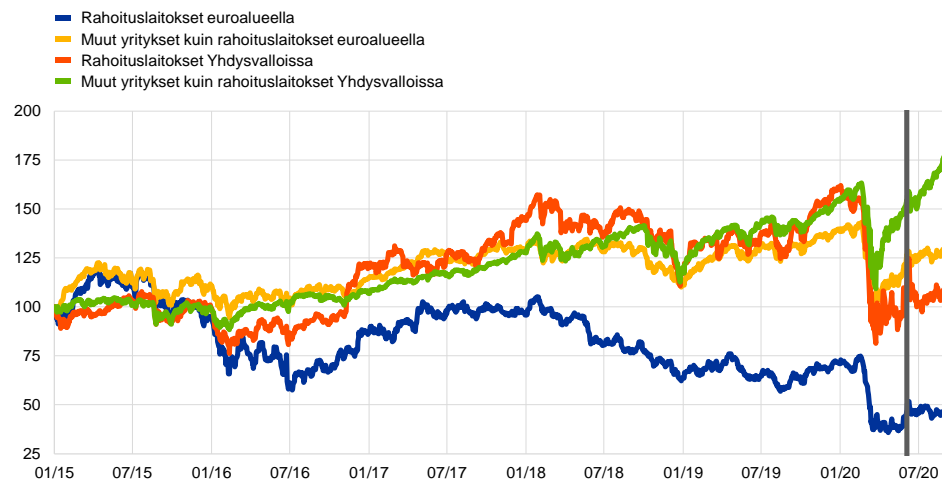
Euroalueella ja Yhdysvalloissa rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten osakehintaindeksit nousivat lyhyen aikavälin tulosennusteiden kohennuttua huomattavasti (ks. kuvio 7).

Talousnäkyymiin liittyvän optimismin lisääntyessä euroalueen yritysten tulosennusteet ovat kohentuneet huomattavasti aiempaan erittäin alhaiseen tasoon nähden, ja saman kehityksen odotetaan jatkuvan koko loppuvuoden ajan. Tämä vaikutti tarkastelujaksolla positiivisesti rahoitussektorin ulkopuolisten euroalueen yritysten osakehintoihin, jotka nousivat noin 2 %. Yhdysvalloissa nousu oli vielä vahvempi eli noin 10 %. Siellä rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten osakehinnat ovat ennätyskorkeissa lukemissa. Sitä vastoin pankkisektorin osakehinnat laskivat euroalueella 2 % ja Yhdysvalloissa 5 %, kun talousnäkymien jatkuva epävarmuus ja yritysten maksukyvyttömyyden mahdollinen lisääntyminen heikensivät sektorin tulosodotuksia.

Kuvio 7

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 4.6.2020. Tuoreimmat havainnot 9.9.2020.

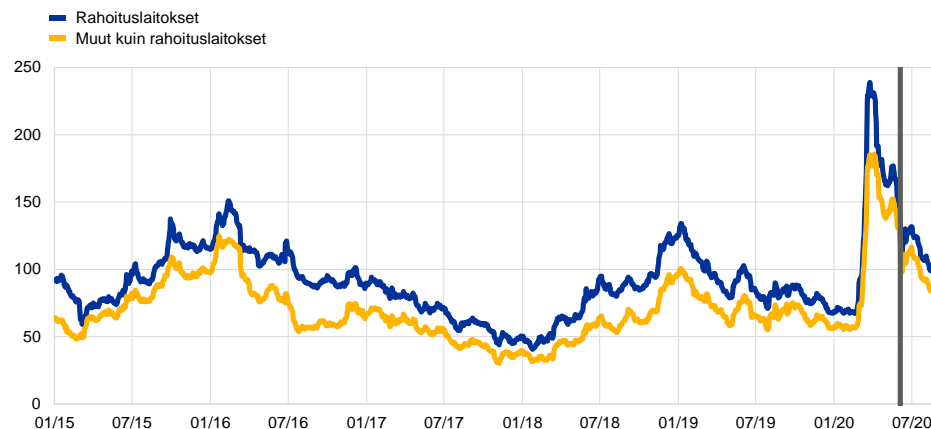
Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot pienenevät edelleen (ks.

kuvio 8). Rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten liikkeeseen laskemien investointiluokkaan kuuluvien joukkolainojen tuottoero riskittömään korkoon nähden pieneni 0,38 prosenttiyksikköä. Vastaava tuottoero rahoitussektorin yrityksillä pieneni 0,37 prosenttiyksikköä. Kaiken kaikkiaan tuottoerojen kaventuminen kuvastaa pienenevää joukkolainojen lisäriskipreemiota, eli sitä yritysten joukkolainojen tuottoeron komponenttia, jota pääosin vakaina pysyneet perusindikaattorit (luottoluokitukset ja maksukyvyttömyyden todennäköisyys) eivät selitä. Vaikka yritysten joukkolainojen tuottoero on kaventunut huomattavasti maaliskuun jälkeen, se on jonkin verran koronaviruspandemiaa edeltänyttä tasoa suurempi. Tämä voi kuvastaa markkinaosapuolten odotuksia yritysten maksukyvyttömyyden lisääntymisestä tulevana vuosineljänneksinä.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



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

Huom. Tuottoero on omaisuuserien vaihtosopimusten tuottoero riskittömään korkoon nähden. Indeksiin sisältyvät joukkolainat kuuluvat investointiluokkaan, ja niillä on eri maturiteetteja (kuitenkin juoksuaikaa on jäljellä vähintään yksi vuosi). Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 4.6.2020. Tuoreimmat havainnot 9.9.2020.

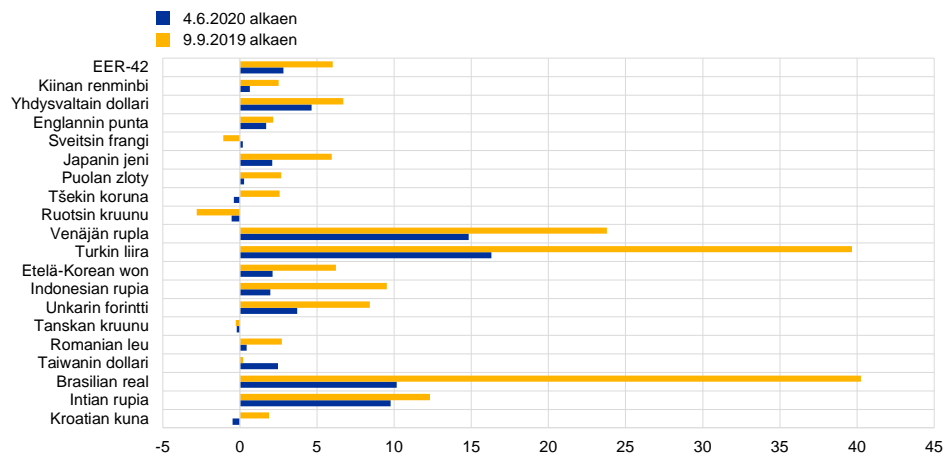
Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi vahvistui

voimakkaasti (ks. kuvio 9). Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 42 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui 2,8 prosenttia. Euron kahdenvälinen kurssi vahvistui lähes kaikkien euroalueen keskeisten kauppakumppanien valuuttoihin nähden, erityisesti Yhdysvaltain dollariin nähden (4,6 %), kun dollari heikkeni yleisesti riskinottohalukkuuden lisääntyttyä maailmantalouden elpymisen myötä, ja myös Japanin jeniin (2,1 %), Englannin puntaan (1,7 %) ja Kiinan renminbiin (0,6 %) nähden. Vahvistuminen oli huomattavaa myös useimpien keskeisten kehittyvien markkinatalouksien valuuttoihin nähden, erityisesti Venäjän ruplaan, Turkin liiraan ja Brasilian realiin nähden. Euroalueeseen kuulumattomien EU:n jäsenvaltioiden valuutoista euro vahvistui Unkarin forinttiin nähden. Sen sijaan euro heikkeni useimpiin muihin tämän ryhmän valuuttoihin nähden, koska ne elpyivät hieman koronaviruspandemian kiihtymisen aikaisesta laskusta maaliskuis- ja huhtikuussa 2020.

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. EER-42 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 42 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 9.9.2020 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

3 Talouskehitys euroalueella

Euroalueen BKT supistui vuoden 2020 toisella neljänneksellä 11,8 % edellisestä neljänneksestä maailmantalouteen iskeneen koronaviruspandemian takia. Tämä jyrkkä supistuminen johtui ennen kaikkea kasvun romahduksesta maalisi- ja huhtikuussa, ja toukokuusta lähtien saadut tiedot ovat kertoneet talouden toipumisesta. Sekä tilastotiedot että kyselytutkimusten tulokset tukevat käsitystä BKT:n merkittävästä elpymisestä kolmannella neljänneksellä. Teollisuus- ja palvelutuotannon elpymisen lisäksi myös kulutuksen odotusten mukaisesta elpymisestä on merkkejä. Viime aikoina palvelualan kasvu on hidastunut tehdasteollisuuteen verrattuna, mikä näkyy myös elokuun kyselytutkimusten tuloksissa. Uusien koronavirustartuntojen kiihtyminen kesäkuukausina varjostaa lyhyen aikavälin näkymiä. Tästä eteenpäin elpymisen jatkuminen riippuu voimakkaasti pandemian kehittymisestä ja sen hillintätoimien onnistumisesta. Vaikka pandemian kehitykseen liittyvä epävarmuus todennäköisesti hillitsee työmarkkinoiden, kulutuksen ja investointien elpymisen voimakkuutta, euroalueen talouden voi odottaa saavan tukea suotuisista rahoitusoloista, kasvua tukevasta finanssipolitiikasta sekä maailmantalouden ja kysynnän kasvun vahvistumisesta. Samankaltainen näkemys välittyy EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioista. Niissä euroalueen BKT:n ennakoidaan supistuvan 8,0 % vuonna 2020 ja kasvavan 5,0 % vuonna 2021 sekä 3,2 % vuonna 2022. Vuoden 2020 BKT-kasvu on nyt arvioitu 0,7 prosenttiyksikköä nopeammaksi, vuoden 2021 kasvu 0,2 prosenttiyksikköä hitaammaksi ja vuoden 2022 kasvu 0,1 prosenttiyksikköä hitaammaksi kuin kesäkuussa 2020 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa.

Euroalueen talouskasvu romahti ennennäkemättömällä tavalla vuoden 2020 toisella neljänneksellä koronapandemian ja sen hillintätoimenpiteiden seurauksena. BKT supistui vuoden 2020 toisella neljänneksellä 11,8 % edellisestä neljänneksestä, kun sulkutoimet olivat huhtikuussa ankarimmillaan ennen kuin niitä asteittain höllennettiin seuraavina kuukausina. Vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen verrattuna BKT:n määrä supistui 15,1 % vuoden 2020 alkupuoliskolla eli se taantui viimeksi vuoden 2005 viimeisellä neljänneksellä nähdyille tasolle.

Pandemian aiheuttama supistuminen koski laaja-alaisesti eri maita ja sektoreita. BKT supistui kaikissa euroalueen maissa vuoden 2020 toisella neljänneksellä. Pudotuksen suuruus kussakin maassa heijasti pandemian vaikutusta sekä sulkutoimenpiteiden ankaruutta. Suurimmista euroalueen talouksista BKT supistui edelliseen neljännekseen verrattuna 18,5 % Espanjassa, 13,8 % Ranskassa, 12,4 % Italiassa, 9,7 % Saksassa ja 8,5 % Alankomaissa.

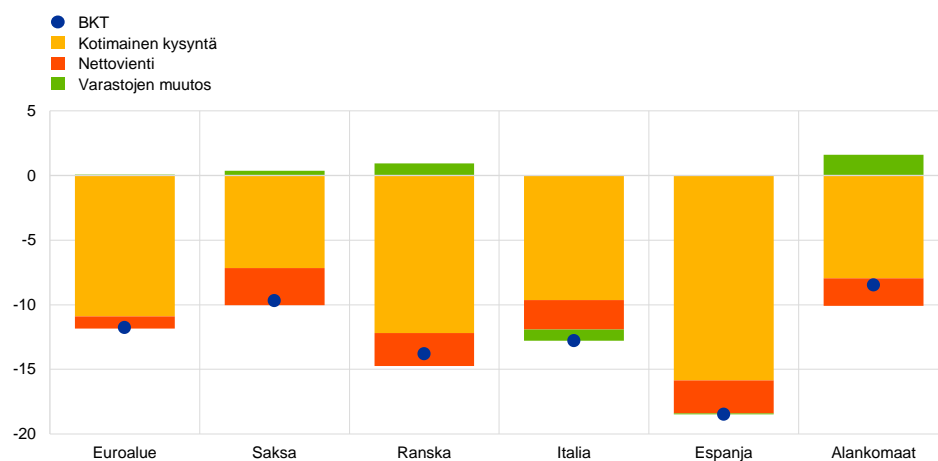
Koronapandemia on aiheuttanut ennennäkemättömän pudotuksen kotimaisessa kysynnässä ja palvelutoiminnassa. Kuten BKT:n menopuolen hajotelma (kuvio 10) kertoo, tuotannon supistuminen vuoden 2020 toisella neljänneksellä perustui kotimaisen kysynnän voimakkaaseen supistumiseen (-10,9 %). Aiemmista taantumista (kuten vuosien 2007–2008 finanssikriisistä) poiketen palvelusektorin tuotanto kärsi voimakkaimmin sosiaalisen eristäytymiseen ohjaavien toimenpiteiden myötä. Myös nettoviennillä oli BKT:n kasvuun negatiivinen vaikutus, joskin paljon

pienempi (-0,9 %). Lopuksi varastojen muutoksen kasvuvaikutus oli lievästi positiivinen (+0,1 %).

Kuvio 10

BKT:n ja menoerien kasvuvaikutusten muutokset vuoden 2020 toisella neljänneksellä

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: Eurostat.

Euroalueen työmarkkinat ovat kärsineet voimakkaasti koronaviruksen

hilitsemistoinnista.

Työllisyys väheni vuoden 2020 toisella neljänneksellä 2,9 % vähennyttyään edellisellä neljänneksellä 0,3 %. Näin ollen vuoden 2020 toisella neljänneksellä työllisiä oli 5,1 miljoonaa vähemmän kuin vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä. Poliittikatukitoimet, kuten työpaikkojen säilyttämiseen pyrkivät ja vastaavat järjestelyt, joilla ehkäistään irtisanomisia ja tuetaan itsensä työllistäviä työntekijöitä, selittävät suurimmaksi osaksi, miksi työllisyys supistui vähemmän kuin taloudellinen toimeliaisuus. Tällaisilla järjestelyillä ylläpidetään työsuhteita ja rajoitetaan irtisanomisia auttaen yrityksiä vähentämään palkkakustannuksiaan suhdanneluonteisessa taantumassa, jolloin työntekijät ovat käytettävissä ja yritykset valmiita jatkamaan toimintaansa, kun sulkutoimet päättyvät.⁶ Lyhennetyt työajan järjestelyt rajoittavat työttömyyden kasvua ja samalla antavat työmarkkinoiden sopeutua joustavasti suhdannevaihteluihin esimerkiksi vähentämällä tuntuvasti työllistä kohti tehtyjä työtunteja ennalta määritellyn ajanjakson ajan. Keskimääräiset työtunnit vähenivät vuoden 2020 toisella neljänneksellä 10,2 % vähennyttyään edellisellä neljänneksellä 3,8 %. Tämä viittaa siihen, että tehtyjen työtuntien väheneminen muodosti yli 75 % tehtyjen työtuntien sopeutumisesta. Loppuosuus koostui työllisyyden sopeutumisesta. Työllisyys siis supistui toisella neljänneksellä vähemmän kuin BKT, ja niin ollen työllistä kohden laskettu työn tuottavuus heikkeni jakson aikana 12,1 %. Sitä vastoin tehtyjen työtuntien määrä väheni enemmän kuin BKT, ja tehtyä työtuntia kohden laskettu työn tuottavuus parani toisella neljänneksellä 1,2 % edellisestä neljänneksestä.

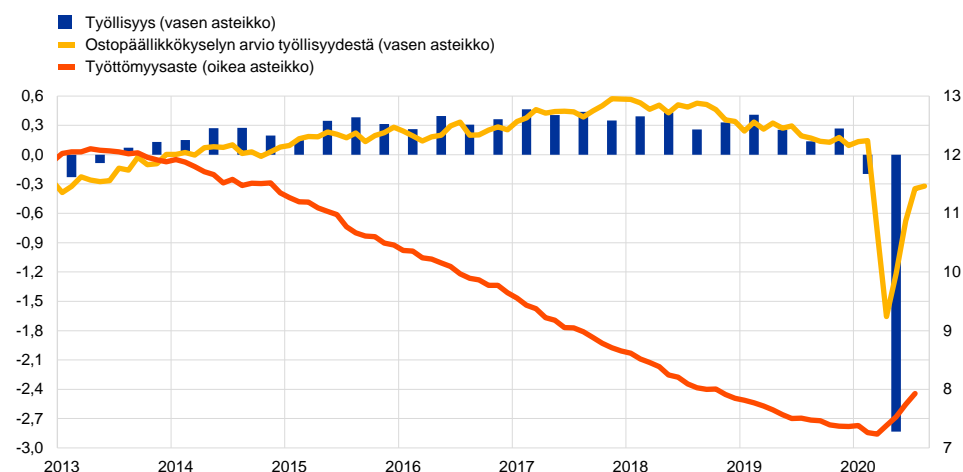
⁶ Ks. Talouskatsauksen 4/2020 kehikko "Lyhennetyt työajan järjestelyt ja niiden vaikutukset palkkoihin ja käytettävissä oleviin tuloihin" sekä Talouskatsauksen 5/2020 kehikko "A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market".

Työmarkkinaindikaattorit viittaavat siihen, että työpaikkojen häviäminen on jatkunut kolmannella neljänneksellä. Euroalueen työttömyysaste nousi 7,9 prosenttiin heinäkuussa 2020 kesäkuun 7,7 prosentista. Työttömyysaste nousi helmikuusta heinäkuuhun 0,7 prosenttiyksikköä eli vähemmän kuin syyskuun 2008 ja helmikuun 2009 välisenä aikana Lehman Brothersin konkurssin jälkeen, jolloin se nousi 1,3 prosenttiyksikköä. Työttömyysasteen nousu ei kuvaa pandemian täysimääräistä vaikutusta, sillä sitä tasoitettiin työmarkkinapolitiikoilla, joilla tuettiin työllisyyttä ja ehkäistiin pysyviä irtisanomisia. Lisäksi se liittyy siirtymiin työllisyydestä ja työttömyydestä työvoiman ulkopuolelle sulkutoimien taloudellisten vaikutusten myötä sekä jatkuviin haasteisiin, joita työntekijät kohtasivat etsiessään työtä siinä vaiheessa, kun rajoitustoimia ajettiin asteittain alas. Viimeaikaiset kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat siihen, että työpaikkojen määrän väheneminen on jatkunut kolmannella neljänneksellä paraikaa käytössä olevista työmarkkinatoimenpiteistä huolimatta (kuvio 11).

Kuvio 11

Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääällikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyys

(prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä; diffuusioindeksi; prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat

Huom: PMI-ostopääällikköindeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2020 toiselta neljännekseltä, PMI-indeksistä elokuulta 2020 ja työttömyysasteesta heinäkuulta 2020.

Yksityinen kulutus kasvoi voimakkaasti kesä- ja heinäkuussa, mutta sen elpyminen on kaukana täydellisestä.

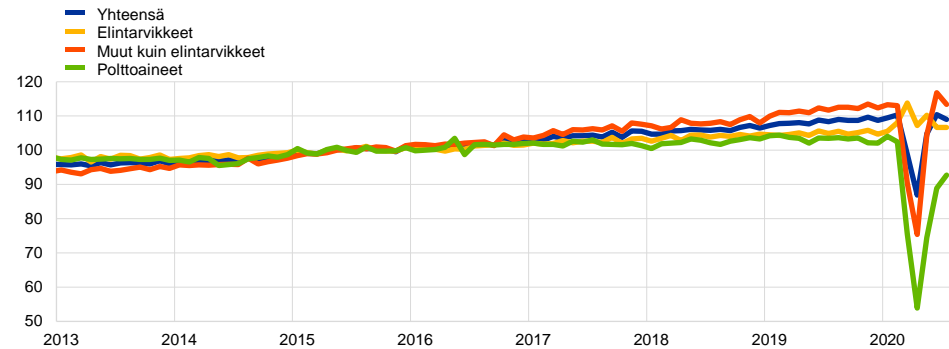
Kuluttajien luottamus vahvistui elokuussa (-14,7:ään) mutta pysyi kaukana pandemiaa edeltäneen tasonsa alapuolella (-8,8 vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä). Vähittäiskaupan myynnin määrä supistui heinäkuussa 1,3 % edellisestä (ks. kuvio 12). Koska kuukausikasvu oli kuitenkin ollut poikkeuksellisen voimakasta toukokuussa (20,6 %) ja kesäkuussa (5,3 %), heinäkuun myynti oli 8,2 % yli toisen vuosineljänneksen keskiarvon ja lähellä pandemiaa edeltänyttä tasoa. Elintarvikkeiden myynti kasvoi epidemian alussa (johtuen niiden luonteesta välttämättömyystarvikkeina, ravintolakulutuksen korvautumisesta ja hamstrauksesta), kun taas liikennepolttoaineiden kulutus romahti, joskin se on sittemmin elpynyt. Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden myynti supistui ensin voimakkaasti ja oli heinäkuussa jälleen pandemiaa edeltäneellä tasollaan. Vähittäiskaupan myynnin nopeasta elpymisestä huolimatta yksityisen

kulutuksen heikkous heijastuu suurelta osin kuluttajapalveluihin, kuten erityisesti majoitukseen, viihteeseen ja kuljetuspalveluihin.

Kuvio 12

Euroalueen vähittäiskauppa

(indeksi: 2005 = 100)



Lähde: Eurostat.

Kulutustavaroiden kysynnän laaja-alaisesta toipumisesta ei ole juuri merkkejä.

Tämä ilmenee kulutustavaroiden tuottajien tilauskirjojen arvioinnista, vähittäiskauppayritysten liiketoimintaodotuksista ja kuluttajien aikeista tehdä suuria hankintoja. Vaikka kotitalouksien tulojen supistuminen on ollut rajallista, säästämisasteen odotetaan nousseen jyrkästi toisella neljänneksellä ja sen jälkeen taas laskevan. Tämä kuvastaa pakotettua eli ei-vapaaehtoista säästämistä, joka johtuu sulkutoimenpiteiden aiheuttamista rajoitteista, minkä lisäksi on merkkejä myös siitä, että tavanomaisten kanavien, kuten (vastasyklisen) varautumissäästämisen, rooli on ollut merkittävä.⁷

Yritysten investoinnit elpyivät jossain määrin talouden avauduttua, mutta heikko kysyntä ja taloudelliset riskit rasittavat edelleen tulevien neljännesten näkymiä.

Koronaepidemiaan liittyneet ankarat tarjontapuolen häiriöt johtivat pääomahyödykkeiden tuotannon supistumiseen 21,3 prosentilla euroalueella vuoden 2020 toisella neljänneksellä. Samaan aikaan muut kuin rakennusinvestoinnit putosivat 20,9 % edellisestä neljänneksestä. Nämä neljännesvuositason romahdukset kuitenkin peittävät alleen yritysten investointien osittaisen elpymisen toukokuusta alkaen. Touko- ja kesäkuussa pääomahyödykkeiden tuotanto kasvoi 29,9 %, joskin se oli edelleen selvästi tämän vuoden helmikuun tason alapuolella. Kyselypohjaiset indikaattorit vahvistavat käsitystä osittaisesta elpymisestä; erityisesti pääomahyödykkeiden tuottajien tuotanto-odotukset seuraavien kuukausien ajalle ja arviot tilauskannoista ovat viime aikoina parantuneet. Lisäksi tuoreimman euroalueen pankkien luotonantokyselyn⁸ mukaan euroalueen yritysten toisen vuosineljänneksen voimakkaan lainojen ja luottolimiittien kysynnän arvioidaan laantuvan kolmannella neljänneksellä, mikä kertoo liiketoimintaodotusten kohenemisestä. Kaikesta huolimatta vaimean kysynnän ja luottoriskin kasvusta

⁷ Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Covid-19 ja kotitalouksien säästämisen lisääntyminen: varovaisuutta vai pakkoa?"

⁸ Ks. myös "The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020", EKP, kesäkuu 2020.

johtuvan pankkien yritysluottoehtojen mahdollisen kiristämisen arvioidaan rajoittavan investointikysynnän kasvua seuraavilla vuosineljänneksillä.

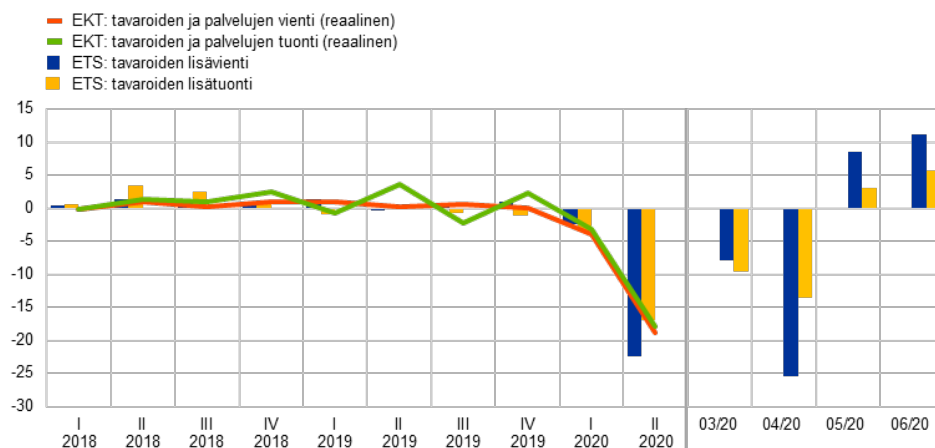
Asuinrakennusinvestoinnit romahtivat lähes 14 % vuoden alkupuoliskolla, minkä jälkeen odotetaan asteittaista ja osittaista elpymistä. Kolmannella neljänneksellä lyhyen aikavälin indikaattorit ovat viitanneet voimakkaaseen, joskin epätäydelliseen, rakentamisen elpymiseen. Vaikka rakennustuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi koheni selvästi heinäkuussa ja Euroopan komission rakennusyhtiöiden luottamusindeksi nousi elokuussa huhtikuun aallonpohjastaan, molemmat indeksit ovat edelleen historiallisesti katsoen alhaisilla tasoilla. Heikkous saattaa liittyä myönnettyjen rakennuslupien vähenemisen aiheuttamiin rakennustuotannon sitoviin rajoitteisiin sekä uusien covid-19-tartuntojen määrän kasvun myötä kesäkuukausina aloitetuista ankarammista rajoitustoimista. Samaan aikaan rakennusyhtiöiden liiketoimintaodotuksia koskevan ostopääällikköindeksi ja yritysten tilauskantoja koskevat arviot antoivat jonkin verran vahvempia merkkejä elpymisestä. Tähän kehitykseen liittyi suhteellisen muuttumaton asuntojen kysyntä, josta kertoivat Euroopan komission asuntojen rakentamisen ja remontoimisen indikaattorit sekä EKP:n pankkien luotonantokysely, joka osoitti asuntolainojen kysynnän kestävyyttä monissa maissa osittain kotitalouksien lainoihin kohdistuvien helpotusten ansiosta.

Huhtikuun aallonpohjan jälkeen euroalueen kauppa elpyi vuoden 2020 toisella neljänneksellä, joskin selvästi aiempaa alemmalle tasolle. Ensimmäisen vuosineljänneksen voimakkaan korjausliikkeen jälkeen euroalueen kokonaisvienti supistui 18,8 % ja ja -tuonti 18 % toisella neljänneksellä (ks. kuvio 13). Nimellistä tavarakauppaa kuvaavat kuukausitiedot touko- ja kesäkuulta osoittavat, että euroalueen vienti ja tuonti kuroivat kiinni noin puolet pandemian alun jälkeen syntyneestä vajeesta, kun joitakin rajoitustoimenpiteitä alettiin höllentää. Euroalueen sisäinen kauppa, joka oli edellisinä kuukausina supistunut ulkoista kauppaa enemmän, myös elpyi voimakkaammin, kun pandemiaan liittyviä rajoituksia höllennettiin Euroopassa suhteellisesti katsoen selvemmin. Palvelujen kaupan romahdus oli vielä korostuneempi: vienti supistui 21,1 % ja tuonti 25,4 %. Erityisesti turismi on kärsinyt matkustuskielloista ja muista sulkutoimista, kuten lentoyhtiöiden kapasiteetin voimakas supistuminen osoittaa. Jatkossa euroalueen viennin näkömien odotetaan paranevan jonkin verran. Euroalueen tehdasteollisuuden uusia vientitilauksia koskeva ostopääällikköindeksi vahvistaa käsitystä elokuun kasvusta (52). Euroopan komission arvio tilauskantojen tasosta ja EKP:n uusien teollisuuden tilausten indikaattorit ovat kohentuneet kaksi kuukautta peräkkäin. Kuljetusalan indikaattoreista merikuljetusta koskevat näyttävät elpymään asteittain, kun taas lentokuljetusten mittarit ovat selvästi viimevuotista alemmalla tasolla. Kaiken kaikkiaan tiedot viittaavat tulevina kuukausina tapahtuvaan elpymiseen, joka ei kuitenkaan ole täydellinen. Palvelualalla euroalueen uusien vientitilausten ostopääällikköindeksi viittaa edelleen supistumiseen ja lentoyhtiöiden kapasiteettiindeksit osoittavat osittaista matkailun elpymistä vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä, erityisesti turistikohteisiin.

Kuvio 13

Euroalueen ulkomaankauppa kansantalouden tilinpidon (EKT) tietojen ja ulkomaankauppatilastoja (ETS) mukaan

(Neljännesvuotuinen prosenttimuutos; kuukausittaiset prosenttimuutokset maalisi-, huhti-, touko- ja kesäkuussa 2020)



Lähde: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Kansantalouden tilinpidotiedot ja ulkomaankauppatilastot ovat kausivaihtelusta puhdistettuja ja työpäiväkorjattuja. Erot kausivaihtelukorjauksissa ja muut metodologiset erot voivat aiheuttaa eroavaisuuksia kansantalouden tilinpidotietojen ja ulkomaankauppatilastojen välillä.

Lyhyellä aikavälillä euroalueen kasvun odotetaan elpävän vuoden 2020

kolmannella neljänneksellä. Toisen neljänneksen äkillinen supistuminen johtui kasvun mittavasta supistumisesta maalisi- ja huhtikuussa. Tuoreet tiedot kuitenkin kertovat, että talous on ollut toukokuusta lähtien elpymisuralla. Kyselytiedot ovat parantuneet toukokuusta lähtien samanaikaisesti sulkutoimien höllentämisen kanssa. Kokonaistuotantoa kuvaavan ostopääällikköindeksin (PMI) ja Euroopan komission talouden ilmapiiiriä kuvaavan ESI-indikaattorin heinä- ja elokuun lukemat olivat selvästi toisen neljänneksen keskiarvoja korkeammat. PMI oli heinä-elokuussa keskimäärin 53,4 verrattuna toisen neljänneksen 31,3:een ja ESI oli 85,0 verrattuna 69,4:ään. Vaikka tehdasteollisuuden tuotanto on jatkanut kasvamistaan, palvelualan kasvuvire on viime aikoina jonkin verran hiipunut.

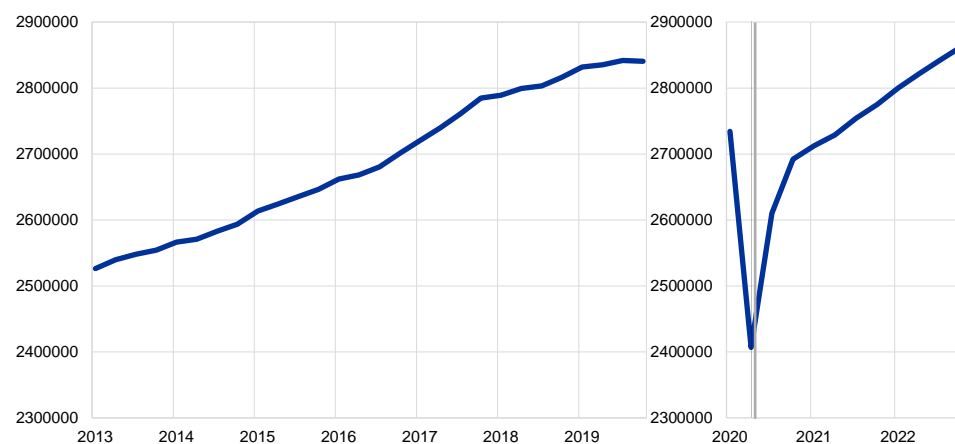
Euroalueen talouskasvun odotetaan elpävän vuoden 2020 jälkipuoliskolla, ellei pandemia lähde jälleen voimallisesti leviämään.

Euroalueen talouskasvun arvioidaan toipuvan 8,4 prosenttiin kolmannella neljänneksellä (kuvio 14). Sen jälkeen perusskenaario perustuu oletukseen, että virus saadaan osittain hallintaan ja tartuntoja esiintyy jonkin verran tulevilla neljänneksillä, minkä vuoksi rajoituksia jatketaan mutta lievempinä kuin ensimmäisen aallon aikana, kunnes lääketieteellinen ratkaisu tulee tarjolle vuoden 2021 puoliväliin mennessä. Rajoitustoimien, koholla olevan epävarmuuden ja heikentyneen työmarkkinatilanteen odotetaan rasittavan jatkossakin kysyntää ja tarjontaa. Kaikesta huolimatta huomattava raha-, finanssi- ja työmarkkinapoliittinen tuki, jota on vahvistettu eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 arvioiden laatimisen jälkeen, oletettavasti ylläpitää tuloja ja rajoittaa terveyskriisin ratkaisemisesta taloudelle aiheutuvia vaurioita. Näiden politiikkojen oletetaan myös onnistuvan torjumaan laajamittaiset kerrannaisvaikutukset rahoitusmarkkinoilla. Näiden oletusten mukaisesti euroalueen BKT:n määrän arvioidaan supistuvan 8,0 % vuonna 2020 ja elpävän 5,0 prosentilla vuonna 2021 sekä 3,2 prosentilla vuonna 2022. Ennustejakson lopussa BKT:n määrän arvioidaan

olevan 3,5 % pienempi kuin viimeisissä pandemiaa edeltäneissä kokonaistaloudellisissa arvioissa eli eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioissa ennakoitiin. Pandemian kehitykseen liittyvää epävarmuutta silmällä pitäen on laadittu kaksi vaihtoehtoista skenaariota. Lievässä skenaariossa pandemian aiheuttama sokki jää tilapäiseksi, kun lääketieteellisen ratkaisun nopea käyttöönotto mahdollistaa rajoitustoimenpiteiden höllennysten jatkamisen. Tässä skenaariossa BKT supistuu tänä vuonna 7,2 % ja elpyy voimakkaasti vuonna 2021. Ennustejakson lopussa BKT:n määrä olisi hieman suurempi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioissa. Sitä vastoin ankarassa skenaariossa pandemia kiihtyy voimakkaasti ja ankaria rajoitustoimenpiteitä otetaan jälleen käyttöön, mikä johtaa tuntuviin ja pysyviin kasvatappioihin. Tässä skenaariossa BKT:n määrä supistuu 10 % vuonna 2020. Ennustejakson lopussa se olisi 9 % pienempi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioissa.

Kuvio 14 Euroalueen BKT

(määrä ketjutettuna, vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 10.9.2020 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2020)".

Hinnat ja kustannukset

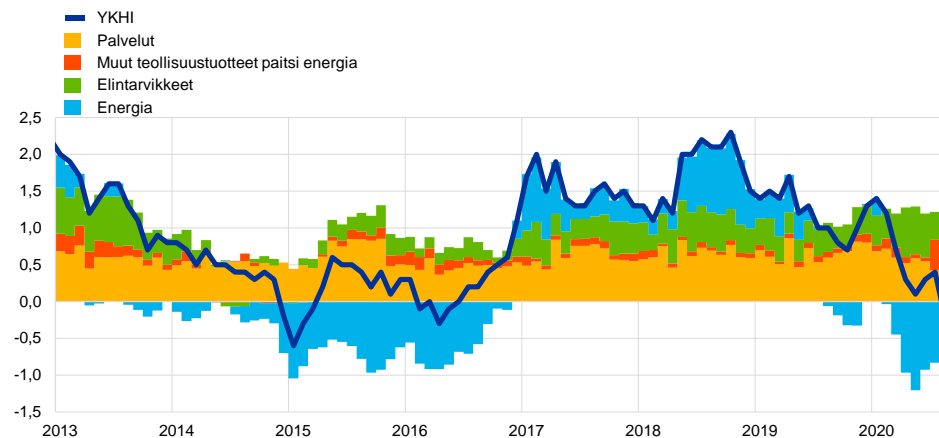
Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui elokuussa -0,2 prosenttiin heinäkuun 0,4 prosentista. Öljyn spot- ja futuurihintojen perusteella ja ottaen huomioon Saksan ALV-kantojen väliaikaisen alennuksen kokonaisinflaatio pysyy todennäköisesti lähikuukausina negatiivisena ennen kuin se palautuu positiiviseksi alkuvuonna 2021. Lisäksi lyhyen aikavälin hintapaineet pysyvät vaikeina heikon kysynnän, heikentyneiden palkkapaineiden ja euron valuuttakurssin kallistumisen takia, vaikka tarjontarajoitteista aiheutuu jonkin verran nousupaineita. Keskipitkällä aikavälillä kysynnän elpyminen, joka saa tukea kasvua tukevasta raha- ja finanssipolitiikasta, aiheuttaa inflaatioon nousupainetta. Samankaltainen kuva välittyy euroalueen talousnäkymiä koskevista EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 0,3 % vuonna 2020 ja 1,0 % vuonna 2021 sekä 1,3 % vuonna 2022. Inflaatio vuonna 2020 on nyt arvioitu yhtä nopeaksi ja vuonna 2021 nopeammaksi sekä vuonna 2022 yhtä nopeaksi kuin kesäkuisissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Vuoden 2022 muuttumattomien inflaationäkymien takana piilee osittain raha- ja finanssipoliittisista toimenpiteistä johtuva ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaatioarvion korotus, sillä vastapainoksi energian hintakehitystä koskeva arvio tarkistui toiseen suuntaan. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 0,8 % vuonna 2020, 0,9 % vuonna 2021 ja 1,1 % vuonna 2022.

Vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hiipui elokuussa negatiiviseksi Eurostatin pika-arvion mukaan. Lasku heinäkuun 0,4 prosentista elokuun -0,2 prosenttiin johtui ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHIn (HICPX) ja elintarvikkeiden hintojen nousun hidastumisesta, jonka vaikutusta tasoitti aiempaa vähemmän negatiivinen energian hintakehitys (ks. kuvio 15). Energian hinta elpyi, vaikka vuotuinen inflaatiovauhti pysyikin tukevasti negatiivisena koronaviruspandemian (covid-19) myötä jyrkästi pudonneen öljyn hinnan takia. Elintarvikkeiden hintakehitys näytti palautuvan lähemmäs normaalia, kun hintojen nousu hidastui heinäkuussa 2,0 prosenttiin ja elokuussa 1,7 prosenttiin. Eurostatin mukaan koronapandemiasta johtuneet YKHI-tiedonkeruun vaikeudet ovat helpottuneet edelleen, ja arvioitujen tietojen osuus on nyt käytännöllisesti katsoen normaali.

Kuvio 15

Euroalueen YKHI-inflaation aluerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot elokuulta 2020 (pika-arviot). Vuoden 2015 kasvuvauhdit ovat vääristyneet ylöspäin menetelmämuutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 kehikko "Uusi valmistajien hintaindeksiin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon").

Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHIn (HICPX) voimakkaasta hidastumisesta huolimatta pohjainflaatioindikaattorit yleisesti viittaavat inflaation maltilliseen heikkenemiseen pandemian alun jälkeen.

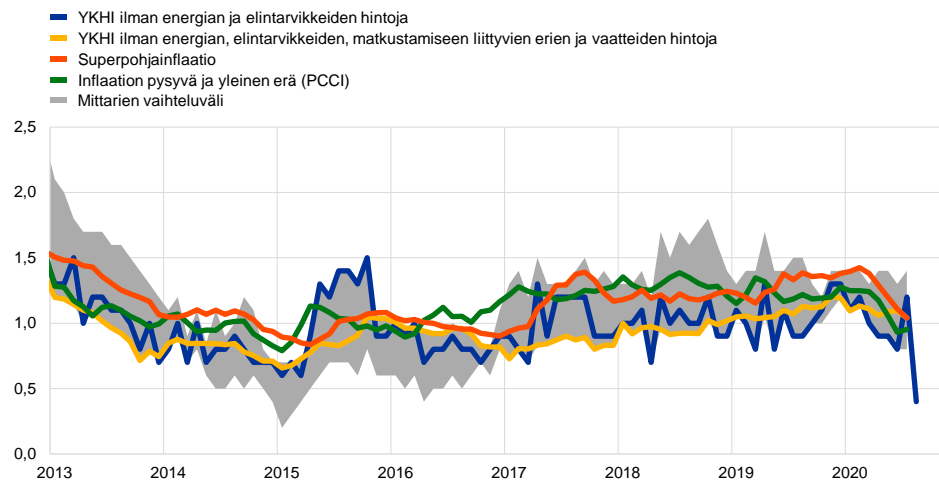
HICPX hidastui elokuussa 0,4 prosenttiin heinäkuun 1,2 prosentista muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen inflaation (NEIG) ja palvelujen hintojen inflaation hidastumisen myötä. HICPX:n voimakkaat liikkeet heinä- ja elokuussa johtuivat pääasiassa tilapäisistä tekijöistä. Muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen inflaatio oli elokuussa -0,1 %, kun se oli ollut heinäkuussa 1,6 % ja sitä edeltäneinä kuukausina 0,2 %. NEIG-inflaation viimeaikainen heilahtelu johtui suurelta osin vaatteiden ja jalkineiden kausialennusmyyntien lykkääntymisestä joissakin euroalueen maissa. Tästä aiheutui heinäkuussa voimakasta nousupainetta, joka purkautui elokuussa. Viimeaikaiset HICPX-inflaation liikkeet heijastelevat myös heinäkuussa voimaan tullutta Saksan ALV-kantojen tilapäistä alennusta. Muut pohjainflaatioindikaattorit ovat osoittaneet maltillisempaa heikkenemistä (tiedot ovat saatavissa pääasiassa heinäkuuhun saakka; ks. kuvio 16). YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja, inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) ilman energiaa sekä superpohjainflaatio⁹ laskivat kaikki hieman.

⁹ Ks. lisätietoja näistä pohjainflaatioindikaattoreista Talouskatsauksen 4/2018 artikkelin "Measures of underlying inflation for the euro area" kehikoista 2 ja 3.

Kuvio 16

Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Viimeisimmät havainnot ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta YKH:stä ovat elokuulta 2020 (pika-arvio) ja muiden indikaattorien osalta heinäkuulta 2020. Pohjaininflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat mittarit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja; YKH:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKH:n keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKH:n painotettu mediaani. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketut vuoden 2015 YKH-inflaatiovahdit ovat vääristyneet ylöspäin menetelmämuutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 kehikko "Uusi valmismatkojen hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKH-inflaation").

YKH:n muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen toimitusketjun nousupaineet vahvistuvat maltillisesti.

Kotimarkkinoilla myytyjen muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuottajahintainflaatio, joka on toimitusketjun loppupäässä esiintyvien hintapaineiden indikaattori, kiihtyi heinäkuussa 0,7 prosenttiin (nousua 0,1 prosenttiyksikköä) eli hieman pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolelle. Vastaava vuotuinen tuontihintainflaatio hidastui kuitenkin heinäkuussa hieman eli 0,2 prosenttiyksikköä edellisvuodesta -0,7 prosenttiin, mikä saattoi johtua osittain euron efektiivisen valuuttakurssin viimeaikaisen kallistumisen aiheuttamasta laskupaineesta. Kotimaisessa hinnoitteluketjussa välituotteiden hintojen inflaatio kiihtyi marginaalisesti euron vahvistumisesta huolimatta. Välituotteiden osalta tuottajahintainflaatio elpyi heinäkuussa -2,0 prosenttiin -2,5 prosentista, kun taas tuontihintainflaatio pysyi jokseenkin ennallaan -2,7 prosentissa.

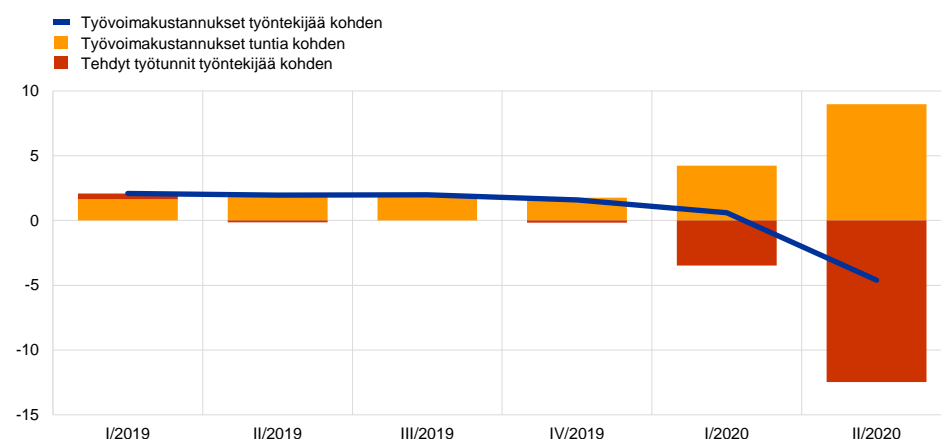
Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu heikkeni vuoden 2020 toisella neljänneksellä pitkälti tehtyjen työtuntien määrän vähenemisen takia. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti putosi -4,6 prosenttiin toisella vuosineljänneksellä edellisen neljänneksen 0,6 prosentista (ks. kuvio 17). Lasku koski laaja-alaisesti eri sektoreita (maalataloutta ja kalastusta lukuun ottamatta) ja maita. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten jatkuva lasku euroalueella johtui pohjimmiltaan siitä, että työntekijää kohden laskettujen työtuntien määrä väheni merkittävästi koronapandemian ja siihen liittyneiden sulkua- ja hillitsemistoimien vuoksi. Tehtyä työtuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvu kiihtyi 9,0 prosenttiin toisella vuosineljänneksellä edellisen neljänneksen 4,2 prosentista työntekijää kohden laskettujen tehtyjen työtuntien määrän merkittävän vähenemisen takia. Nämä ristiriitaiset kehityssuunnat heijastavat lyhennetyt työajan järjestelyjen ja

lomautusjärjestelyjen työtulojen kehitystä puskuroivaa vaikutusta. Sopimuspalkat nousivat toisella neljänneksellä 1,7 %, ja työntekijää kohden laskettujen työtulojen viimeaikaisin kehitys viittaa palkkaliukumien voimakkaaseen alasuuntaiseen vaikutukseen. Kaikesta huolimatta työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvun hidastuminen liioittelee työtulojen supistumista, sillä monet maat tilastoivat valtiolliset tuet työvoimakustannusten sijaan tulonsiirroiksi.

Kuvio 17

Työvoimakustannukset työntekijää kohden eriteltyinä tuntia ja työtuntia kohti

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

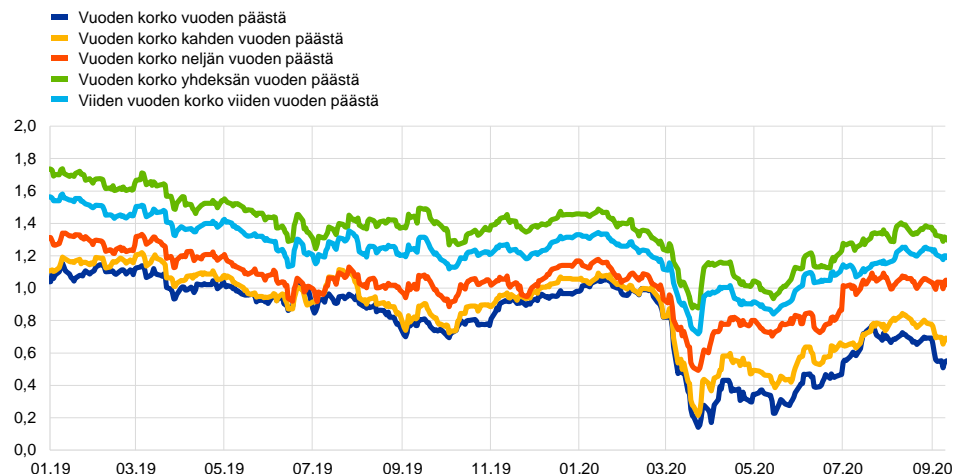
Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2020 toiselta neljännekseltä.

Maaliskuun puolivälissä historiansa alimmille tasoille pudonneet markkinaindikaattoreista johdetut inflaatio-odotukset jatkoivat elpymistään ja palasivat pandemiaa edeltäneille, joskin edelleen hyvin alhaisille, tasolleen (ks. kuvio 18). Kehitys heijasti maailmanlaajuisten makrotalousnäkömien ja riskitunnelmien paranemista sekä mittavaa raha- ja finanssipoliittista tukea. Tämän trendin myötä johdannaissovimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua nousi 0,10 prosenttiyksikköä, ja 4.9.2020 se oli 1,20 % eli lähes 0,50 prosenttiyksikköä korkeampi kuin alimmillaan (maaliskuun puolivälissä) ollessaan 0,72 %. Samaan aikaan markkinaperusteisista indikaattoreista johdetut inflaatio-odotukset kuitenkin viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaimeana pitkän aikaa. Myös inflaatio-optiomarkkinat viittaavat merkittäviin inflaation hidastumisen riskeihin lyhyellä aikavälillä, ja deflaation todennäköisyys on historiallisesti katsoen kohonneella tasolla. Heinäkuun 2020 ensimmäisellä viikolla toteutetun vuoden 2020 kolmannen neljänneksen EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselyn sekä tuoreimpien Consensus Economics- ja Euro Zone Barometer -kyselytietojen mukaan myös kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotukset olivat heinäkuussa historiansa alimmalla tasolla tai lähellä sitä, mikä johtui koronapandemian vaikutuksista, sen hillintätoimenpiteistä sekä jatkuvista epävarmuustekijöistä.

Kuvio 18

Markkinapohjaisista indikaattoreista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot 9.9.2020.

EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa kokonaisinflaation odotetaan nopeutuvan arviointijaksolla.

Ennusteen perusskenaariossa YKHI-kokonaisinflaatiovauhdin arvioidaan olevan 0,3 % vuonna 2020, 1,0 % vuonna 2021 ja 1,3 % vuonna 2022 (ks. kuvio 19). Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuusiin arvioihin verrattuna arvio YKHI-inflaatiosta vuodelle 2020 on pysynyt samana, vuodelle 2021 arviota on korotettu 0,2 prosenttiyksikköä ja vuodelle 2022 pidetty ennallaan. Lyhyellä aikavälillä öljyn hinnan aiempi romahdus, euron vahvistuminen ja Saksan ALV-kantojen tilapäinen alennus viittaavat siihen, että euroalueen YKHI-inflaatio pysyy lähikuukausina negatiivisena. Vuonna 2021 energiaerään liittyvä vertailuajankohdan vaikutus ja vähäisemmässä määrin Saksan ALV-kannan odotettu nousu aiheuttavat mekaanisen nousun.¹⁰ Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan hidastuvan vuoden 2020 loppuun saakka. Inflaatiota hidastavien tekijöiden odotetaan olevan laaja-alaisia palvelu- ja tavarasektoreilla, kun kysyntä jatkuu heikkona. Tarjontapuolen rajoitteisiin liittyvien jatkuvien hintojen nousupaineiden odotetaan kuitenkin tasapainottavan osittain niiden vaikutusta. Keskipitkällä aikavälillä inflaation odotetaan kiihtyvän: öljyn hinnan oletetaan nousevan ja kysynnän elyvän pandemiaan liittyneiden tarjontapuolen vaikutusten aiheuttamien nousupaineiden hälvenemistä ja euron vahvistumisesta huolimatta. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 0,8 % vuonna 2020 ja 0,9 % vuonna 2021, kunnes se kiihtyy 1,1 prosenttiin vuonna 2022.

¹⁰ Ks. lisätietoja tämän Talouskatsauksen kehikosta ”Välillisten verojen vaikutus euroalueen inflaatioon ja sen näkyminen”.

Kuvio 19 Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 10.9.2020 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2020)".
Huom. Pystysuora viiva osoittaa arviointijakson alkua. Tuorein havainto vuoden 2020 toiselta neljännekseltä (tiedot) ja vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). EKP:n asiantuntijoiden euroalueen talousnäkymiä koskevat syyskuun 2020 arviot perustuvat 27.8.2020 käytettävissä olleisiin tietoihin.

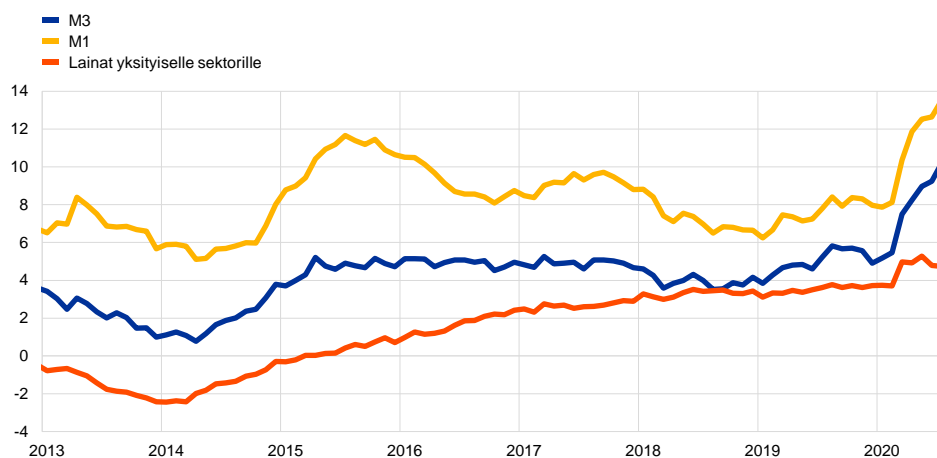
5 Rahan määrä ja luotonanto

Koronaviruspandemia on edelleen vaikuttanut merkittävästi euroalueen rahan määrän kasvuun. Rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä on pysynyt euroalueen luotonanto, minkä taustalla ovat olleet yrityksille myönnetyt lainat ja eurojärjestelmän tekemät julkisyhteisöjen joukkolainojen netto-ostot. Raha-, finanssi- ja valvontaviranomaisten oikea-aikaiset ja mittavat toimenpiteet ovat tukeneet pankkien luotonantoa euroalueen taloudelle edullisin ehdoin. Tämä vahvisti myös euroalueen yritysten ulkoista kokonaisrahoitusta vuoden 2020 toisella neljänneksellä, kun velkapaperiemissiot ja pankkien yrityksille myöntämät lainat lisääntyivät huomattavasti. Yritysten velkarahoituksen kokonaiskustannus on pysynyt suotuisana, kun markkinalähtöisen velan kustannus on edelleen maltillistunut ja pankkien antolainauskorot ovat pysytelleet lähellä pohjalukemiaan.

Lavean rahan kasvu nopeutui heinäkuussa edelleen. Huomattavan kuukausitason kasvun myötä lavean raha-aggregaatin (M3) vuotuinen kasvuvauhti nousi kesäkuun 9,2 prosentista heinäkuussa edelleen 10,2 prosenttiin. Pandemiasokki vaikutti merkittävästi rahan määrän kasvuun, mikä näkyy siinä, että M3:n kasvu oli noin 5 prosenttiyksikköä suurempaa kuin ennen koronapandemiaa (ks. kuvio 20). Hyvin epävarmassa ympäristössä likviditeetin kysyntää vahvistivat yritysten huomattavat rahoitustarpeet ja kaikkien talouden toimijoiden varovaisuus. Rahan kysynnän mallien perusteella lavean rahan kasvuun vaikuttivat merkittävästi yritysten ja kotitalouksien pandemian aikaisiin likviditeettitarpeisiin liittyvät erityistekijät. Rahan määrän kasvua kiihdyttivät myös raha- ja finanssipoliittisten päättäjien mittavat tukitoimet sekä sääntely- ja valvontaviranomaisten toimet sen varmistamiseksi, että taloudessa on riittävästi likviditeettiä pandemiasta selviämiseksi. Lisäksi likvidein raha-aggregaatti M1, joka sisältää yön yli -talletukset ja liikkeessä olevan rahan, kasvoi heinäkuussa vuositasolla 13,5 %, kun kesäkuussa kasvua oli ollut 12,6 %, ja vauhditti siten vahvasti M3:n kasvua.

Kuvio 20 M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosentti muutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.
Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2020.

Yön yli -talletukset ovat edelleen kasvaneet tilanteen jatkuessa hyvin

epävarmana. Rahan määrän kasvun tärkeimmän taustatekijän eli yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi heinäkuussa 14,1 prosenttiin kesäkuun 13,1 prosentista. Talletusten kasvu oli pääosin peräisin yritysten hallussa olevista talletuksista. Rahaa hallussa pitävä sektori haki edelleen yön yli -talletuksia varovaisuussyistä ja sen vuoksi, että vallitseva hyvin alhainen korkotasoa pienentää tällaisten instrumenttien hallussapidon vaihtoehtokustannuksia etenkin verrattuna muihin vähemmän likvideihin talletuksiin. Lisäksi yritysten hallussaan pitämien talletusten kasvu vaihteli maittain. Tämä liittyi osittain pandemian epätasaiseen ja eritahtiseen leviämiseen eri maissa, mikä johti eroihin yritysten likviditeettitarpeiden realisoitumisasteessa. Myös eri maiden tukitoimien erilainen suuruusluokka vaikutti talletusten epätasaiseen kasvutahtiin. Liikkeessä olevan rahan vuotuinen kasvuvauhti nopeutui heinäkuussa korkealle mutta melko vakaalle 9,8 prosentin tasolle, mikä viittasi käteisrahan hamstraamiseen huomattavan epävarmassa tilanteessa. Muilla lyhytaikaisilla talletuksilla ja jälkimarkkinakelpoisilla instrumenteilla oli pieni, mutta kasvava vaikutus M3:n vuotuisen kasvuun heinäkuussa alhaisesta korkotasosta huolimatta.

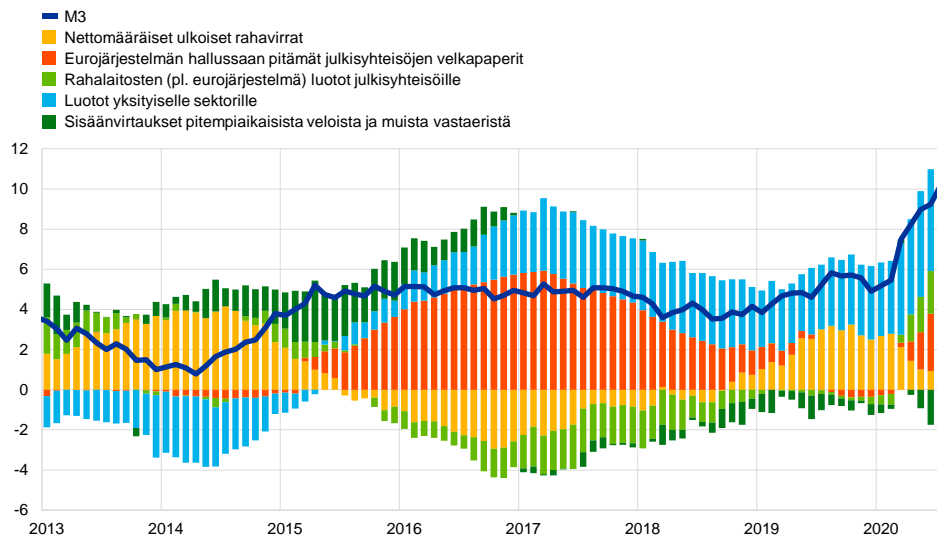
Euroalueen luotonanto on pysynyt rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä.

Koronapandemiatilanteessa yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen kasvu on pysynyt vahvana (ks. kuvion 21 palkkien siniset osat). Tämä komponentti on vastaerien kannalta katsottuna ollut vuodesta 2018 asti M3:n kasvun tärkein taustatekijä, ja viime aikoina suurin osa kasvusta on tullut yrityslainoista. Lisäksi eurojärjestelmän EKP:n omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) tekemien julkisyhteisöjen velkapapereiden netto-ostojen merkittävä vaikutus M3:n kasvuun vahvistui heinäkuussa (ks. kuvion 21 palkkien punaiset osat). EKP:n epätavanomaiset rahapoliittiset toimet tarjoavat tehostettua rahapoliittista tukea rahoitusmarkkinoiden vakauttamiseen sekä rahapolitiikan välittymistä ja euroalueen makrotalouden näkymiä koskevien riskien lievittämiseen pandemian aikana. Lisäksi pankkisektorin (eurojärjestelmää lukuun ottamatta) julkiselle sektorille myöntämien luottojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi vahvana heinäkuussa (ks. kuvion 21 palkkien vaaleanvihreät osat). Euroalueen pankit (eurojärjestelmää lukuun ottamatta) ostivat suuria määriä valtioiden joukkolainoja, jotka oli enimmäkseen laskettu liikkeeseen euroalueella. Tämän taustalla oli osittain valtioiden velkapapereiden nettoemissioiden merkittävä kasvu pandemiatilanteessa. Kasvu jatkui huolimatta EU:n tasolla päätetyistä lisätoimista (kuten Next Generation EU -elpymisvälineestä). Touko-kesäkuun kasvulukujen jälkeen rahan virtaaminen euroalueen ulkopuolelle tasaantui heinäkuussa heijastellen euroalueen ulkopuolisten sijoittajien toteuttamaa euroalueen valtioiden joukkolainojen (netto)myyntiä (ks. kuvion 21 palkkien keltaiset osat). Lisäksi pitempiaikaisten velkojen ja muiden vastaerien vaikutus rahan määrän kasvuun oli lievästi negatiivinen (ks. kuvion 21 palkkien tummanvihreät osat).

Kuvio 21

M3 ja sen vastaerät

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



Lähde: EKP.

Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen yksityisen ei-rahalaitektorin liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yritys sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2020.

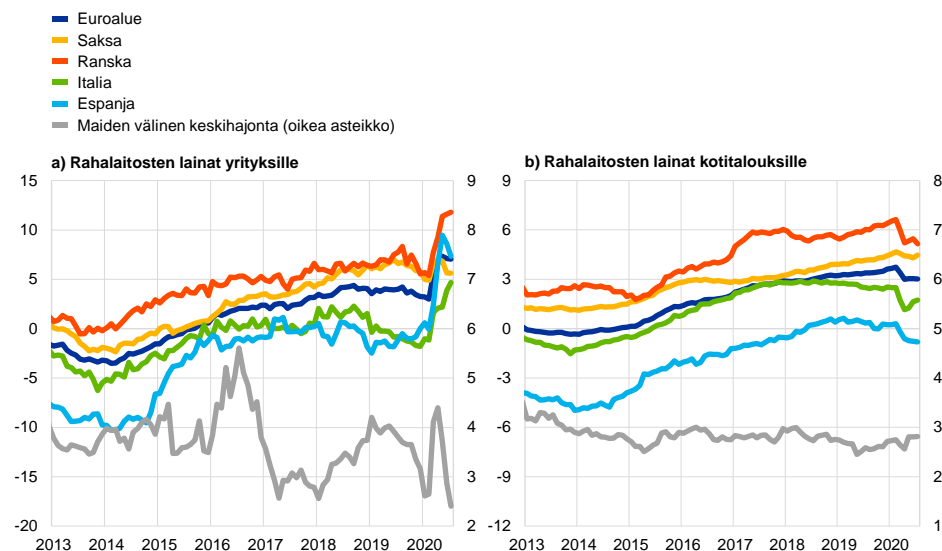
Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kasvu on pysynyt verrattain vakaana.

Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien lainojen vuotuinen kasvuvauhti oli heinäkuussa 4,7 % oltuaan kesäkuussa 4,8 % eli yhden prosenttiyksikön korkeammalla kuin ennen pandemian puhkeamista (ks. kuvio 20). Luotonannon kasvua ovat edelleen vauhdittaneet pääasiassa yrityslainat, jotka kasvoivat heinäkuussa 7,0 prosentin vuositaitia, kun kesäkuussa kasvua oli 7,1 % ja toukokuussa 7,3 %. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen kasvu jatkui heinäkuussa vakaana 3,0 prosentissa (ks. kuvio 22). Yritykset ovat edelleen lisänneet keskipitkän ja pitkän aikavälin lainojaan, kun taas lyhytaikaisten lainojen osuus on supistunut. Yritys- ja kotitalouslainojen kehityksen eriytyminen näkyi heinäkuun 2020 [euroalueen pankkien luotonantokyselyn](#) tuloksissa lainojen kysynnän ja tarjonnan osalta. Pankkien yrityksille myöntämien lainojen kasvun tärkeimpänä tekijänä ovat edelleen olleet yritysten operatiivisen rahoituksen tarpeet kassavirtojen supistuessa. Vaikuttamassa ovat olleet myös useimpien euroalueen valtioiden käyttöön ottamat mittavat toimet, kuten lainatakaukset, yritysten likviditeetin ja vakavaraisuuden tukemiseksi tulevina kuukausina. Myös EKP:n politiikkatoimet ja erityisesti kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) erittäin suotuisat ehdot ovat kannustaneet pankkeja myöntämään lainoja kaikille yksityisen sektorin toimijoille. Lisäksi yritys- ja kotitalouslainojen kasvuvauhti on vaihdellut huomattavasti euroalueen eri maissa, joskin suuremmissa maissa kasvu on ollut pitkälti samankaltaista.

Kuvio 22

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. 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 2020.

Pankkien velkarahoituskustannukset ovat vakautuneet alhaiselle tasolle EKP:n rahapoliittisten toimien tukemina.

Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus, joka oli koronapandemian puhkeamisen jälkeen noussut, laski hiukan vuoden 2020 toisella neljänneksellä, mutta pysytteli pandemiaa edeltävän tasansa yläpuolella (ks. kuvio 23). Tämä johtui enimmäkseen joukkolainojen tuottojen supistumisesta, jota EKP:n rahapoliittiset toimet tukivat. Likviditeetin tarjonta hyvin edullisin ehdoin kolmannessa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjassa sekä EKP:n omaisuuserien osto-ohjelman ja pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP) myönteinen vaikutus joukkolainojen tuottoihin helpottavat pankkien rahoitusoloja, mikä lieventää reaalitalouden ja rahoitusalan välisten haitallisten vahvistusvaikutusten riskiä pandemian aikana. Joukkolainojen tuottojen supistumisesta on ollut etua myös pankkien liikkeeseen laskemien etuoikeutettujen vakuudettomien joukkolainojen tuotoille, jotka ovat kiinteässä yhteydessä valtioiden rahoitusoloihin. Pankkien liikkeeseen laskemien katettujen joukkolainojen markkinatilanne saa tukea EKP:n kolmannesta katettujen joukkolainojen osto-ohjelmasta. Lisäksi euroalueen pankeilla, joiden osuus pankkirahoituksesta on merkittävä, talletuskorot pysyttelivät heinäkuussa 2020 historiallisen alhaisilla tasoilla ja vahvistivat siten osaltaan pankkien suotuisia velkarahoitusoloja. Koronakriisin puhkeamisesta alkaen euroalueen pankit ovat yhä yleisemmin perineet yrityksiltä negatiivisia talletuskorkoja. Samaan aikaan suurimmassa osassa pankkien talletusrahoituksesta, varsinkin vähittäistalletuksissa, korot ovat yhä nollassa ja pankkien nettokorkomarginaalit ovat pysyneet pieninä. Vaikka pankit ovat merkittävästi vahvistaneet häiriönsietokykyään maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen, koronaviruspandemia heikentää pankkien pääomapositioita omaisuuserien alhaisemman arvostuksen ja luottotappiovarausten

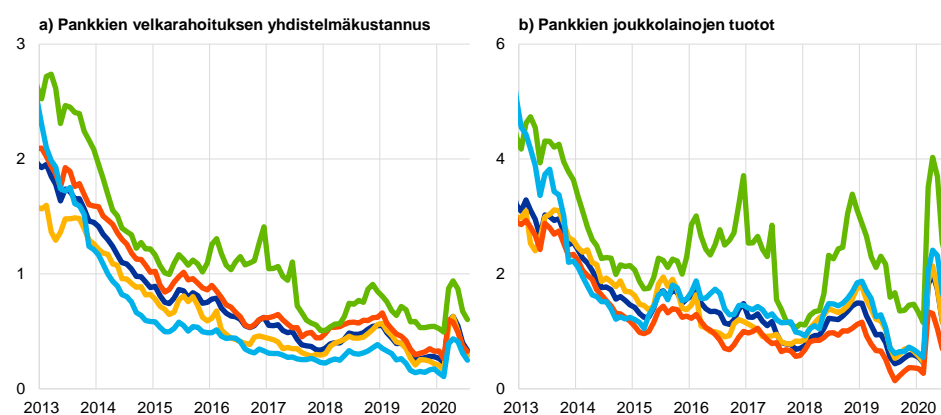
kasvattamistarpeen myötä.¹¹ Vaikka pankit hyötyvätkin suotuisista rahoitusoloista, huolet pandemian negatiivisesta vaikutuksesta pankkien pääomapositioihin rasittavat edelleen pankkien markkinaehtoisen rahoituksen kustannuksia. Valtiollisten tukiohjelmien päättyminen ennen pitkää tulee todennäköisesti vaikuttamaan pankkien lainaehtoja kiristävästi.

Kuvio 23

Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisen velkarahoituksen yhdistelmäkustannus, vuotuisina prosentteina)

- Euroalue
- Saksa
- Ranska
- Italia
- Espanja



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

Huom. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yllä-talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuina vastaavilla kannan määrittä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2020.

Pankkien hyvin edulliset antolainauskorot tukevat edelleen talouskasvua.

Pankkien yrityslainojen ja kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkorkot ovat pysytelleet lähellä pohjalukemiaan; ensin mainitut olivat heinäkuussa 1,51 % ja jälkimmäiset 1,40 % (ks. kuvio 24). Tätä kehitystä esiintyy useissa euroalueen maissa, ja siinä näkyy markkinakorkojen hidas välittyminen pankkien antolainauskorkoihin. Samaan aikaan pandemian vakavat taloudelliset vaikutukset yritysten tuloihin, kotitalouksien työllisyysnäkyymiin ja lainansaajien yleiseen luottokelpoisuuteen on edelleen aiheuttanut nousupainetta pankkien antolainauskorkoihin. Pankkien hyvin pienten lainojen ja suurten lainojen välinen korkoero, joka oli aiemmin supistunut, kasvoi hieman kesäkuussa ja heinäkuussa kaikissa suurissa euroalueen maissa, mutta pysyi maaliskuun tasoa alempana. EKP:n, pankkivalvojen ja hallitusten toteuttamien luotonannon tukitoimien tehokkuuden ansiosta nousupaineet ovat pysyneet kurissa.

¹¹ Ks. myös [Financial Stability Review](#), EKP, toukokuu 2020.

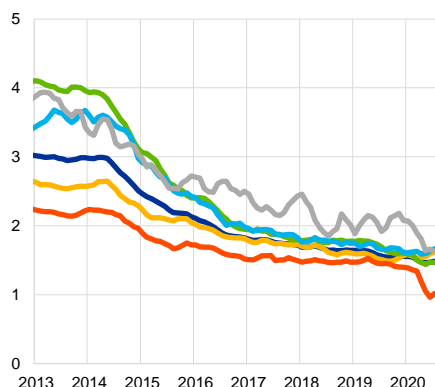
Kuvio 24

Pankkien myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin euroalueen maissa

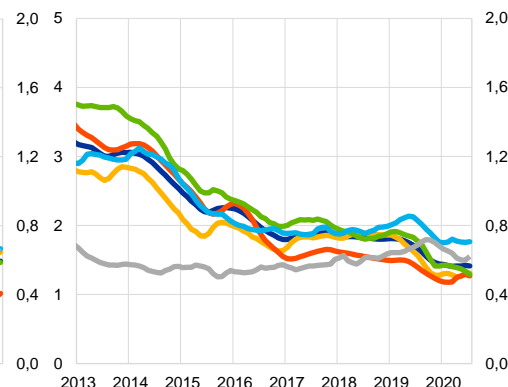
(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



a) Yrityslainojen korot



b) Kotitalouksien asuntolainojen korot



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkoroko) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2020.

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuisen kokonaismäärän arvioidaan kasvaneen merkittävästi vuoden 2020 toisella neljänneksellä yritysten rahoituskustannusten laskun tukemana (ks. kuvion 25 kohta b). Tämä kasvu heijastaa pandemiasokin aiheuttamaa yritysten liiketoiminnan kassavirtojen jatkuvaa supistumista ja niiden suuria rahoitustarpeita. Yritysten velkapapereiden nettoemissiot olivat toisella vuosineljänneksellä vahvoja ja hyötyivät yritysten joukkolainojen tuottoerojen supistumisesta. Tämä sai lisätukea EKP:n omaisuususerien osto-ohjelmasta ja pandemiaan liittyvästä osto-ohjelmasta, jotka sisältävät yritysten joukkolainojen netto-ostoja. Luottojen vahva kysyntä toisella vuosineljänneksellä kertoi talouden hidastumisesta edelleen ja yritysten myynnin ja kassavirtojen jyrkkien pudotusten jatkumisesta vuosineljänneksen alussa. Pankkien antolainauksen kysyntää tukivat myös pankkien suotuisat antolainauskorot (ks. kuvion 25 kohta b). Osakkeiden nettoemissiot pysyivät vaimeina vuoden 2020 toisella neljänneksellä, kun uusien yritysten määrä laski jyrkästi tulonäkymien huonontuessa, vaikka osakerahoituksen kustannus pienikin selvästi riskipreemioiden alenemisen myötä. Lisäksi muilta kuin pankeilta saatujen lainojen määrät laskivat edelleen toisella vuosineljänneksellä. Kaiken kaikkiaan ulkoisen rahoituksen kokonaismäärä oli suotuisien rahoitusolojen tukemana vuoden 2020 toisella neljänneksellä suurempi kuin finanssi- ja valtionvelkakriisien aikana. Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli kesäkuun lopussa 4,4 %. Se oli noin 0,7 prosenttiyksikköä alempana kuin maaliskuun 2020 huipputasolla ja vain 0,07 prosenttiyksikköä ylempänä kuin pohjalukemissaan tammikuussa 2020. Kesäkuun lopusta tarkastelujakson loppuun (9.9.2020) rahoituksen kokonaiskustannusten arvioidaan laskeneen edelleen noin 0,24 prosenttiyksiköllä

4,1 prosenttiin, joka olisi uusi historiallinen pohjalukema. Tässä näkyy se, että pankkiluotto- ja joukkolainamarkkinoiden olot ovat aiempaa suotuisammalla rahavaltvonta- ja finanssiviranomaisten otettua käyttöön oikea-aikaisia ja mittavia toimia, joilla on vähennetty epävarmuutta ja rahoitusmarkkinoiden heilahteluja.

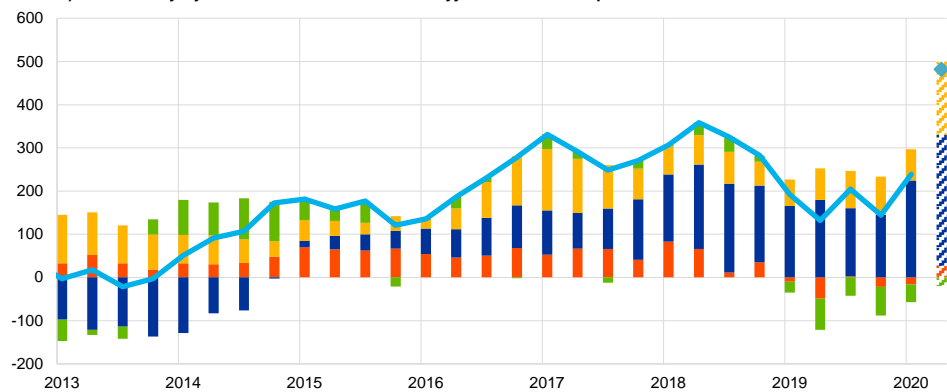
Kuvio 25

Euroalueen yritysten ulkoinen rahoitus

(vuotuinen määrä miljardeina euroina – kohta a, vuotuiset prosenttiosuudet – kohta b)

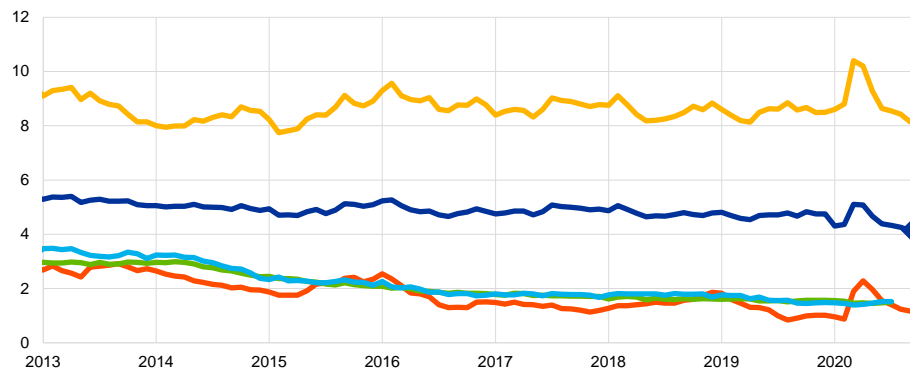
- Rahalaitosten lainat yrityksille (korjattu)
- Yritysten velkapapereiden nettoemissiot
- Yritysten osakkeiden nettoemissiot
- Lainat muilta kuin rahalaitoksilta yrityksille (ilman arvopaperistamisia)
- Yhteensä

A) Euroalueen yritysten ulkoinen nettorahoitus tiettyjen instrumenttien perusteella



- Rahoituksen kokonaiskustannus
- Oman pääoman kustannus
- Markkinalähtöisen velan kustannus
- Lyhyen aikavälin lainakustannusindikaattori
- Pitkän aikavälin lainakustannusindikaattori

B) Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä



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

Huom. Kohta a – Nettomääräiseen ulkoiseen rahoitukseen lasketaan lainat rahalaitoksilta, velkapapereiden nettoemissiot, osakkeiden nettoemissiot ja lainat muilta kuin rahalaitoksilta. Rahalaitoksilta saatuja lainoja koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Muilta kuin rahalaitoksilta saadut lainat muilta rahoituslaitoksilta, vakuutusyhtiöiltä ja eläkerahastoilta saadut lainat ilman arvopaperistettuja lainoja. Raidallinen palkki ja vaaleansininen vinoneliö kuvaavat pikaennustetta vuoden 2020 toiselle neljännekselle. Kohta b – Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu pankkilainanoton, markkinalähtöisen velan ja osakerahoituksen kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella. Tummansininen vinoneliö kuvaa rahoituksen kokonaiskustannuksen syyskuun 2020 pikaennustetta, joka perustuu oletukseen, että pankkien antolainauskorot pysyvät ennallaan heinäkuun 2020 tasoillaan. Kohdan a tuoreimmat havainnot ovat euroalueen tilinpitotietojen osalta vuoden 2020 ensimmäiseltä neljännekseltä – vuoden 2020 toisen neljänneksen arviot perustuvat tietoihin EKP:n tase-eristä (BSI) ja arvopapereista (SEC) sekä Dealogic:n tietoihin. Kohdan b tuoreimmat havainnot on päivätty 9.9.2020 markkinalähtöisen velan kustannuksen osalta (päivittäistietojen kuukausikeskiarvot), 4.9.2020 osakerahoituksen kustannuksen osalta (viikoittaiset tiedot) sekä heinäkuussa 2020 antolainauksen kustannusten osalta (kuukausittaiset tiedot).

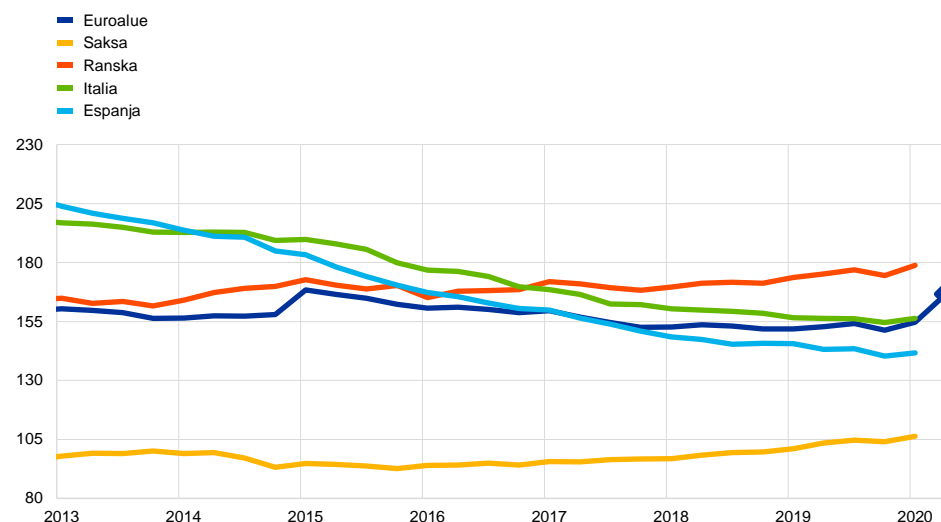
Euroalueen yritysten bruttomääräinen velkataakka on kasvanut huomattavasti ja on nyt lähes alkuvuoden 2015 ennätyskorkealla tasollaan.

Yritysten bruttovelka suhteessa arvonlisäykseen kasvoi 12 prosenttiyksiköllä vuoden 2020 toisella neljänneksellä, joten kumulatiivista kasvua vuoden 2019 lopusta oli 15 prosenttiyksikköä (ks. kuvio 26). Yritysten bruttomääräisen velkataakan laaja-alainen kasvu selittyi lisääntyneellä velkarahoituksen käytöllä ja bruttoarvonlisäyksen huomattavalla laskulla. Yritykset ovat tallettaneet huomattavan osan uusien pankkilainojen ja velkapaperiemissioiden tuotoista käyttöpääomatarpeiden ja välttämättömien investointien etukäteisrahoitusta varten sekä valmistautuakseen mahdollisiin käteisvarojen vajeisiin tulevina kuukausina. Tämän vuoksi suhteellinen nettovelka ja kirjanpitoarvoilla laskettu velkaantuneisuus ovat kasvaneet paljon vähemmän kuin bruttomääräinen velkataakka. Yritysten velkataakan jyrkästä kasvusta huolimatta yrityssektorin rahoituksellinen haavoittuvuus on siksi kasvanut vain lievästi. Tämä suotuinen asetelma riippuu siitä, jatkuvatko tukea antavat politiikkatoimet eli ensinnäkin kasvua tukeva rahapolitiikka, joka pitää kasvaneen velkataakan hoitokustannukset aisoissa, ja toiseksi laajapohjaiset finanssipoliittiset toimenpiteet, mukaan lukien valtiontakaukset ja maksuaikojen pidennysjärjestelyt, joilla säilytetään pankkien antolainauksen kyky kompensoida yritysten kassavirtojen hupenemista. Kaiken kaikkiaan tämä kehitys viittaa riskiin, että yritysten investointihalukkuus meneillään olevan elpymisen aikana saattaa vähentyä varsinkin, jos tukitoimet puretaan äkillisesti.

Kuvio 26

Yritysten bruttovelka joissakin euroalueen maissa

(prosentteina yritysten bruttoarvonlisäyksestä)



Lähteet: EKP, Eurostat ja EKP:n arviot.

Huom. Velalla tarkoitetaan yrityksille myönnettyjen luottojen kokonaismäärää, josta on vähennetty sektorin sisäiset luotot, liikkeeseen lasketut arvopaperit ja eläkesitoumukset. Sininen vinoneliö kuvaa pikaennustetta vuoden 2020 toiselle neljännekselle.

Koronaviruspandemia vaikuttaa edelleen poikkeuksellisen suuressa määrin euroalueen julkiseen talouteen. Kriisin alkuvaiheessa suuri osa vaikutuksesta liittyi toimiin, joilla tähdättiin yritysten, työntekijöiden ja kotitalouksien rasituksen keventämiseen ja talouden tuotantokapasiteetin säilyttämiseen. Vähitellen on siirrytty politiikkatoimiin, joilla pyritään käynnistämään talous nopeasti uudelleen ja valmistelemaan sitä pandemian jälkeiseen tulevaisuuteen. Näiden toimien julkistaloudelliset kustannukset ovat kaikissa euroalueen maissa olleet huomattavat, vaikka sekä rasitus että reagointikyky vaihtelevatkin maittain. Siksi on hyvin tervetullutta, että Eurooppa on reagoinut koordinoituilla finanssipoliittisilla toimilla, viimeksi Next Generation EU (NGEU) -rahastolla, jolla täydennetään kansallisen tason finanssipoliittisia toimia. On tärkeää, että Eurooppa-neuvoston päätöksen pohjalta toteutetaan käytännönläheisiä politiikkatoimia ja että pandemiakriisiin liittyvät finanssipoliittiset toimet ovat mahdollisimman kohdennettuja ja luonteeltaan väliaikaisia. Talouden heikkenemisen ja huomattavien finanssipoliittisten tukien myötä euroalueen julkisen talouden alijäämän ennustetaan kasvavan vuonna 2020 huomattavasti eli 8,8 prosenttiin BKT:stä, kun alijäämäsuhte vuonna 2019 oli 0,6 %. Alijäämäsuhteen arvioidaan supistuvan 4,9 prosenttiin vuonna 2021 ja 3,6 prosenttiin vuonna 2022. Vuoden 2020 mittavien finanssipoliittisten toimien vuoksi suhdannekorjattu perusjäämä on vastaavasti heikentynyt, ja lisäksi suhdannekomponentti on negatiivinen heijastaen makrotaloudellisen tilanteen huononemista. Tulevan nousun odotetaan alkavan poikkeustoimien vähittäisestä purkamisesta ja suhdannetilanteen paranemisesta. NGEU-rahaston tukien jakoon liittyvä epävarmuus ja joidenkin maiden uudet kriisitoimet aiheuttavat riskejä julkisen talouden näkymien heikkenemisestä. Euroalueen maat ovat tarjonneet yrityssektorin riskien vähentämiseksi myös lainatakauksia jopa 20 prosenttiin asti BKT:stä. Nämä takaukset merkitsevät huomattavia vastuusitoumuksia, jotka vaikuttavat alijäämiin negatiivisesti, mikäli takauksien perusteella vaaditaan maksuja. Finanssipoliittisten toimien ja heikkenevän taloustilanteen myötä euroalueen kokonaisvelkasuhteen ennustetaan nousevan vuonna 2020 jyrkästi ja pysyttelevän koholla koko arviointijakson ajan.

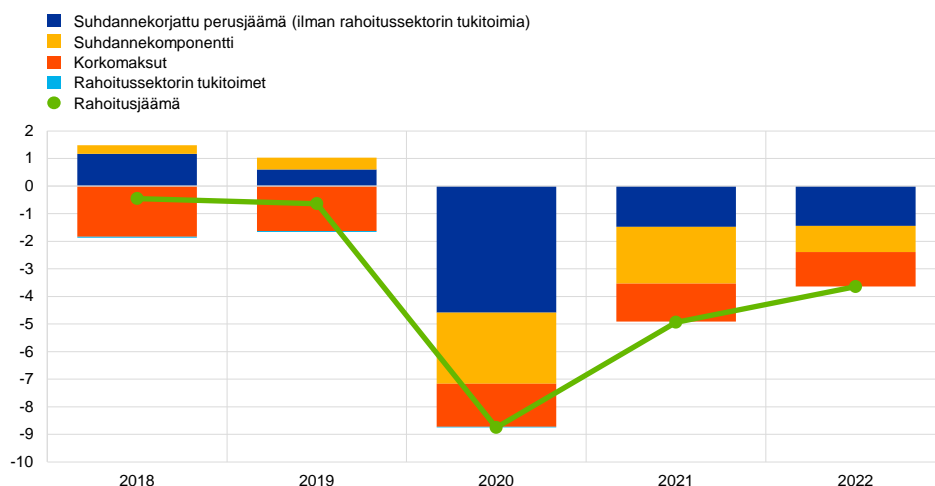
EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän ennakoitaan supistuvan jyrkästi vuonna 2020 ja elpyvän jonkin verran vuosina 2021 ja 2022.¹² Näiden arvioiden perusteella euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhteen, joka vuonna 2019 oli 0,6 % BKT:stä, odotetaan kasvavan 8,8 prosenttiin vuonna 2020 ja supistuvan sitten 4,9 prosenttiin vuonna 2021 ja 3,6 prosenttiin vuonna 2022 (ks. kuvio 27). Rahoitusjäämän heikkeneminen vuonna 2020 johtuu suurelta osin perusjäämän huononemisesta, johon vaikuttavat talouden tukitoimet. Nämä ovat suuruudeltaan noin 4,5 % BKT:stä, ja suurin osa niistä on lisämenoja erityisesti yrityksille ja kotitalouksille suunnattujen tulonsiirtojen ja tukien muodossa, mukaan lukien lyhennetyt työajan järjestelyt. Rahoitusjäämän huononemisen taustalla on myös suuri negatiivinen suhdannekomponentti euroalueen talouden ollessa nyt syvällä

¹² Ks. EKP:n verkkosivuilla 10.9.2020 julkaistu artikkeli ”Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2020)”.

taantumassa.¹³ Tulevan nousun veturiksi ennustetaan suhdannekorjatun perusjäämän elpymistä, koska useimpien tukitoimien odotetaan tällä hetkellä päättyvän vaiheittain tämän vuoden lopusta alkaen ja vuoden 2021 aikana. Suhdannekierron osuuden odotetaan elpävän hitaammin ja pysyvän negatiivisena koko arviointijakson ajan.

Kuvio 27 Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot syyskuulta 2020.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Euroalueen maiden talouksille suunnatun finanssipoliittisen tuen lisäksi maat ovat tarjonneet yrityksille mittavia lainatakauspaketteja niiden likviditeettiaseman lujittamiseksi. Näiden takauksien yhteismäärä on noin 20 % koko euroalueen BKT:stä, mutta takauspakettien laajuus vaihtelee huomattavasti maittain. Lainatakaukset merkitsevät valtioille vastuusitoumuksia, ja ne takaukset, joiden perusteella vaaditaan maksuja, lisäävät siis julkisia menoja.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2020 arvioihin verrattuna julkisen talouden näkymät ovat nyt marginaalisesti negatiivisemmat vuosille 2020 ja 2021, mutta hieman suotuisimmat vuodelle 2022. Euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämää suhteessa BKT:hen on nyt korjattu alaspäin 0,2 prosenttiyksiköllä vuodelle 2020 ja 0,1 prosenttiyksiköllä vuodelle 2021 sekä ylöspäin 0,2 prosenttiyksiköllä vuodelle 2022. Vuosien 2020 ja 2021 suuremmat julkisen talouden alijäämät johtuvat enimmäkseen suhdannekorjatun perusjäämän muutoksella mitatusta finanssipoliittikan kevenemisestä, joka liittyy maiden käyttöön ottamiin ylimääräisiin tukitoimiin ja olemassa olevien tukitoimien jatkamiseen. Tätä finanssipoliittikan kevenemistä tasoittavat osittain suhdannekomponentin koheneminen ja hieman aiempaa pienemmiksi arvioitua korkomaksut. Vuoden 2022 lievästi parantuneet näkymät perustuvat pienempiin korkomaksuihin ja

¹³ On syytä huomata, että suhdanteen ja trendin erittelyyn liittyy tämänhetkisessä tilanteessa poikkeuksellisen paljon epävarmuutta.

suotuisampaan suhdannekomponenttiin, jotka enemmän kuin kompensoivat suhdannekorjatun perusjämmän muutoksella mitatun finanssipolitiikan kevenemisen.

Finanssipolitiikan arvioidaan olevan kokonaisuudessaan vahvasti kasvua tukevaa vuonna 2020, mutta supistavaa vuonna 2021, jolloin useimpien tukitoimien odotetaan päättyvän.¹⁴ Finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan olleen jossakin määrin elvyttävä vuonna 2019, mutta vuonna 2020 sen odotetaan olevan voimakkaasti kasvua tukeva 5,4 prosentin tasolla suhteessa BKT:hen. Vuonna 2021 finanssipolitiikan arvioidaan sen sijaan olevan supistavaa 3,1 prosentin tasolla BKT:stä, sillä useimpien pandemian aikana perustettujen tukitoimien odotetaan tällä hetkellä päättyvän vaihteittain ensi vuoden aikana. Tästä huolimatta koko julkisen talouden rahoitusasema pysyy huomattavan negatiivisena, kun talouden elpymistä edelleen tuetaan finanssipoliittisilla välineillä ja erityisesti automaattisilla vakauttajilla.¹⁵ Vuonna 2022 finanssipolitiikan arvioidaan olevan neutraalia.

Euroalueen kokonaisvelkasuhteen arvioidaan harppaavan 100,7 prosenttiin BKT:stä vuonna 2020 ja pienenevän sen jälkeen hyvin asteittaisesti. Tämä 16,6 prosenttiyksikön kasvu vuoteen 2019 verrattuna heijastaa paljolti suuria perusalijäämiä, velan koron ja talouden kasvuvauhdin hyvin epäsuotuisaa suhdetta sekä huomattavaa alijäämä-velkakoikaisua, joka johtuu pandemiaan liittyvistä politiikkatoimista. Vuosina 2021 ja 2022 perusalijäämät ovat vielä merkittävällä tasolla mutta supistuvat, ja kun talouden toimeliaisuuden odotetaan elpyvän, velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisten erojen kohenemisen suotuisat vaikutukset sekä negatiivinen alijäämä-velkakoikaisu vuonna 2022 enemmän kuin kompensoivat ne (ks. kuvio 28). Tämän tuloksena velkasuhteen odotetaan olevan vuoden 2022 lopussa 98,9 % BKT:stä, mikä merkitsee 1,1 prosenttiyksikön korjausta alaspäin verrattuna kesäkuun 2020 arvioihin. Korjaukseen on syynä pääasiassa odotettua suotuisampi velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero arviointijaksolla.

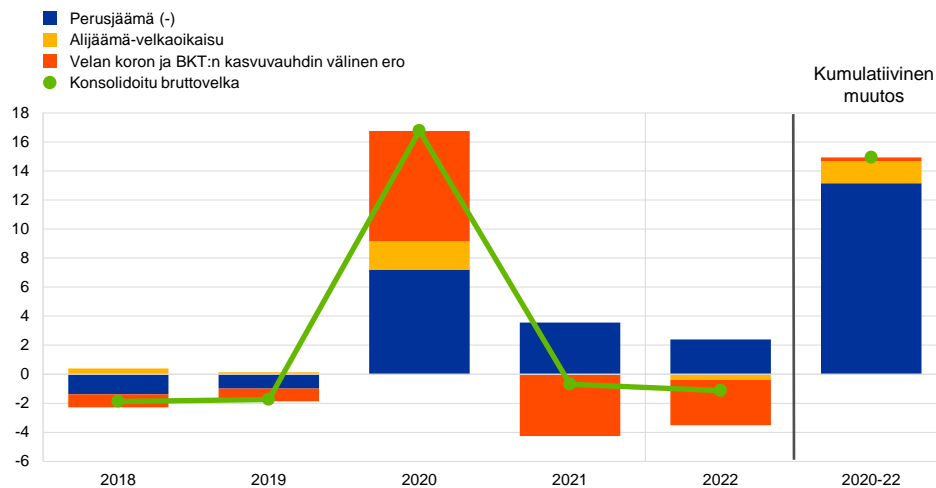
¹⁴ Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Finanssipolitiikan mittarina on tässä muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjämmässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen käsitettä tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa "[The euro area fiscal stance](#)".

¹⁵ Lisätietoja on tämän Talouskatsauksen artikkelissa "Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis".

Kuvio 28

Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkömiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot syyskuulta 2020.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Kunnianhimoinen ja koordinoitu finanssipolitiikan mitoitus on edelleen kriittisen tärkeä ajatellen koronapandemian aiheuttamaa suurta, mutta epätasaista rasisitusta. Siksi on erittäin tervetullutta, että Eurooppa-neuvosto on sopinut NGEU-rahastosta, jossa ensimmäistä kertaa otetaan käyttöön väliaikainen Euroopan tason budjetti täydentämään kansallisen tason finanssipoliittisia vakauttajia. Tällä rahastolla voidaan tukea merkittävästi pandemiasta eniten kärsineitä alueita ja aloja, lujittaa yhtenäismarkkinoita ja saada aikaan kestävä ja vauras elpyminen. On tärkeää, että Eurooppa-neuvoston päätöksen perusteella toteutetaan käytännönläheisiä politiikkatoimia ja että pandemiakriisin lievittämiseksi toteutetut finanssipoliittiset toimet ovat mahdollisimman kohdennettuja ja luonteeltaan väliaikaisia.

Kehikot

1 Bulgarian leu ja Kroatian kuna ERM II -valuuttakurssimekanismissa

Bulgarian leu ja Kroatian kuna liitettiin Euroopan valuuttakurssimekanismiin (ERM II) 10.7.2020. Päätöksen tekivät keskinäisen sopimuksen perusteella euroalueen jäsenvaltioiden valtionvarainministerit, Euroopan keskuspankin pääjohtaja sekä Tanskan, Bulgarian ja Kroatian valtiovarainministerit ja keskuspankkien pääjohtajat. Päätöstä edelsi yhteinen menettely myös Euroopan komission sekä talous- ja rahoituskomitean kanssa. Osallistuminen ERM II:een on yksityiskohtaisesti määritellyn etenemissuunnitelman viimeinen askel. Etenemissuunnitelmassa kuvattiin prosessi, jota luonnehtii Bulgarian ja Kroatian viranomaisten sekä ERM II:n osapuolten välinen rakentava yhteistyö ja joka rakentuu perusteellisten taloudellisten arviointien ja yhdenvertaisen kohtelun periaatteiden varaan.

ERM II esiteltiin vuonna 1999 tapana arvioida maan lähentymistä euroalueeseen. Mekanismilla on kaksi päätarkoitusta. Ensimmäinen on toimia järjestelyinä, jolla hallitaan osallistuvien valtioiden ja euron välisiä vaihtokursseja, ja toinen on tukea lähentymisen arviointia euron käyttöönottoa silmällä pitäen Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 140 mukaisesti. Siten osallistuminen ERM II:een ei ole vain juridisesti valuuttakurssin vakautta koskevan vaatimuksen ytimessä, vaan sen avulla myös testataan lähentymisen kestävyyttä ennen euron käyttöönottoa ja sen jälkeen. Koska osallistuminen ERM II:een ilman merkittäviä paineita on euron käyttöönoton edellytys, kaikkien EU:n jäsenvaltioiden odotetaan liittyvän mekanismiin jossain vaiheessa.

ERM II on monenvälinen järjestely, jossa on kiinteät mutta muutettavissa olevat vaihtokurssit, jotka perustuvat järjestelmään osallistuvien valuuttojen ja euron välisiin keskuskursseihin ja ± 15 prosentin vakiovaihteluväliin. Muita järjestelyn keskeisiä piirteitä ovat keskuspankin interventiot sovitun vaihteluvälin rajojen tuntumassa sekä erittäin lyhytaikaisen rahoituksen tarjonta järjestelyyn osallistuvilta keskuspankeilta. Liittyessään ERM II:een kansalliset keskuspankit voivat yksipuolisesti sitoutua kapeampaan kuin ERM II:n mukaiseen vaihteluväliin ilman, että tästä aiheutuu lisävelvollisuuksia EKP:lle tai muille mekanismiin osallistuville.¹⁶ ERM II:een osallistumisen aikana voi olla tarpeen muuttaa keskuskurssia (kuten Slovakian korunalle aiemmin tehtiin) tai vaihteluvälin leveyttä, jos osallistuvan valtion valuutan tasapainokurssi muuttuu merkittävästi tai talouspolitiikat ovat epäyhtenäisiä. Interventiot vaihteluvälin rajoilla ovat periaatteessa automaattisia ja rajoittamattomia. EKP ja järjestelyyn osallistuvat kansalliset keskuspankit voivat kuitenkin keskeyttää interventiot koska tahansa, jos

¹⁶ Keskinäisesti sovittuja vakiovaihteluvälejä kapeampia vaihteluvälejä tulisi harkita vain erittäin pitkälle edenneessä lähestymisvaiheessa. Tämä pätee Tanskan kruunuun, johon sovelletaan monenvälisesti sovittuja ± 2.25 %:n vaihteluvälejä euroon nähden.

ne ovat ristiriidassa ensisijaisen hintavakauden ylläpitämistä koskevan tavoitteen kanssa.

Kokemus osoittaa, että ERM II:een sopii erilaisia valuuttakurssijärjestelmiä, kuten nyt Bulgarian ja Kroatian tapauksessa. Mekanismi tarjoaa riittävästi liikkumavaraa sokkeihin ja markkinakehitykseen sopeutumista varten. Mekanismiin saattaa sisältyä myös yksipuolisena sitoumuksena tiukasti hallinnoitu tai kiinnitetty valuuttakurssi taikka jopa valuuttakatejärjestelmä.¹⁷ Valuuttakatejärjestelmä oli Viron keskuspankin (Eesti Pank) ja Liettuan keskuspankin (Lietuvos bankas) käytössä ennen euron käyttöönottoa, ja tällä hetkellä Bulgarian keskuspankki (Българска народна банка) käyttää sitä. Kroatian keskuspankki pitää kunan valuuttakurssin euroon nähden vakaana saavuttaakseen ensisijaisen hintavakauden tavoitteensa mutta ei sitoudu kiinteään valuuttakurssiin. Joka tapauksessa kaikkien osallistuvien maiden edellytetään pysyvän mekaniismissa vähintään kahden vuoden ajan, ennen kuin EKP:n ja Euroopan komission laatimissa lähentymisraporteissa voidaan esittää mahdollinen myönteinen arvio euron käyttöönotosta.¹⁸

ERM II:een osallistumiseen johtava prosessi on kehittynyt ajan myötä mutta perustuu aina yhdenvertaisen kohtelun periaatteeseen. Kun viimeisin aalto maita liittyi ERM II:een yli 15 vuotta sitten, mekaniismiin osallistumisen edellytyksenä oli tinkimättömän mutta yleisluontoisen vakauteen tähtäävää rahapolitiikkaa koskevan sitoumuksen laatiminen ja julkistaminen. Seuraavina vuosina finanssikriisistä saatiin useita tärkeitä opetuksia talouspolitiikan kannalta. Kriisi ei vaikuttanut ainoastaan euroalueeseen vaan myös useisiin ERM II:een osallistuviin maihin. Euroalueen hallinnointia uudistettiin kriisin jälkeen tiukentamalla talouden ja julkisen talouden seuranta sekä perustamalla pankkiunioni. Tuolloin ymmärrettiin paremmin, että ERM II:een osallistumisella voi olla merkittäviä vaikutuksia, sillä se tarkoittaa valuuttakurssijärjestelmän muutosta, joka voi muuttaa kansainvälisten ja paikallisten sijoittajien kannustimia. Mekanismiin liittymisen jälkeen erityisesti muu kuin suoriin ulkomaisiin sijoituksiin liittyvä pääoman bruttotuonti kiihtyi voimakkaasti useissa maissa – myös verrattuna muihin alueen maihin samalla jaksolla. Joissakin tapauksissa kehitys osoittautui kestävämmäksi ja johti voimakkaaseen pääomapakoon seuraavina vuosina.

Keskeinen globaalien finanssikriisien opetus oli, että valmistauduttaessa euron käyttöönottoon instituutioiden korkea laatu ja hyvä hallinto auttavat vähentämään liiallisten tasapainottomuuksien muodostumisen riskiä. Parempi rakenteellinen kestävyys luo edellytykset pääoman kohdistamiselle tuottaviin yrityksiin tuotontavoittelijoiden sijaan, joten se tukee lähentymisprosessia pikemmin kuin kuplien muodostumista. Lisäksi hyvä hallinto tarkoittaa sitä, että

¹⁷ Ks. "Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to acceding countries", EKP, Frankfurt am Main, 18.12.2003.

¹⁸ Euron käyttöönotosta päättää Euroopan unionin neuvosto sovellettavien perustamissopimuksen määräysten mukaisesti. Kuultuaan Euroopan parlamenttia ja keskusteltuaan Eurooppa-neuvoston kanssa Euroopan unionin neuvosto päättää komission esityksestä, mitkä euroalueeseen kuulumattomat jäsenvaltiot täyttävät euron käyttöönoton edellytykset. Päätös tehdään useiden Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklassa 140 lueteltujen kriteerien perusteella. Näiden kriteerien täyttymistä käsitteleviä kertomuksia eli lähentymisraporteja laativat EKP ja Euroopan komissio. Neuvosto toimii euron käyttöön ottaneiden jäsenvaltioiden määränemmistön suosituksen mukaisesti.

vähentävät riskejä ERM II -mekanismissa tulevaa euron käyttöönottoa silmällä pitäen. Vaikka uudistukset eivät eliminoi riskejä, niiden tärkeyttä valmistauduttaessa kestävään rahaliiton jäsenyyteen ei tule aliarvioida.

Bulgarian leu ja Kroatian kuna liitettiin ERM II:een niiden nykyisillä valuuttakursseilla. Bulgarian leu liitettiin ERM II:een keskuskurssilla 1,95583 leuta euroa kohden, mikä oli sama kuin Bulgarian valuuttakatejärjestelmässä käytetty kiinteä kurssi. Kroatian kuna liitettiin ERM II:een keskuskurssilla 7,53450 kunaa euroa kohden, mikä vastasi liittymispäivänä 10.7.2020 vallinnutta markkinakurssia.

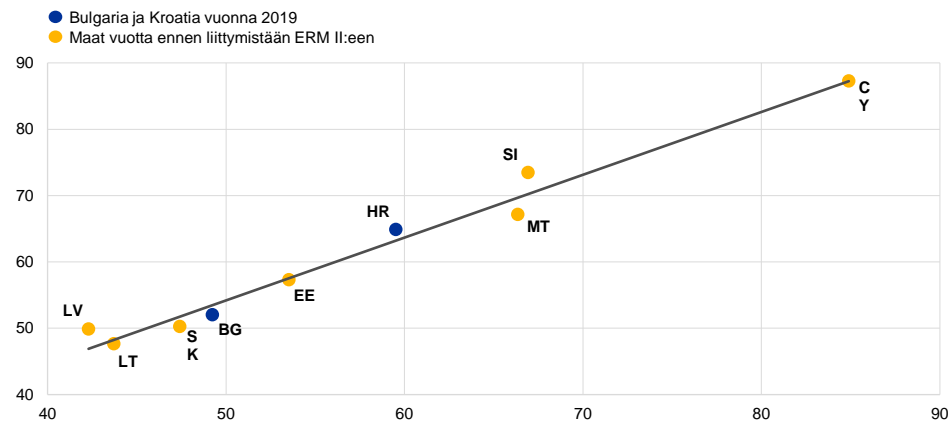
Kummankin valuutan liittäminen mekanismiin vallitsevilla vaihtokursseillaan heijastaa sitä, että sekä Bulgaria että Kroatia ovat kyenneet pitämään valuuttakurssin vakuuttavan vakaana jaksolla, jolloin kumpikin talous on käynyt läpi merkittävän ulkoisen sopeutuksen. Bulgarian keskuspankki on käyttänyt yli kahden vuosikymmenen ajan valuuttakatejärjestelmää, jossa se sitoutuu vaihtamaan leuja euroihin kiinteään vaihtokurssiin. Kroatian keskuspankki on ylläpitänyt kelluvaa valuuttakurssipolitiikkaa, jossa kuna liikkuu euroon nähden varsin kapeassa vaihteluvälissä keskuskurssinsa ympärillä. Vaikka nämä politiikat ovat toimintansa lähtökohdilta erilaiset, kumpikin niistä on palvellut talousjärjestelmäänsä hyvin. Erityisesti ne ovat osoittautuneet kestäviksi myös vakavien markkinahäiriöiden oloissa, meneillään oleva koronaviruspandemia (covid-19) mukaan lukien. Lisäksi molempiin maihin kohdistui huomattavaa ulkoista sopeutusta globaalin finanssikriisin aikana. Siihen kuului suurten vaihtotaseen alijäämien korjaantuminen, sillä ne ovat sittemmin vaihtuneet ylijäämiksi. Tämän seurauksena ulkoiset nettovelat ovat vähentyneet merkittävästi, ja molemmat keskuspankit ovat kartuttaneet reilut puskurit valuuttavarantoja.

Samaan aikaan ulkoisen tasapainottamisen kanssa molemmissa maissa on tapahtunut nimellistä sopeutumista, ja hintataso heijastaa selvästi kummankin talouden lähentymisen tilaa. Molempien maiden hinta- ja kustannustaso nousi merkittävästi ennen finanssikriisiä. Tämä oli osittain reaalisen lähentymisprosessin sivuvaikutusta, joka johtui maiden lähentymisestä kohti muun Euroopan unionin tulotasoa. Sitä vastoin finanssikriisi aiheutti jonkinasteista hinta- ja kustannustason korjausliikettä sekä Bulgariassa että Kroatiassa. Sen seurauksena hintataso suhteessa euroalueeseen on nyt hyvin sopusoinnussa maiden suhteelliseen tulotasoon euroalueeseen nähden. Vaikka nämä hinta- ja tulotasot ovat edelleen merkittävästi euroalueen tason alapuolella, tämä ei itsessään muodosta estettä ERM II:een osallistumiselle. Aiempi kokemus on itse asiassa osoittanut, että ERM II:een vastaavalta tai jopa heikommalta lähentymisen tasolta liittyvät maat ovat kyenneet onnistuneeseen euron käyttöönottoon. Näin ollen tärkeämpi edellytys menestyksekkäälle ERM II:een osallistumiselle on, että hintataso on sopusoinnussa tulotason kanssa (kuten kuvio A osoittaa) ja yleisemmin ottaen maan taloudellisten perustekijöiden kanssa.

Kuvio A

BKT henkeä kohden ja hintataso suhteessa euroalueeseen

(Prosenttia; x-akseli: BKT henkeä kohden suhteessa euroalueeseen; y-akseli: hintataso suhteessa euroalueeseen)



Lähde: EKP.

Euron efektiivisen valuuttakurssin päivitetty kaupapainot

Tietyn valuutan efektiivinen valuuttakurssi (EER) on indeksi, joka muodostuu kahdenvälisen valuuttakurssien painotetuista keskiarvoista valikoitujen kauppakumppanimaiden valuuttoihin nähden. Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi puolestaan saadaan ottamalla tässä nimellisessä indeksissä huomioon suhteellisten hintojen tai kustannusten vaikutus.²¹ Aikaisemmassa kahdenvälisen valuuttakurssien painotusmallissa otettiin huomioon kunkin maan suhteellinen merkitys kauppakumppanina. Nimellinen efektiivinen kaupapainotettu valuuttakurssi on valuutan ulkoisen arvon mittari, kun taas reaalinen efektiivinen kaupapainotettu valuuttakurssi on yleisimmin käytetty indikaattori kuvattaessa tietyn maan talouden kansainvälistä hinta- ja kustannuskilpailukykyä.

EKP on hiljattain päivittänyt euron efektiivisen valuuttakurssin laskentaa. Tarkoituksena on ottaa huomioon maailmankaupan yhteyksien kehitys ja erityisesti kansainvälisen palvelukaupan lisääntynyt merkitys.²² EKP päivittää efektiivisten valuuttakurssi-indeksien laskennassa käytettyjä kaupapainoja joka kolmas vuosi, ja tarkoituksena on ottaa ajantasaisesti huomioon euroalueen kaupan keskipitkän aikavälin kehitys. Edellisen, heinäkuussa 2020 valmistuneen tarkistuksen yhteydessä EKP muutti painotusmallia siten, että siinä otetaan huomioon tehdasteollisuuden lisäksi myös palvelukauppa.²³ Vaikka suurin osa euroalueen kaupasta lukeutuu edelleen tehdasteollisuuteen, palvelukaupan merkitys on kasvanut viimeisten vuosikymmenten aikana globalisaation ja digitalisaation myötä, ja vuoden 2019 lopussa sen osuus euroalueen kaupasta oli noin 30 %.²⁴ Lisäksi tietojen entistä paremman kattavuuden ansiosta palvelukauppa voitiin nyt helpommin sisällyttää EKP:n vakiintuneiden menetelmien mukaiseen laskentaan. Lisäksi efektiivisiin valuuttakurssi-indekseihin sisältyvien kauppakumppanien määrää lisättiin 38:sta 42:een, mikä kattaa lähes 90 % euroalueen teollisuustuotteiden ja palveluiden kaupasta.²⁵

Uudet kaupapainot osoittavat, että 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä lisääntynyt kehittyvien markkinatalouksien merkitys euroalueen kaupassa ei enää kasva, kun taas keski- ja itäeurooppalaisten EU:n jäsenvaltioiden eli KIE-maiden merkitys on kasvanut (ks. kuvio A). KIE-maiden

²¹ Harmonisoidut kilpailukykyindikaattorit (HCI), jotka perustuvat samaan laskentamenetelmään ja dataan kuin euron efektiiviset valuuttakurssi-indeksit, lasketaan erikseen kullekin euroalueen maalle. Niitä on päivitetty samalla tavoin kuin efektiivisiä valuuttakurssi-indeksejä.

²² Ks. efektiivisten valuuttakurssi-indeksien laskennassa käytetyn menetelmän kuvaus: M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro ja C. Pinheiro, "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Journal of Economic and Social Measurement*, Vol. 38, N:o 2, 2013, s. 127–158; sekä R. Brisson ja M. Schmitz. "The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services", *Statistics Paper Series*, EKP (ei vielä julkaistu).

²³ Tässä yhteydessä aikasarjaan lisättiin keskimääräiset kaupapainot kolmen vuoden jaksolta 2016–2018, ja aikaisempien jaksojen painot (1995–2015) päivitettiin.

²⁴ Maat, joilla palvelukaupan osuus on tehdasteollisuutta suurempi, ovat Luxemburg, Kypros, Malta, Irlanti ja Kreikka (laskevassa järjestyksessä).

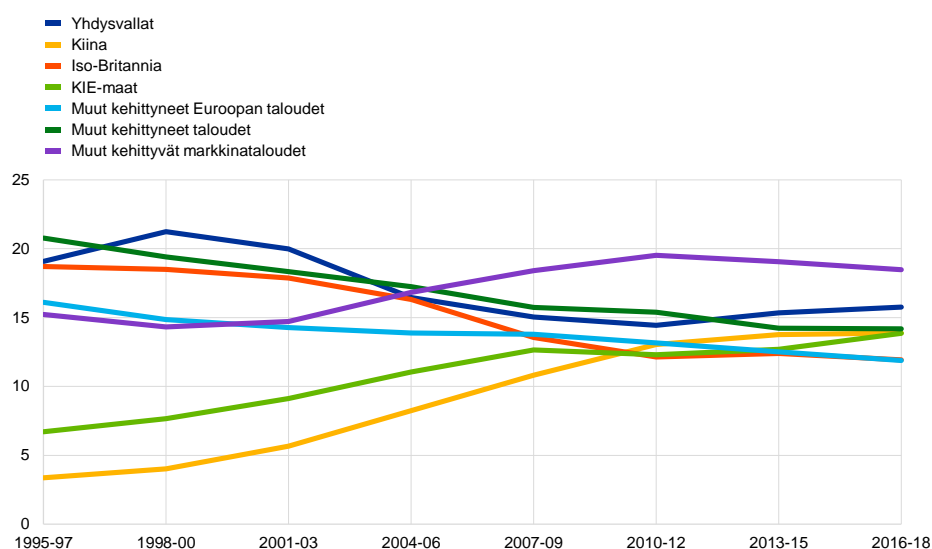
²⁵ Kolumbia, Peru, Saudi-Arabia, Ukraina ja Yhdistyneet arabiemiraatit lisättiin kauppakumppanien ryhmään, johon nyt kuuluvat kaikki euroalueeseen kuulumattomat EU:n jäsenmaat, G20-maat ja OECD-maat, sekä Algeria, Hongkong, Malesia, Marokko, Peru, Filippiinit, Taiwan, Thaimaa, Yhdistyneet arabiemiraatit ja Ukraina. Venezuela poistettiin kauppakumppanien ryhmästä, koska sitä koskevia luotettavia taloudellisia tilastotietoja oli vaikea saada ja koska sen merkitys euroalueen kauppakumppanina on vähentynyt.

yhteenlaskettu osuus euroalueen kaupasta kasvoi vuosina 2016–2018 käytännössä yhtä suureksi kuin Kiinan. Kasvun taustalla oli KIE-maiden entistä vahvempi integroituminen eurooppalaisiin arvoketjuihin. Kehittyvien markkinatalouksien osuus puolestaan väheni, vaikka Kiinan osuus hieman kasvoikin. Yksittäisistä maista Yhdysvallat on pysynyt euroalueen tärkeimpänä kauppakumppanina, ja sen osuus on jopa hieman kasvanut pääasiassa palvelukaupan lisääntyvän merkityksen vuoksi. Seuraavaksi tärkeimmät kauppakumppanit ovat Kiina ja Iso-Britannia, joiden osuus on kuitenkin huomattavasti vähentynyt 1990-luvun puolivälistä lähtien.

Kuvio A

EER-42-indeksin kokonaiskauppapainojen kehitys

(prosentteja)



Lähde: EKP.

Huom. "KIE-maat" ovat Bulgaria, Kroatia, Puola, Romania, Tšekki ja Unkari. "Muut kehittyneet Euroopan taloudet" ovat Islanti, Norja, Ruotsi, Sveitsi ja Tanska. "Muut kehittyneet taloudet" ovat Australia, Etelä-Korea, Hongkong, Israel, Japani, Kanada, Singapore, Taiwan ja Uusi-Seelanti. "Muut kehittyvät markkinataloudet" ovat Algeria, Argentiina, Brasilia, Chile, Etelä-Afrikka, Filippiinit, Indonesia, Intia, Kolumbia, Malesia, Marokko, Meksiko, Peru, Saudi-Arabia, Thaimaa, Turkki, Ukraina, Venäjä ja Yhdistyneet arabiemiraatit.

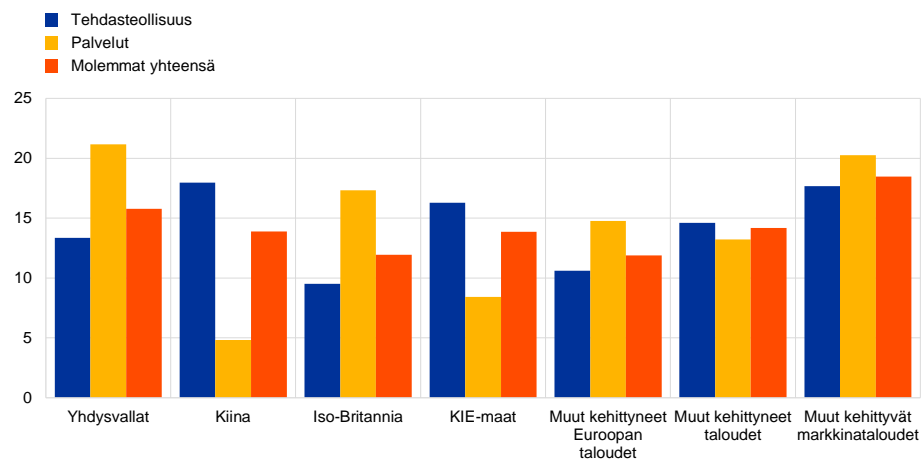
Tehdasteollisuuden ja palvelukaupan suhteellinen merkitys euroalueen tärkeimmillä kauppakumppaneilla vaihtelee huomattavasti (ks. kuvio B).

Yhdysvaltain merkitys euroalueen tärkeimpänä yksittäisenä kauppakumppanina johtuu ensisijaisesti euroalueen kanssa käytävän palvelukaupan suuresta osuudesta etenkin televiestintä-, tietojenkäsittely- ja tietopalveluiden sekä muiden liike-elämän palveluiden alalla. Yhdysvaltain osuus tehdasteollisuudesta sen sijaan on selvästi Kiinan osuutta pienempi. Kiina onkin euroalueen tärkein kauppakumppani, kun otetaan huomioon vain tehdasteollisuus. Palvelukaupan osuus on tehdasteollisuutta suurempi myös Isolla-Britannialla ja ryhmässä "muut kehittyneet Euroopan taloudet". KIE-mailla palvelukaupan osuus taas on paljon pienempi. Niiden maiden kauppayhteydet euroalueen kanssa perustuvat suurelta osin niiden toimimiseen osana Euroopan tehdasteollisuuden arvoketjuja.

Kuvio B

EER-42-indeksin kauppapainot: tehdasteollisuus, palvelut ja molemmat yhteensä

(prosentteja)



Lähde: EKP.

Huom. Kauppapainot ovat keskiarvoja jaksolta 2016–2018. Maaryhmien koostumus on kuvattu kuvion A yhteydessä.

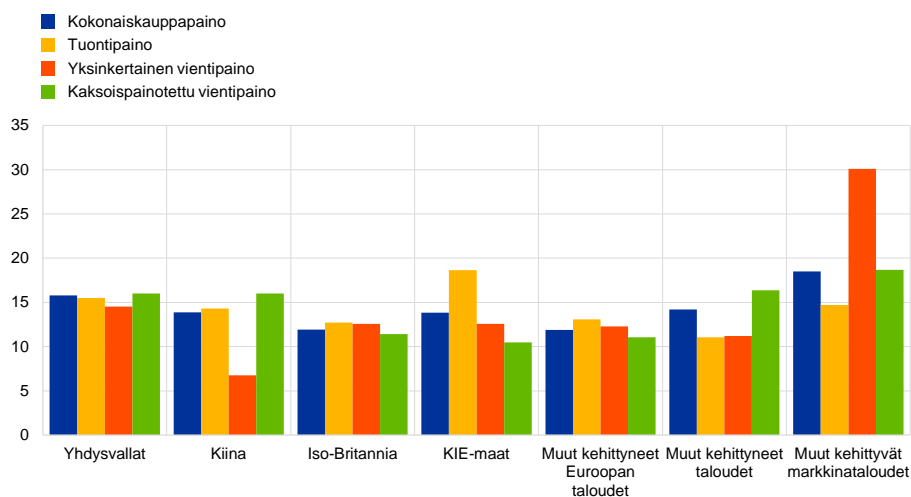
Tuontipainot ja vientipainot ovat useimmilla mailla samankaltaiset myös kolmansien markkinoiden kilpailun vaikutusta koskevan korjauksen jälkeen (ks. kuvio C). Kokonaiskauppapaino on vienti- ja tuontipainojen (painotettu)

keskiarvo, joka mittaa kunkin maan osuutta euroalueen viennistä tai tuonnista. Viennin osalta euroalueen yritykset kilpailevat kuitenkin tietyn maan tuottajien kanssa paitsi niiden kotimarkkinoilla myös muilla ulkomaisilla markkinoilla eli ns. kolmansilla markkinoilla. Tämä vaikutus on huomioitu käyttämällä kokonaiskauppapainojen laskennassa kaksoispainotusta. Useimmilla mailla ja alueilla yksinkertaiset vientipainot ja kaksoispainotetut vientipainot eivät juurikaan poikkea toisistaan, mutta Kiinan kohdalla ero on huomattava. Tämä kuvaa Kiinan roolia maailman tavaraviennin johtavana maana, mikä merkitsee myös, että se on tärkeä kilpailija kolmansilla markkinoilla. Muiden kehittyvien markkinatalouksien kohdalla tilanne on päinvastainen: niiden osuus euroalueen suorasta viennistä on huomattava, mutta koska niiden osuus globaalista viennistä on suhteellisen pieni, ne eivät ole kovin merkittäviä kilpailijoita kolmansilla markkinoilla. Useimmilla mailla tuontipainot ja (kaksoispainotetut) vientipainot ovat myös jokseenkin samat. Huomionarvoisen poikkeuksen tästä yleisestä suuntauksesta muodostavat KIE-maat. Kun tarkastellaan niiden roolia Euroopan pitkälle integroituneissa arvoketjuissa, vaikuttaa siltä, että näiden maiden merkitys euroalueelle on suurempi tuonnin kuin viennin alalla, sekä suoran viennin perusteella että kenties vielä enemmän kolmansien markkinoiden kilpailun perusteella.

Kuvio C

EER-42-indeksin kauppapainot: kokonaiskauppapaino, tuontipaino, yksinkertainen vientipaino ja kaksoispainotettu vientipaino

(prosentteja)



Lähde: EKP.

Huom. Kauppapainot ovat keskiarvoja jaksolta 2016–2018. Maaryhmien koostumus on kuvattu kuvion A yhteydessä.

Päivitetyn painotusmallin perusteella euron nimellisen kurssin vahvistuminen vuoden 2017 alusta lähtien on ollut hieman vähäisempää kuin vanhan mallin perusteella. Ensisijaisena syynä on kehittyneiden talouksien painon lisääntyminen mallissa.²⁶ Vuoden 2017 alun ja elokuun 2020 lopun välisenä aikana

euron päivitetty päivittäinen nimellinen efektiivinen valuuttakurssi EER-42-indeksin kauppakumppanimaihin nähden vahvistui 12,3 %, kun aiemman tehdasteollisuuden painotusmallin perusteella luku oli 13,8 % (ks. kuvio D).²⁷ Muutos johtui siitä, että kehittyneiden talouksien paino on uudessa mallissa suurempi (pääasiassa uuteen painotusmalliin sisällytetyn palvelukaupan vuoksi) ja niiden valuutat heikkenivät euroon nähden keskimäärin vähemmän kuin kehittyvien markkinatalouksien valuutat. Reaalisten valuuttakurssien perusteella kehitys oli kuitenkin hyvin yhdenmukaista. Sekä päivitetyn reaalisen efektiivisen (kuluttajahintaindeksillä deflatoidun) EER-42-indeksin että aikaisempien sarjojen perusteella valuuttakurssi vahvistui hieman alle 7 % tammikuun 2017 ja elokuun 2020 välisenä aikana (ks. kuvio E).

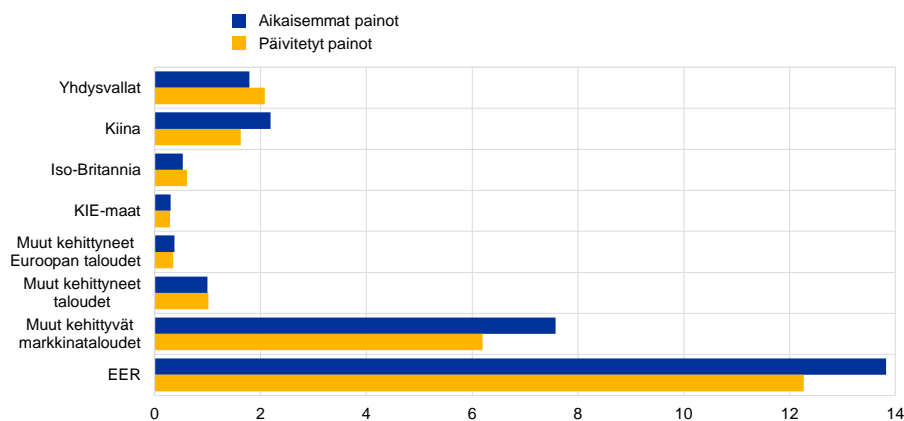
²⁶ Tehdasteollisuuden ja palvelukaupan yhdistettyjä painoja käytetään laskettaessa nimellisiä EER-indeksijä ja reaalisia EER-indeksijä, jotka on deflatoitu kuluttajahintaindeksillä, BKT-deflaattorilla ja koko talouden yksikköyökustannusindeksillä. Sen sijaan reaaliset EER-indeksit, jotka on deflatoitu tehdasteollisuuden tuottajahintaindeksillä ja tehdasteollisuuden yksikköyökustannuksilla, perustuvat edelleen tehdasteollisuuden painoihin.

²⁷ Päivitettyjen ja aikaisempien efektiivisten valuuttakurssien välisiä eroja syntyy myös siitä, että kaikki kauppapainot – myös tehdasteollisuuden painot – päivitettiin datan muutosten ja menetelmäparannusten vuoksi.

Kuvio D

Euron nimellisen efektiivisen valuuttakurssin kehitys aikaisempien ja päivitettyjen painojen perusteella

(prosenttimuutoksia, 31.8.2020 suhteessa 2.1.2017)



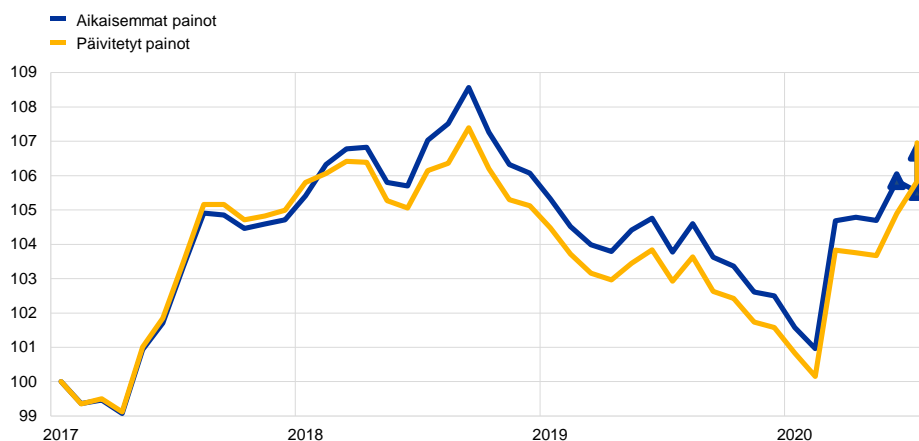
Lähde: EKP.

Huom. Maaryhmien koostumus on kuvattu kuvion A yhteydessä. "Päivitetyt painot" -sarja viittaa EER-42-indeksiin, johon sisältyvät sekä tehdasteollisuus että palvelukauppa ja joka kattaa 42 kauppakumppanimaata. "Aikaisemmat painot" -sarja viittaa EER-38-indeksiin, joka perustui vanhaan painotusmalliin. Vanhaan painotusmalliin ei sisällynyt palvelukauppaa, ja se kattoi vain 38 kauppakumppanimaata. Vanhan painotusmallin käyttö päättyi kesäkuussa 2020.

Kuvio E

Euron reaalisen efektiivisen kuluttajahintaindeksillä deflatoidun valuuttakurssin kehitys aikaisempien ja päivitettyjen painojen perusteella

(indeksi; vertailutasona tammikuu 2017 = 100)



Lähde: EKP.

Huom. "Päivitetyt painot" -sarja viittaa EER-42-indeksiin, johon sisältyvät sekä tehdasteollisuus että palvelukauppa ja joka kattaa 42 kauppakumppanimaata. "Aikaisemmat painot" -sarja viittaa EER-38-indeksiin, joka perustui vanhaan painotusmalliin. Vanhaan painotusmalliin ei sisällynyt palvelukauppaa, ja se kattoi vain 38 kauppakumppanimaata. Vanhan painotusmallin käyttö päättyi kesäkuussa 2020. Aikavälin kesä-elokuu 2020 luvut (merkitty kolmiosyboleilla) ovat päättyneen sarjan mekaanisia päivityksiä.

3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 6.5.–21.7.2020

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä vuoden 2020 kolmannella ja neljännellä vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 6.5.-21.7. Tänä aikana koronaviruskriisiin liittyvä markkinoiden volatilitteetti laantui. Tilannetta auttoivat keskuspankkien toteuttamat toimet sekä valtioiden ja EU:n viranomaisten käyttöön ottamat finanssipoliittiset tukitoimet.

Pankkijärjestelmän likviditeetin määrä jatkoi kasvuaan vuoden 2020 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla. Tärkeimmät kasvun taustatekijät olivat kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) selvitys sekä omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) toteutetut ostot. EKP:n neuvosto päätti 4.6. pitämässään kokouksessa laajentaa pandemiaan liittyvää osto-ohjelmaa 600 miljardilla eurolla yhteensä 1 350 miljardiin euroon ja jatkaa ostoja ainakin kesäkuun 2021 loppuun saakka. Lisäksi EKP päätti, että PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2022 loppuun saakka.

Koronaviruskriisin johdosta EKP:n neuvosto päätti myös perustaa euroalueen ulkopuolisille keskuspankeille uuden eurojärjestelmän repojärjestelyn (EUREP). Repojärjestelyllä varaudutaan euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien mahdolliseen euromääräisen likviditeetin tarpeeseen tilanteessa, jossa koronaviruskriisistä johtuva markkinahäiriö haittaa EKP:n rahapoliittisten toimien sujuvaa välittymistä. EUREP-järjestelyn avulla eurojärjestelmä tarjoaa useille euroalueen ulkopuolisille keskuspankeille euromääräistä likviditeettiä hyväksyttäviä vakuuksia vastaan. Vakuutena voivat toimia euroalueen valtioiden ja ylikansallisten laitosten liikkeeseen laskemat euromääräiset jälkimarkkinakelpoiset velkapaperit. EUREP-järjestely täydentää EKP:n aiempia kahdenvälisiä swap- ja repojärjestelyjä, joilla tarjotaan euromääräistä likviditeettiä euroalueen ulkopuolisille keskuspankeille. Tarkastelujakson aikana julkistettiin uudet kahdenväliset repojärjestelyt Romanian, Serbian ja Albanian kanssa.

3.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 934,7 miljardia euroa. Likviditeettitarve oli 321,3 miljardia suurempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla eli vuoden 2020 kahdella ensimmäisellä pitoajanjaksolla (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 316,6 miljardia euroa ja oli 1 794,3 miljardia euroa. Vähimmäisvarantovelvoitteet puolestaan kasvoivat 4,7 miljardia euroa ja olivat 140,4 miljardia euroa.

Valtioiden talletukset vähensivät likviditeettiä selvästi eniten tarkastelujakson aikana. Valtioiden talletusten likviditeettiä vähentävä vaikutus kasvoi keskimäärin

261,5 miljardia euroa ja oli 583 miljardia euroa. Euroalueen valtioiden talletusten määrä oli ennätyskellisen suuri, ja niiden keskimääräinen osuus eurojärjestelmän taseesta oli yli 9 %, kun se edellisellä tarkastelujaksolla oli alle 6 %. Tämän tavanomaista huomattavasti suuremman kasvun taustalla oli todennäköisesti euroalueen valtioiden koronakriisin vuoksi toteuttamien finanssipoliittisten tukitoimien tai niihin valmistautumisen vaikutus. Valtioiden talletusten lisäksi likviditeettiä vähensivät myös liikkeessä olevien setelien (58,1 miljardia euroa) ja muiden riippumattomien tekijöiden (19,5 miljardia euroa) kasvu. Näiden yhteenlaskettu likviditeettiä vähentävä vaikutus kasvoi siis 77,6 miljardia edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden määrä kasvoi 22,6 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden, mutta kasvun vaikutus jäi edellä mainittua likviditeettiä vähentävän vaikutuksen kasvua pienemmäksi. Erityisesti euromääräisten nettosaamisten määrä väheni 37,9 miljardia euroa. Valuuttamääräisten nettosaamisten määrä puolestaan kasvoi 60,5 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden (ks. taulukon A osa "Varat").

Kaiken kaikkiaan rahapoliittisissa operaatioissa jaetun likviditeetin määrä oli tarkastelujakson aikana huomattavasti suurempi kuin riippumattomien tekijöiden likviditeettiä vähentävä nettovaikutus.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

| | Nykyinen tarkastelujakso: 6.5.2020–21.7.2020 | | | Edellinen tarkastelujakso: 29.1.2020–5.5.2020 | | | | |
|---|---|--|--|---|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| | Kolmas ja neljäs pitoajanjakso | Kolmas pitoajanjakso 6.5.2020–9.6.2020 | Neljäs pitoajanjakso 10.6.2020– 21.7.2020 | Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso | | | | |
| Riippumattomat tekijät | 2 849,3 | (+339,1) | 2 741,3 | (+142,5) | 2 939,4 | (+198,1) | 2 510,3 | (+130,0) |
| Liikkeessä olevat setelit | 1 357,6 | (+58,1) | 1 347,9 | (+26,1) | 1 365,7 | (+17,7) | 1 299,5 | (+27,7) |
| Valtioiden talletukset | 583,0 | (+261,5) | 477,1 | (+102,7) | 671,2 | (+194,2) | 321,5 | (+101,7) |
| Muut riippumattomat tekijät ¹ | 908,8 | (+19,5) | 916,3 | (+13,8) | 902,5 | (-13,8) | 889,3 | (+0,6) |
| Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitalletukset | 2 033,1 | (+437,5) | 1 827,1 | (+142,6) | 2 204,7 | (+377,6) | 1 595,6 | (+85,5) |
| Vähimmäisvarantovelvoitteet² | 140,4 | (+4,7) | 139,4 | (+3,7) | 141,2 | (+1,8) | 135,7 | (+1,4) |
| Talletusmahdollisuus | 330,5 | (+72,3) | 299,9 | (+28,2) | 356,0 | (+56,0) | 258,2 | (+1,8) |
| Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) |

Lähde: EKP.

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

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

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

Varat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

| | Nykyinen tarkastelujakso: 6.5.2020–21.7.2020 | | | | | | Edellinen tarkastelujakso: 29.1.2020–5.5.2020 | |
|---|---|-----------------|---|-----------------|---|-----------------|--|-----------------|
| | Kolmas ja neljäs pitoajanjakso | | Kolmas pitoajanjakso 6.5.2020–9.6.2020 | | Neljäs pitoajanjakso 10.6.2020–21.7.2020 | | Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso | |
| Riippumattomat tekijät | 1 055,4 | (+22,6) | 1 036,7 | (-3,8) | 1 071,0 | (+34,3) | 1 032,8 | (+23,7) |
| Valuuttamääräiset nettosaamiset | 907,3 | (+60,5) | 950,4 | (+24,1) | 871,3 | (-79,1) | 846,7 | (+75,6) |
| Euromääräiset nettosaamiset | 148,2 | (-37,9) | 86,3 | (-27,9) | 199,7 | (+113,5) | 186,1 | (-52,0) |
| Rahapolitiittiset välineet | 4 291,9 | (+824,7) | 3 971,0 | (+320,5) | 4 559,3 | (+588,3) | 3 467,2 | (+195,0) |
| Avomarkkinaoperaatiot | 4 291,9 | (+824,7) | 3 971,0 | (+320,5) | 4 559,3 | (+588,3) | 3 467,2 | (+195,0) |
| Huutokauppaoperaatiot | 1 206,1 | (+464,3) | 984,1 | (+117,8) | 1 391,1 | (+407,0) | 741,8 | (+97,7) |
| Perusrahoitusoperaatiot | 0,6 | (-0,4) | 0,3 | (-0,2) | 0,8 | (+0,5) | 1,0 | (-1,3) |
| Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk) | 2,2 | (-0,9) | 2,0 | (-0,2) | 2,3 | (+0,3) | 3,1 | (-0,3) |
| Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja) | 282,8 | (-188,3) | 418,1 | (-13,2) | 170,0 | (-248,2) | 471,1 | (-118,8) |
| Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja) | 691,9 | (+541,5) | 216,1 | (+16,4) | 1 088,4 | (+872,3) | 150,4 | (+101,9) |
| Ylimääräiset pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot | 228,6 | (+112,4) | 347,5 | (+115,1) | 129,6 | (-217,9) | 116,2 | (+116,2) |
| Suorat arvopaperisijoitukset | 3 085,8 | (+360,4) | 2 986,9 | (+202,7) | 3 168,2 | (+181,3) | 2 725,4 | (+97,3) |
| Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma | 0,6 | (-0,5) | 0,7 | (-0,1) | 0,5 | (-0,2) | 1,1 | (-0,9) |
| Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma | 2,9 | (-0,0) | 2,9 | (-0,0) | 2,9 | (-0,0) | 2,9 | (-0,0) |
| Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma | 282,3 | (+9,3) | 280,7 | (+4,5) | 283,7 | (+3,1) | 273,0 | (+9,2) |
| Velkapaperiohjelma | 36,7 | (-5,5) | 38,5 | (-2,0) | 35,1 | (-3,4) | 42,2 | (-5,6) |
| Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma | 30,8 | (+0,9) | 30,9 | (-0,3) | 30,7 | (-0,2) | 29,9 | (+1,7) |
| Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma | 2 230,2 | (+79,4) | 2 212,9 | (+38,0) | 2 244,5 | (+31,6) | 2 150,7 | (+50,8) |
| Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma | 217,0 | (+18,0) | 212,4 | (+8,0) | 220,9 | (+8,5) | 199,0 | (+15,6) |
| Pandemiaan liittyvä väliaikainen osto-ohjelma | 285,3 | (+258,7) | 207,9 | (+154,7) | 349,8 | (+141,9) | 26,6 | (+26,6) |
| Maksuvalmiusluotto | 0,0 | (-0,0) | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (-0,0) | 0,0 | (-0,0) |

Lähde: EKP.

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

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

| | Nykyinen tarkastelujakso: 6.5.2020–21.7.2020 | | | Edellinen tarkastelujakso: 29.1.2020– 5.5.2020 |
|--|---|--|--|--|
| | Kolmas ja neljäs pitoajanjakso | Kolmas pitoajanjakso 6.5.2020–9.6.2020 | Neljäs pitoajanjakso 10.6.2020– 21.7.2020 | Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso |
| Likviditeettitarpeet yhteensä ¹ | 1 934,7 (+321,3) | 1 844,4 (+150,2) | 2 009,9 (+165,5) | 1 613,4 (+107,7) |
| Riippumattomat tekijät ² | 1 794,3 (+316,6) | 1 705,0 (+146,5) | 1 868,8 (+163,7) | 1 477,8 (+106,3) |
| Ylimääräinen likviditeetti ³ | 2 363,6 (+509,8) | 2 127,1 (+170,8) | 2 560,7 (+433,6) | 1 853,8 (+87,3) |

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 sekkiilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön summa miinus maksuvalmiusluoton käyttö.

Korkokehitys

(keskikorko; prosenttia)

| | Nykyinen tarkastelujakso: 6.5.2020–21.7.2020 | | | Edellinen tarkastelujakso: 29.1.2020– 5.5.2020 |
|-------------------------|---|--|--|--|
| | Kolmas ja neljäs pitoajanjakso | Kolmas pitoajanjakso 6.5.2020–9.6.2020 | Neljäs pitoajanjakso 10.6.2020– 21.7.2020 | Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso |
| Perusrahoitusoperaatiot | 0,00 (+0,00) | 0,00 (+0,00) | 0,00 (+0,00) | 0,00 (+0,00) |
| Maksuvalmiusluotto | 0,25 (+0,00) | 0,25 (+0,00) | 0,25 (+0,00) | 0,25 (+0,00) |
| Talletusmahdollisuus | -0,50 (+0,00) | -0,50 (+0,00) | -0,50 (+0,00) | -0,50 (+0,00) |
| Eonikorko ¹ | -0,460 (-0,01) | -0,457 (-0,01) | -0,463 (-0,01) | -0,451 (+0,00) |
| €STR-korko | -0,546 (-0,01) | -0,542 (+0,00) | -0,548 (-0,01) | -0,536 (+0,00) |

Lähde: EKP.

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

1) €STR-viitekorko plus 0,085 prosenttiyksikköä alkaen 1.10.2019. Eoniakoron ja €STR-koron muutosten erot johtuvat pyöristyksestä.

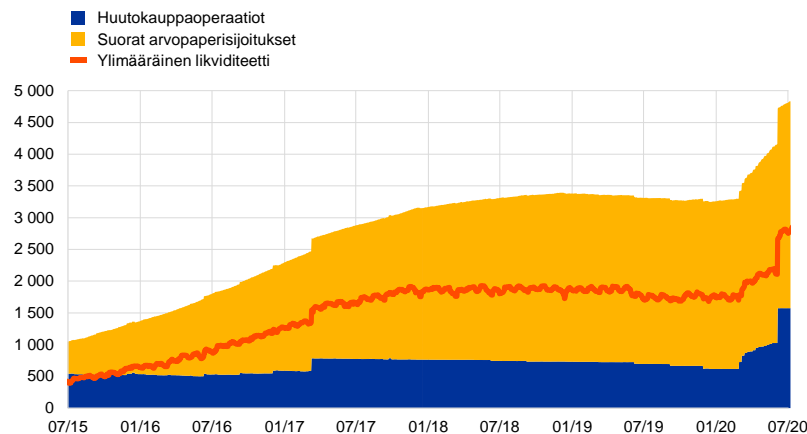
3.2 Likviditeetin tarjonta rahapoliittisissa operaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 824,7 miljardia euroa ja oli 4 291,9 miljardia euroa (ks. kuvio A). Yli puolet eli 56 % rahapoliittisissa operaatioissa jaetun likviditeetin lisäyksestä toteutettiin luotto-operaatioiden kautta ja loput 44 % suorien omaisuuserien ostojen kautta. Rahapoliittisista operaatioista eniten likviditeettiä jaettiin kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan kautta (541,5 miljardia euroa) ja pandemiaan liittyvän ohjelman (258,7 miljardia euroa) kautta.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat tiedot 21.7.2020.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi tarkastelujaksolla 464,3 miljardia euroa, mikä pääosin johtui kesäkuussa 2020 toteutetusta kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan neljännessä operaatiosta (TLTRO III.4). TLTRO

III.4 -operaation kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 541,5 miljardia euroa, mutta sen vaikutusta vähensivät jonkin verran kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden toisessa sarjassa erääntyneet luotot ja luottojen vapaaehtoiset takaisinmaksut. Taustalla oli vastapuolten siirtyminen taloudellisesti houkuttelevampaan TLTRO III.4 -operaatioon. Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden toisessa sarjassa erääntyneiden luottojen ja luottojen vapaaehtoisten takaisinmaksujen vaikutus oli yhteensä -188,3 miljardia euroa. Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden toisen ja kolmannen sarjan lisäksi tärkeitä rahoitusvälineitä olivat uudet ylimääräiset pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (LTRO), joiden kautta jaettiin edelliseen tarkastelujaksoon nähden 112,4 miljardin keskimääräinen lisälikviditeetti. LTRO-operaatiot aloitettiin 12.3.2020 siirtymävaiheen operaatioina, joiden tarkoitus oli tarjota rahoitusta suotuisin ehdoin ennen kesäkuussa 2020 toteutettua kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmatta sarjaa. LTRO-operaatiot erääntyivät 24.6.2020 ennen tarkastelujakson päättymistä. Tarkastelujakson aikana EKP toteutti myös kaksi ensimmäistä operaatiota huhtikuussa 2020 julkistetusta seitsemän ylimääräisen rahoitusoperaation sarjasta (pandemiaan liittyvä kohdentamattomien pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarja, PELTRO). Näiden rahoitusoperaatioiden tarkoitus oli ylläpitää rahamarkkinoiden sujuvaa toimintaa varautumisjärjestelyn avulla. PELTRO-operaatioiden kautta jaettu keskimääräinen lisälikviditeetti oli 8,2 miljardia euroa. Perusrahoitusoperaatioiden ja kolmen kuukauden pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden vaikutus jäi vähäiseksi. Niiden likviditeettiä lisäävä vaikutus väheni keskimäärin yhteensä 1,3 miljardia euroa edelliseen tarkastelujaksoon nähden.

Samanaikaisesti eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 360,4 miljardia euroa ja oli 3 085,8 miljardia euroa. Tämä johtui netto-ostojen jatkumisesta omaisuuserien osto-ohjelmassa ja pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa. Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehdyt keskimääräiset ostot olivat 285,3 miljardia, mikä merkitsi 258,7 miljardin euron kasvua edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Kaikista osto-ohjelmista pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen volyyymi kasvoi eniten. Seuraavaksi eniten volyyymi kasvoi julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jossa keskimääräinen kasvu oli 79,4 miljardia euroa ja volyyymi 2 230,2 miljardia euroa, sekä yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa, jossa keskimääräinen kasvu oli 18,0 miljardia euroa ja volyyymi 217,0 miljardia euroa.

3.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 509,8 miljardia euroa ja oli 2 363,6 miljardia euroa (ks. kuvio A). Eurojärjestelmän tileille tehtyjen varantovelvoitteen ylittävien sekkilitalletusten määrä kasvoi 437,5 miljardia euroa ja oli 2 033,1 miljardia euroa. Talletusmahdollisuuden tileille tehtyjen talletusten määrä kasvoi 72,3 miljardia euroa ja oli 330,5 miljardia euroa. Sekkitileillä olevat varannot tiettyyn enimmäismäärään asti on vapautettu talletusmahdollisuuden tileihin sovellettavasta negatiivisesta talletuskorosta. Tämä tarjoaa pankeille taloudellisen kannustimen tehdä talletuksia sekkitileille talletusmahdollisuuden tilien sijasta.

3.4 Korkokehitys

€STR-korko laski tällä tarkastelujaksolla 0,09 prosenttiyksikköä edelliseen tarkastelujaksoon nähden ylimääräisen likviditeetin lisääntymisen vuoksi. €STR-korko oli tarkastelujakson aikana keskimäärin -0,545 prosenttia, kun se edellisellä tarkastelujaksolla oli keskimäärin -0,536 prosenttia. Eoniakorko, joka lokakuusta 2019 lähtien on €STR-korko plus kiinteä korkolisä, mukaili €STR-korkoa. EKP:n ohjauskorot eli talletusmahdollisuuden, perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusluoton korot pysyivät tarkastelujakson aikana ennallaan.

Epävarmuuden viimeaikaisen kasvun vaikutus euroalueen talouskasvuun

Koronaviruspandemia (covid-19) on johtanut ennennäkemättömään epävarmuuden kasvuun.

Pandemiaan liittyy merkittävää epävarmuutta kaikista näkökulmista: viruksen tarttuvuus ja tappavuus; terveydenhuoltojärjestelmän kyky sopeutua kysynnän voimakkaaseen kasvuun ja kehittää lääketieteellinen ratkaisu; rajoitustoimien (kuten sulkutoimet ja sosiaalisen kanssakäymisen välttäminen) kesto ja tehokkuus sekä niiden vaikutus talouskasvuun ja työllisyyteen; elpymisen nopeus rajoitustoimien päättämisen jälkeen sekä se, missä määrin pandemia vaikuttaa pysyvästi kulutukseen, investointeihin ja kasvupotentiaaliin.

Tässä kehikossa kuvataan epävarmuuden kehitystä euroalueella ja sen todennäköistä vaikutusta reaalityalouden kehitykseen.

Vaikka epävarmuutta ei pysty suoraan havaitsemaan, kirjallisuudessa sille on esitetty ja käytetty useita indikaattoreita.²⁸ Tässä kehikossa kuvataan, miten valitut epävarmuuden mittarit ovat kehittyneet muutaman viime kuukauden aikana sekä hyödynnetään makrotaloudellisen indikaattoriin sisältyvää vaihtelua arvioitaessa epävarmuuden vaikutusta talouskasvuun. Tässä käytetään bayesiläistä vektoriautoregressiivistä mallia (BVAR), jonka avulla voidaan estimoida epävarmuussokin dynaamista vaikutusta kiinnostuksen kohteena olevaan muuttuajaan.

Valitut mittarit vahvistavat, että epävarmuus lisääntyi voimakkaasti samaan aikaan, kun koronavirus levisi euroalueella.

Kuvio A kuvaa neljän valitun epävarmuuden mittarin kehitystä euroalueella 13 viime vuoden aikana. Analyysiin kuuluu kaksi kokonaistaloudellisen epävarmuuden ja kaksi rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden mittaria. Ne perustuvat taloudellisten toteumien ennustamisen vaikeuteen, joka on useiden talouden ja rahoitusmarkkinamuuttujien ennustevirheiden kasvun funktio.²⁹ Lisäksi analyysissä hyödynnetään laajalti käytettyä ennuste-epävarmuuden sijaismuuttujaa, joka mittaa ammattiennustajien erimielisyyttä³⁰, sekä talouspoliittisen epävarmuuden mittaria, joka perustuu sanomalehtien sisältöön³¹. Kuvio osoittaa, että makrotaloudellinen epävarmuus, ennusteiden epäyhtenäisyys ja talouspoliittinen epävarmuus ovat kohonneet historiallisen korkeiksi vuoden 2020 alun jälkeen, kun taas rahoitusmarkkinoiden epävarmuus on lisääntynyt maltillisemmin. Vaikka rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden kasvu todennäköisesti heijastaa epävarmuuden eksogeenistä kasvua, edellä mainittujen epävarmuuden mittarien varsin voimakas nousu todennäköisesti johtuu osittain niiden endogeenisestä reaktiosta suhdanteeseen.³² Nykyisessä ympäristössä sulkutoimien aloittaminen johti vaikeasti ennakoitaviin

Ks. EKP:n Talouskatsauksen 8/2016 artikkeli ”The impact of uncertainty on activity in the euro area”.

²⁹ Ks. K. Jurado, S.C. Ludvigson ja S. Ng, ”Measuring Uncertainty”, *American Economic Review*, Vol. 105, nro 3, 2015, s. 1177–1216.

³⁰ Ks. Esim., V. Zarnowitz ja L.A. Lambros, ”Consensus and Uncertainty in Economic Prediction”, *Journal of Political Economy*, Vol. 95, nro 3, 1987, s. 591–621.

³¹ Ks. S.R. Baker, N. Bloom ja S.J. Davis, ”Measuring Economic Policy Uncertainty”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, nro 4, 2016, s. 1593–1636 ja EKP:n Talouskatsauksen 5/2019 kehikko ”Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach”.

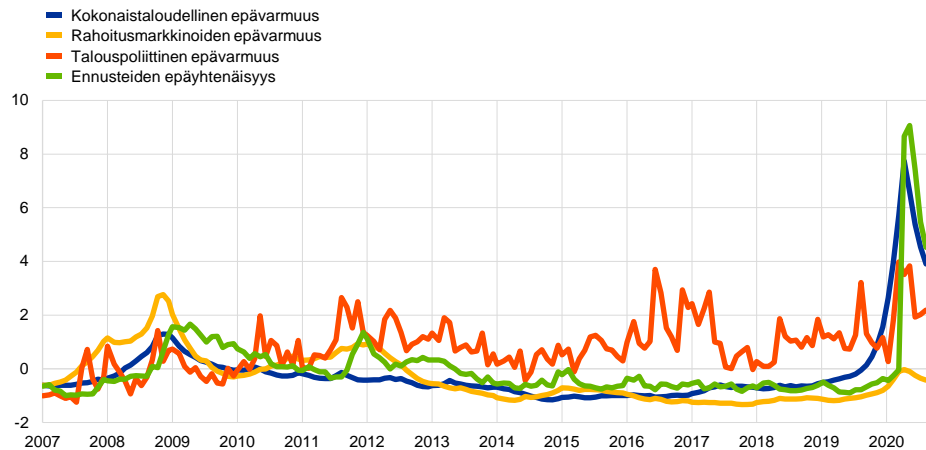
³² Ks. S.C. Ludvigson, S. Ma ja S. Ng, ”Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, ei vielä julkaistu.

makrotaloudellisten muuttujien muutoksiin, joten sitä voidaan pitää ainakin osasyynä kyseisten epävarmuuden mittarien nousuun. Tämä viittaa siihen, että havaittu epävarmuuden kasvu liittyy todennäköisesti koronapandemiaan, joka alkoi vaikuttaa euroalueeseen helmikuussa 2020.

Kuvio A

Epävarmuuden mittarit euroalueella

(Vakioitu poikkeama keskiarvosta)



Lähteet: Eurostat, Haver ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kaikki epävarmuuden mittarit on vakioitu nollan keskiarvoon ja yhden keskihajontaan koko tarkasteluhorisontille kesäkuusta 1991 alkaen. Siten arvo "2" tarkoittaa, että epävarmuuden mittari on kahden keskihajonnan verran historiallista keskiarvoaan korkeammalla. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2020.

Kohonnut epävarmuus todennäköisesti vaimentaa talouskasvua useiden

kanavien kautta.³³ Ensinnäkin, koska investointi- ja työllistämispäätösten peruminen voi olla kallista tai jopa mahdotonta, yritykset saattavat mieluummin lykätä päätöksiä siihen saakka, kunnes saatavissa on enemmän tietoa tai talousnäkyymiä koskeva epävarmuus vähenee. Toiseksi korkea epävarmuus voi vaimentaa taloudellista toimintaa korottamalla riskipreemioita ja velkarahoituksen kustannuksia, sillä ennustettavuuden heikkeneminen johtaa yleisesti ottaen riskinkarttamisen lisääntymiseen. Kolmanneksi korkea epävarmuus saattaa saada kotitaloudet kasvattamaan varautumissäästämistään, mikä vähentää yksityistä kulutusta ja heikentää BKT:n kasvua entisestään. Neljänneksi erittäin korkean epävarmuuden jaksot saattavat muuttaa kotitalouksien ja yritysten käyttäytymistä pysyvästi, erityisesti jos niitä ilmenee usein. Lisäksi ottaen huomioon edellä mainitut vaikutuskanavat korkea epävarmuus saattaa heikentää talouden herkkyyttä raha- ja finanssipolitiikalle; samaan aikaan jos epävarmuus on korkeaa, talouspolitiikka voi vähentää epävarmuutta erityisen tehokkaasti monien edellä mainittujen kanavien kautta.

Mallipohjainen analyysi viittaa siihen, että epävarmuussokeilla on olennainen vaikutus euroalueen reaalityalouden toimeliaisuuteen. BVAR-malli käsittää joukon rahataloudellisia, reaalisia ja nimellisiä muuttujia sekä öljyn hinnan ja

³³ Ks. yleiskatsaus aiheesta N. Bloom, "Fluctuations in Uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, nro 2, 2014, s. 153–176.

luottamusindikaattorin.³⁴ Edellä käsiteltyä makrotaloudellisen epävarmuuden mittaria käytetään euroalueen epävarmuuden sijaismuuttujana. Se kuuluu malliin ensimmäisenä ja eksogeenisimpänä muuttujana, mikä viittaa siihen, että estimoitua vaikutusta voidaan pitää mahdollisen vaihteluvälin ylärajana.³⁵ Malli on estimoitu ajanjaksolle vuoden 1991 toisesta neljänneksestä vuoden 2020 toiseen neljännekseen neljännesvuotuisilla tiedoilla ja neljällä viipeellä.³⁶ Tämän jälkeen mallia käytetään simuloimaan epävarmuussokin dynaamisia vaikutuksia euroalueen talouteen.³⁷

Epäsuotuisalla makrotaloudellisella epävarmuussokilla on merkittävä negatiivinen vaikutus euroalueen BKT:hen lyhyellä aikavälillä (ks. kuvio B).

Kun makrotaloudellinen epävarmuus kasvaa yhden keskihajonnan verran, tällä on BKT:hen negatiivinen vaikutus jopa neljän vuosineljänneksen ajan. Suurin vaikutus havaitaan ensimmäisellä ja toisella neljänneksellä sokin toteuduttua, joista kummankin aikana BKT:n määrään aiheutuu 0,1 prosenttiyksikön suuruinen lovi. Kumulatiivinen vaikutus BKT:n määrään vuoden päästä sokista on arviolta noin 0,4 %. Sen jälkeen vaikutuksen merkittävyys vähenee. Kuten on odotettavissa, reaalin kiinteän pääoman muodostus reagoi epävarmuuden kasvuun paljon BKT:n määrää voimakkaammin (supistuu noin 0,7 % kuuden vuosineljänneksen aikana sokin jälkeen), ja reaalin yksityinen kulutus reagoi vähemmän kuin BKT (supistuu 0,2 % vuoden aikana). Mallissa epävarmuussokki aiheuttaa välittömän ja tuntuvan heikennyksen talouden ilmapiiriin ja pitkäaikaisen vaikutuksen työllisyyteen, joka heikkenee noin 0,2 % kahden vuoden aikana.³⁸

³⁴ BVAR-malliin kuuluu 11 muuttujaa seuraavassa järjestyksessä: (1) makrotaloudellisen epävarmuuden sijaismuuttuja, (2) Euro Stoxx 50 -indeksi, (3) Euroopan talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori (ESI), (4) USD/EUR-valuuttakurssi, (5) pitkä korko, (6) öljyn hinta euroina barreliä kohti, (7) BKT:n deflaattori, (8) kokonaistyöttömyys, (9) reaalin yksityinen kulutus, (10) reaaliset kiinteät kokonaisinvestoinnit ja (11) reaalin BKT. Tämä järjestys perustuu oletuksiin, että rahoitusmarkkinat ja rahataloudelliset muuttujat reagoivat nopeasti ja reaaliset makrotaloudelliset suuret vastaavasti hitaammin.

³⁵ Robustisuusanalyysi, jossa epävarmuus on järjestyksessä viimeinen ja siten endogeenisin muuttuja, yleisesti ottaen vahvistaa seuraavassa esitetyt tulokset.

³⁶ Tässä analyysissä käytetty BVAR-metodologia perustuu artikkeliin M. Lenza ja G.E. Primiceri, "How to estimate a VAR after March 2020", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2461, EKP, elokuu 2020. Virhetermien varianssi-kovarianssimatriisiin sovelletaan Cholesky-hajotelmaa ortogonaalisten sokkien yksilöimiseksi.

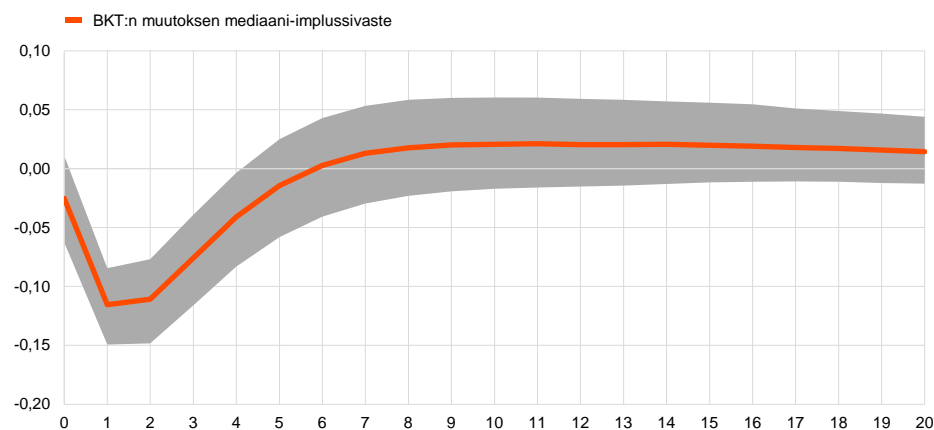
³⁷ Epäsuotuisa makrotaloudellinen epävarmuussokki vastaa yhden keskihajonnan suuruista nousua kyseisessä sokkisarjassa.

³⁸ Impulssivastefunktiot viittaavat siihen, että rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden kasvulla (järjestettynä BVAR-malliin ensimmäisenä tekijänä) on talouskasvuun suunnilleen samansuuruinen vaikutus.

Kuvio B

BKT:n määrän muutoksen reaktio yhden keskihajonnan suuruiseen makrotalouden epävarmuussokista johtuva

(x-akseli: epävarmuussokkia seuraavat vuosineljännekset; y-akseli: prosenttiyksikköä)



Lähde: EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom: BKT:n määrän kasvun impulssivaste yhden keskihajonnan suuruiseen makrotaloudelliseen epävarmuussokkiin on johdettu estimoidusta 11 muuttujan BVAR-mallista neljännesvuotuisella aineistolla vuoden 1991 toisesta neljänneksestä vuoden 2020 toiseen neljännekseen. Yhtenäinen viiva kuvaa mediaani-impulssivastetta ja vaihteluväli osoittaa 68 prosentin luottamusväliä.

Epävarmuuspiikki on todennäköisesti myötävaikuttanut merkittävästi euroalueen BKT:n määrän supistumiseen vuoden 2020 alkupuoliskolla.

Useimmat epävarmuuden mittarit nousivat erittäin jyrkästi tällä jaksolla ja estimoidut impulssivastefunktiot viittaavat siihen, että epävarmuussokin suurin vaikutus toteutuu nopeasti sokin jälkeen ja sitä seuraavalla neljänneksellä. Näin ollen kohonneen epävarmuuden arvioidaan aiheuttaneen noin viidesosan talouskasvun supistumisesta vuoden 2020 alkupuoliskolla ja erityisesti toisella vuosineljänneksellä siten, että vaikutus kiinteän pääoman muodostukseen oli erityisen voimakas.

Epävarmuus todennäköisesti pysyy koholla jonkin aikaa ja saattaa siten heikentää euroalueen BKT:n kasvua muutamalla seuraavalla neljänneksellä.

Havaitut epävarmuuden mittarit olivat erittäin korkeilla tasoilla heinä-elokuussa 2020, ja ne todennäköisesti pysyvät koholla lähitulevaisuudessa ainakin siihen saakka, kun covid-19-pandemiaan löydetään tehokas lääketieteellinen ratkaisu. Lisäksi kuviossa B esitetyt impulssivastefunktiot viittaavat siihen, että epävarmuussokit voivat rasittaa BKT:n kasvua jopa neljän vuosineljänneksen ajan. Tämä kaikki viittaa siihen, että vaikka talouskasvun odotetaan elpymään seuraavien vuosineljännesten aikana, epävarmuus saattaa vaimentaa elpymisen nopeutta ja voimakkuutta lyhyellä aikavälillä. Tässä harjoituksessa käytetty BVAR-malli viittaa siihen, että tämänhetkinen epävarmuussokki häviää vasta asteittain ja saattaa heikentää odotettu elpymistä kumulatiivisesti 5 % vuoden 2021 puoliväliin saakka.³⁹ Jos epävarmuus pysyy koholla pidemmän aikaa, se saattaa vaikuttaa epäsuotuisasti myös pidemmän aikavälin kasvupotentiaaliin.

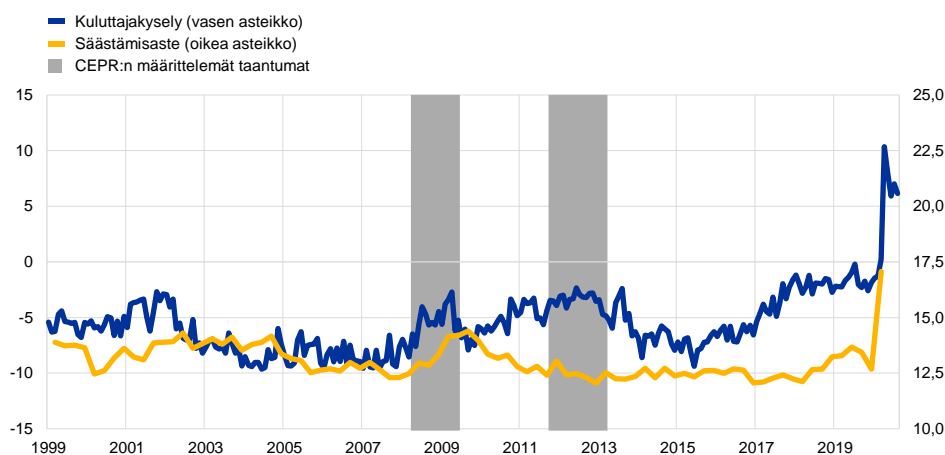
³⁹ Arvio on jokseenkin samansuuntainen viimeaikaisten Yhdysvaltoja koskevien arvioiden kanssa. Ks. S.R. Baker, N. Bloom, S.J. Davis ja S.J. Terry, "COVID-Induced Economic Uncertainty", *NBER Working Paper Series*, nro 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

Koronavirus ja kotitalouksien säästämisen lisääntyminen: varovaisuutta vai pakkoa?

Kotitalouksien säästämisalttius on koronapandemian myötä noussut ennennäkemättömälle tasolle. Sektorikohtaisista tilinpitotiedoista johdettu kotitalouksien säästämisaste (kuvio A) nousi jyrkästi vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä. Neljännesvuotuiset sektoritilinpitotiedot julkistetaan noin kolmen kuukauden viiveellä, joten kotitalouksien säästämisasteesta on yleensä niukasti reaaliaikaista tietoa. Euroopan komission kuluttajakyselyn avulla voidaan kuitenkin muodostaa ajantasaisempi kuukausittainen mittari säästämisalttiudesta. Tämä mittari lasketaan kotitalouksien odotettua säästämistä ja odotettua taloudellista tilaa koskevien vastausten erotuksena. Indikaattori on noussut ennennäkemättömälle tasolle, mikä viittaa siihen, että kotitalouksien säästäminen on lisääntynyt jyrkästi vuoden 2020 toisella neljänneksellä. Tämä näkyy myös kotitalouksien pankkitalletusten kasvuna maaliskuun 2020 jälkeen, kuten jäljempänä esitetään.

Kuvio A
Kotitalouksien säästämisalttius

(Prosenttiyksikköä, prosenttia)



Lähteet: DG-ECFIN, Eurostat ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Harmaat palkit osoittavat talouspolitiikan tutkimuslaitos CEPR:n määrittelemiä taantumajaksoja. Tuorein havainto kotitalouksien säästämisasteesta on vuoden 2020 ensimmäiseltä neljännekseltä ja kuluttajakyselyyn perustavasta mittarista elokuulta 2020. Kaikki tiedot on kausitasoitettu.

Kotitalouksien säästämisen lisääntyminen selittyy mahdollisesti erityisesti kahden tekijän vaikutuksesta. Ensinnäkin viruksen leviämisen rajoittamiseksi käyttöön otetut sulkutoimet estivät kotitalouksia kuluttamasta suurta osaa normaalista kulutuskoristaan, mikä johti pakotettuun – eli muuhun kuin vapaaehtoiseen – säästämiseen.⁴⁰ Toiseksi pandemian äkillinen puhkeaminen lisäsi merkittävästi epävarmuutta tulevista tuloista ja erityisesti työttömyyden riskistä, mikä

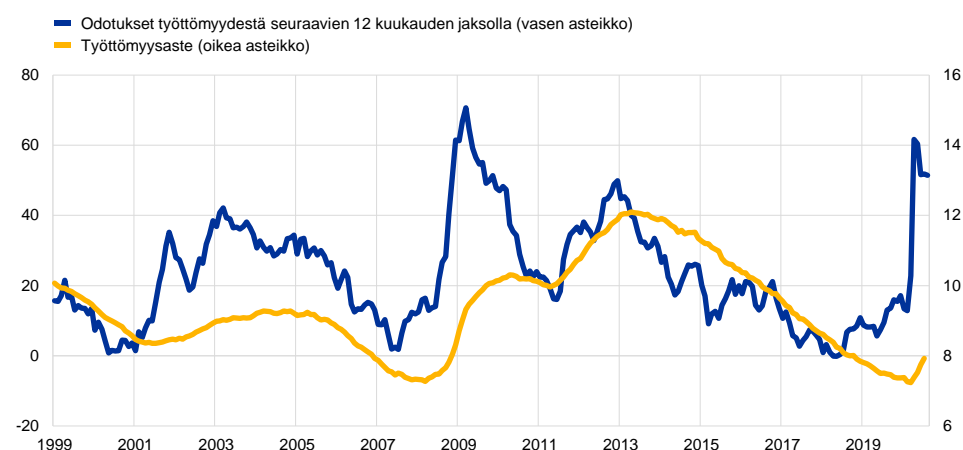
⁴⁰ On syytä huomata, että covid-19-tartuntariskin vuoksi tekijä saattaa ilmentää myös kuluttajien vapaaehtoista pidättäytymistä tietyn tyyppisestä kulutuksesta (esim. ravintolakäynnit ja matkailu), vaikka kyseistä kulutusta ei olisikaan kielletty.

johti varautumissäästämiseen.⁴¹ Tästä herää kysymys, miten näiden tekijöiden vaikutusta kotitalouksien säästämisen lisääntymiseen vuoden 2020 alkupuoliskolla voisi kvantifioida.

Tässä kehikossa estimoidaan säästämisasteeseen vaikuttavia tekijöitä yksinkertaisen paneelimallin avulla. Modyn ym. tutkimuksen kaltaisesti säästämisastetta kuvaava paneelimalli voidaan estimoida viiden suurimman euroalueen jäsenvaltion neljännesvuotuisista tiedoista vuosilta 2003–2019.⁴² Vaikka kyseinen malli käsittää tyypillisimmät kotitalouksien säästämisen taustatekijät, tässä kehikossa varovaisuussäästämisen vaikutuksia estimoidaan kotitalouksien tulevaa työttömyyttä koskevien odotusten perusteella.⁴³ Tämä on sopusoinnussa aiemman kirjallisuuden kanssa, jossa kotitalouksien työttömyysriskiä on approksimoitu kotitalouksien kokonaistyöttömyysastetta koskevien odotusten perusteella (esim. Carroll ym.). Tämä valinta on merkityksellinen erityisesti nykytilanteessa, jossa kotitalouksien työttömyysodotusten noususta (kuvio B) huolimatta toteutunut työttömyysaste on tähän saakka ollut hyvin staattinen.⁴⁴

Kuvio B Työttömyysaste ja työttömyysodotukset

(Saldoluvut; prosenttia työvoimasta)



Lähteet: DG-ECFIN ja Eurostat.

Huom. Tuorein havainto työttömyysodotuksista on elokuulta 2020 ja työttömyysasteesta heinäkuulta 2020.

Estimoidun mallin avulla voidaan laskea varautumissäästämisen kontribuutio. Odotettu työttömyysaste selittää suuren osan säästämisasteen historiallisesta

⁴¹ Olemassa olevaa näyttöä työttömyysriskistä ja varautumissäästämisestä esitetään julkaisuissa R. Campos ja I. Reggion, "Consumption in the shadow of unemployment", *European Economic Review*, Vol. 78, 2015, s. 39–54 sekä M. Ravn ja V. Sterkin, "Job uncertainty and deep recessions", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 90, 2017, s. 125–141.

⁴² Ks. A. Modyn, F. Ohnsorge ja D. Sandrin, "Precautionary savings in the Great Recession", *IMF Economic Review*, Vol. 60, 2012, s. 114–138 sekä C. Carroll, J. Slacalek ja M. Sommerin, "Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects", National Bureau of Economic Research Working Paper nro 26131, elokuu 2019.

⁴³ Mallissa säästämisaste on selitettävä muuttuja, jota selittävät muuttujat ovat kotitalouksien työttömyysodotukset, odotettu kotitalouksien tulojen kasvu, viivästetty kotitalouksien rahoitusvarallisuussuhde sekä kotitalouksien luotonsaanti-tilanne. Kotitalouksien odotettuja tuloja kuvataan seuraavan vuosineljänneksen toteutuvilla tuloilla.

⁴⁴ Euroopan komissio, European Economic Forecast, Summer 2020, Institutional Paper 132, heinäkuu 2020.

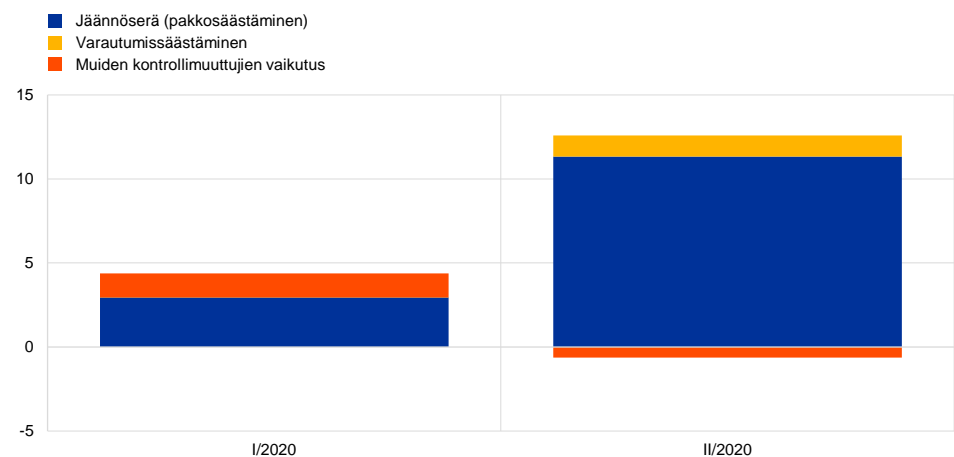
vaihtelusta. Laskusuhdanteissa varovaisuusmotiivit ovat tyypillisesti tärkeitä kotitalouksien säästämisen kasvua selittäviä tekijöitä. Koska kotitalouksien tulevaa työttömyyttä koskevista odotuksista on saatavissa tietoa kesäkuuhun 2020 saakka, voimme käyttää estimoitua mallia varautumissäästämisen vaikutuksen laskemiseen vuoden 2020 alkupuoliskolla.

Pakkosäästäminen näyttää olevan kotitalouksien säästämisen viimeaikaisen lisääntymisen tärkein taustatekijä. Kuvio C osoittaa, kuinka odotetun työttömyyden viimeaikainen kasvu vahvasti merkittävästi varautumissäästämisen vaikutusta säästämistason nousuun toisella vuosineljänneksellä. Vaikka mallin sovitte otokseen on varsin hyvä, se ei kykene selittämään suurinta osaa säästämistason viimeaikaisimmasta noususta. Suurin osa tästä selittämättömästä osasta näyttää liittyvän kulutusrajoitteisiin, jotka koskivat monia tavaroita ja palveluja sulkutoimien aikana, ja siten sitä voidaan pitää arviona pakkosäästämisestä. Oheisessa kuviossa varautumissäästämisen vaikutus näyttää hyvin pieneltä verrattuna arvioon pakkosäästämisestä toisella vuosineljänneksellä. On kuitenkin otettava huomioon, että varautumissäästämisen osuus on historiallisesti tarkastellen suuri, vaikka se pakkosäästämiseen verrattuna vaikuttaakin vähäiseltä.

Kuvio C

Kotitalouksien säästämistason nousuun vaikuttavat tekijät

(Muutos vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä, prosenttiyksikköä käytettävissä olevista tuloista)



Lähteet: Eurostat ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Säästämistason muutos vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä perustuu virallisiin tilastoihin, kun taas esitetty vuoden 2020 toisen neljänneksen muutos on sisäinen arvio.

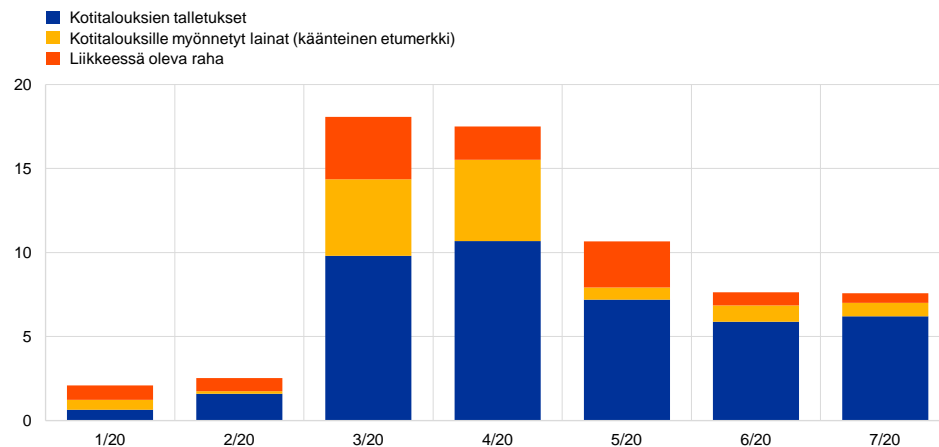
Kotitalouksien pankkitalletukset kasvoivat voimakkaasti sulkutoimien aikana.

Sopuosoinnussa pakkosäästämisen suuren osuuden kanssa säästämisen kasvu näkyi pääosin pankkitalletusten kasvuna, joskin siihen näyttää liittyneen myös luottovirtojen vähenemistä maalisi- ja huhtikuussa (kuvio D). Tässä yhteydessä on syytä huomata, että kotitalouksille myönnettyjen luottojen supistuminen kyseisinä kuukausina on voinut johtua myös sulkutoimien vaikutuksesta. Kulutusluotto perustuu tyypillisesti kulutukseen, ja asuntolainavirtojen väheneminen on saattanut johtua asuntokaupankäynnin vaikeuksista.

Kuvio D

Kotitalouksien talletukset, lainat ja liikkeessä oleva raha

(Muutos joulukuusta 2019, prosenttiyksikköä käytettävissä olevista tuloista)



Lähteet: Eurostat ja EKP.

Huom. Kotitalouksien lainat on raportoitu käänteisellä etumerkillä. Rahavirtojen kontribuutiota pidetään ylärajana, sillä hallussa pitävien sektorien jakaumaa ei ole saatavissa. Tuorein havainto on heinäkuulta 2020.

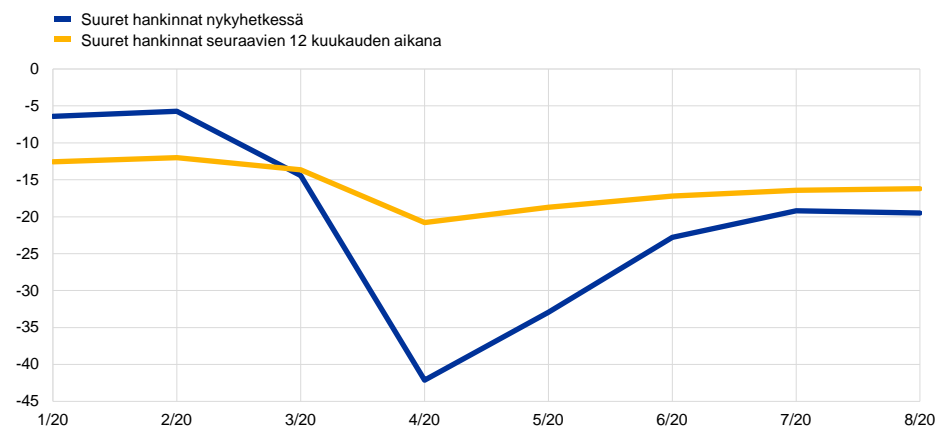
Säästöjen kertymisestä huolimatta patoutuneeseen kysyntään liittyy lyhyellä aikavälillä huomattavaa epävarmuutta.

Patoutunut kysyntä kuvaa tavaroiden kysynnän nopeaa kasvua tilapäisesti taantumaa edeltänyttä tasoa korkeammalle. Koska kuluttajat tapaavat pidättäytyä hankinnoista taantumien aikana, kysynnästä muodostuu patoutumaa, joka purkautuu, kun talouden elpymisestä saadaan merkkejä. Koronapandemian aiheuttama laskusuhdanne on kuitenkin erilainen, koska kotitalouksien kulutuksen supistuminen on ollut osittain pakotettua. Lähes puolet yksityisen kulutuksen supistumisesta liittyy lykättävissä oleviin kulutuksen komponentteihin (esim. elektroniikka ja autot). Viimeaikaiset tilastotiedot vähittäiskaupasta ilmentävät voimakasta elpymistä monissa tavararyhmissä, mikä saattaa osittain johtua patoutuneen kysynnän purkautumisesta. Tässä vaiheessa tätä vaikutusta on kuitenkin vaikeaa erottaa pandemian aiheuttamasta kulutuskorien ilmeisestä muutoksesta (esim. polkupyörät ja kotitoimistolaitteet). Elokuuhun ulottuva Euroopan komission kuluttajakysely (kuvio E) viittaa siihen, että kotitaloudet odottavat nyt käyttävänsä vähemmän rahaa suuriin hankintoihin seuraavien 12 kuukauden aikana kuin ne odottivat vuoden 2020 alussa, vaikka niiden kerryttämät säästöt ovat kasvaneet. Näin ollen varovaisuusmotiivit saattavat pitää kotitalouksien säästämisalttiuden seuraavan vuoden aikana korkeampana kuin ennen koronakriisiä.

Kuvio E

Suuret hankinnat

(Saldoluku)



Lähde: DG-ECFIN.
Huom. Tuorein havainto elokuulta 2020.

Välillisten verojen vaikutus euroalueen inflaatioon ja sen näkymiin

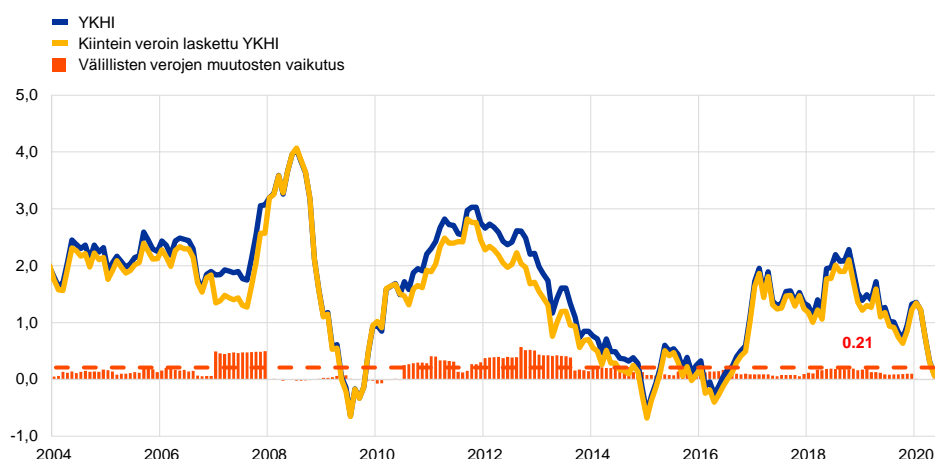
Välillisten verojen muutokset voivat vaikuttaa näkyvästi kuluttajahintoihin.

Vaikutuksen tarkasta laajuudesta on epävarmuutta, koska se riippuu siitä, missä määrin yritykset voivat tai haluavat siirtää veronkorotukset kuluttajahintoihin. Eurostat on vuodesta 2004 alkaen julkaissut kiintein veroin laskettua yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. Siinä oletetaan välillisten verojen muutosten siirtyvän välittömästi ja täydellisesti kuluttajahintoihin, joten veromuutosten vaikutukset näkyvät siinä keskimäärin todellista voimakkaampina.⁴⁵ Tämän mittarin perusteella välillisten verojen muutosten vaikutus euroalueen YKHI-inflaatioon on ollut keskimäärin 0,2 prosenttiyksikköä, mutta se on ollut paljon voimakkaampi veronkorotusten yhteydessä, kuten vuonna 2007 ja vuosina 2011–2014 (ks. kuvio A).

Kuvio A

YKHI ja kiintein veroin laskettu YKHI

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot heinäkuulta 2020. Katkoviiva kuvaa vuodesta 2004 alkaen laskettua pitkän aikavälin keskiarvoa.

Kahden viime vuosikymmenen aikana välilliset verot ovat enimmäkseen nousseet. Koronaviruspandemian myötä monet euroalueen maat ovat kuitenkin laskeneet välillisiä veroja enemmän kuin euroalueella on koskaan ennen tapahtunut. Saksassa ja Irlannissa on väliaikaisesti alennettu yleisiä arvonlisäveroja, ja monissa muissa euroalueen maissa on äskettäin tehty kohdennettuja alennuksia välillisiin veroihin (ks. kuvio B).⁴⁶ Jos oletetaan, että alennukset ovat siirtyneet välittömästi ja täydellisesti hintoihin, Eurostatin kiintein veroin laskettu YKHI viittaa siihen, että Saksan arvonlisäveron alennus olisi

⁴⁵ Ks. marraskuun 2009 Kuukausikatsauksen kehikko "New statistical series measuring the impact of indirect taxes on HICP inflation."

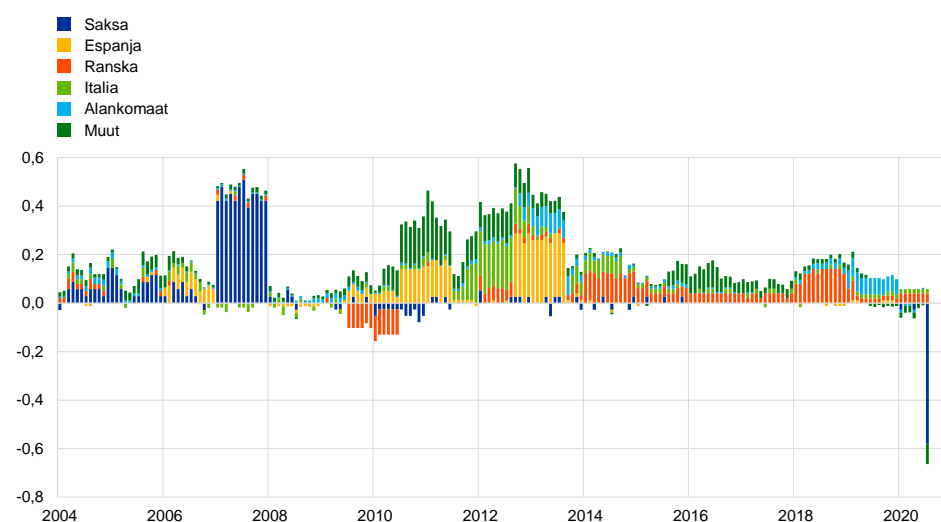
⁴⁶ Nämä muutokset kattavat joitakin pandemiasta erityisesti kärsineitä aloja, kuten matkailuun liittyvät palvelut (esimerkiksi Belgiassa, Kreikassa, Kyproksessa ja Itävallassa) ja kuntosalien jäsenyydet ja liikuntatunnit (Alankomaat ja Portugali), mutta myös elintarvikkeet ja juomat (Saksa, Italia, Itävalta ja Slovakia) ja lääkintätarvikkeet (Belgia, Kreikka, Ranska, Malta, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Slovakia).

hidastanut euroalueen YKHI-inflaatiota heinäkuussa 2020 noin 0,6 prosenttiyksiköllä. Koska väliaikaista veronalennusta sovelletaan heinäkuusta joulukuuhun 2020, vuositasolla vaikutus saattaa jäädä noin puoleen tästä. Mekaanisesti laskien alennusten hidastava vaikutus ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon olisi suuruudeltaan samaa luokkaa, ja se kasvaisi vielä 0,1 prosenttiyksiköllä, jos huomioon otettaisiin myös kaikkien muiden euroalueen maissa tehtyjen välillisten verojen muutosten nettovaikutus.⁴⁷

Kuvio B

Välillisten verojen muutosten vaikutus YKHI-inflaatioon

(vaikutukset prosenttiyksikköinä YKH:n ja kiintein veroin lasketun YKH:n välisen eron perusteella)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot heinäkuulta 2020. Välillisten verojen muutosten vaikutus lasketaan YKHI-inflaation ja kiintein veroin lasketun YKHI-inflaation välisenä erona sillä oletuksella, että välillisten verojen muutokset välittyvät hintoihin välittömästi ja täydellisesti.

Välillisten verojen viimeaikaisten alennusten tosiasiallinen vaikutus inflaatioon on huomattavan epävarma.

Ensinnäkin euroalueen maissa on välillisten verojen alennuksista vain harvoja aikaisempia esimerkkejä, joiden perusteella voitaisiin arvioida todennäköistä välittymisastetta.⁴⁸ Toiseksi koronaviruspandemian aiheuttama yleisen taloustilanteen äkillinen ja jyrkkä heikkeneminen saattaa vaikuttaa yritysten hinnoittelu- ja voittomarginaalinäkökohtiin eri tavoin kuin normaalissa taloussuhdanteessa, mikä taas vaikuttaa välittymisasteeseen (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko ”Epävarmuuden viimeaikaisen kasvun vaikutus euroalueen talouskasvuun”). Viimeiseksi suurin osa voimassa olevista välillisten verojen alennuksista muodostuu Saksan arvonlisäveron alennuksesta, joka on vain väliaikainen (ja euroalueen maissa hyvin harvinainen) ja saattaa siten tuottaa epätavallisia ennakointivaikutuksia. Kaikki tämä viittaa siihen, että vaikka

⁴⁷ Suurten euroalueen maiden osalta Ranskassa ja Italiassa vuoden 2020 alussa toteutetut välillisten elintarvike- ja energiaverojen korotukset tasoittavat pieneltä osin viimeaikaisia pandemiaan liittyviä välillisten verojen alennuksia. Muita välillisten verojen korotuksia on kohdistettu tupakkaan (Viro, Ranska, Liettua, Luxemburg, Alankomaat ja Itävalta) ja energiaan (Latvia, Liettua, Luxemburg ja Suomi).

⁴⁸ Tyypillisiä yleisen arvonlisäverokannan alennuksia ovat olleet pienet kevennykset Alankomaissa vuosina 1989 ja 1992, Portugalissa 1992 ja 2008, Latviassa 2012, Italiassa 1980, Ranskassa 2000 ja Irlannissa vuosina 1990, 1991, 2001 ja 2010.

empiirisissä tutkimuksissa onkin todettu välillisten verojen pysyvien korotusten välittyvän vahvasti, ei voida mutkattomasti olettaa, että tämänhetkisten väliaikaisten veronalennusten välittymisvaikutukset olisivat yhtä vahvat.⁴⁹ Iso-Britannia toteutti vuosina 2008–2009 väliaikaisen arvonlisäveron alennuksen, joka oli voimassa 13 kuukauden ajan. Aluksi sen arvioitiin välittyneen hintoihin täydellisesti, mutta hinnoissa tapahtui myös vastakkaista kehitystä, jonka vuoksi välittyminen oli viime kädessä vain osittaista.^{50,51}

Välillisten verojen äskettäisten alennusten siirtyminen hintoihin vaihtelee luultavasti aloittain ja jää kaiken kaikkiaan epätäydelliseksi.

Saksassa välittymisen voidaan olettaa olevan huomattavaa joillakin aloilla, kuten energia-alalla ja supermarketkaupan alalla. Muutosten välittyminen hintoihin voidaan kuitenkin olettaa paljon vähäisemmäksi aloilla, joilla sulkutoimet ovat johtaneet suurempiin tulonmenetyksiin tai joilla hintojen muutoksesta aiheutuvat kustannukset ovat suurempia, kuten palvelualoilla tai kestokulutustavaroiden vähittäiskaupassa. Lisäksi YKHI-korista jää arvonlisäverotuksen ulkopuolelle merkittävä osuus, esimerkiksi vuokrat, joihin arvonlisäveron muutos ei siis vaikuta. Näin ollen välillisten verojen äskettäiset alennukset vaikuttavat todennäköisesti huomattavassa määrin elintarvikkeiden ja energian hintojen inflaatioon, mutta niiden vaikutus ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon jää vähäisemmäksi.

EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2020 arvioissa euroalueen maiden välillisten verojen alennukset muovaavat vuosien 2020–2021 inflaatioprofiilia.

Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan kasvavan jatkuvasti siten, että oltuaan 0,8 % vuonna 2020 se on 0,9 % vuonna 2021 ja 1,1 % vuonna 2022. Jos kuitenkin jätetään huomiotta välillisten verojen muutosten arvioitu todellinen vaikutus, ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan hidastuvan vuodelle 2020 arvioidusta 0,9 prosentista 0,8 prosenttiin vuonna 2021⁵² ja kiihtyvän jälleen 1,1 prosenttiin vuonna 2022 (ks. kuvio C). Vaikka näissä ennusteissa odotetaan välillisten verojen alennusten välittyvän inflaatioon varsin rajallisesti (vain noin 50 %), välittymisvaikutukset riittävät kuitenkin muuttamaan inflaation tasaisen nousun vuosina 2020–2022 lievästi V:n muotoiseksi pohjainflaation käyräksi. Rahapolitiikan välittymisen kannalta on tärkeää ymmärtää välillisten verojen vaikutus inflaatiokäyrään ja -odotuksiin.

⁴⁹ Artikkelissa Y. Benzarti, D. Carloni, J. Harju ja T. Kosonen, "What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes", *Journal of Political Economy*, tulossa, 2020, osoitetaan, että arvonlisäveron korotukset siirtyvät hintoihin voimakkaammin kuin veron alennukset.

⁵⁰ Empiiristen tulosten mukaan "yritykset siirsivät aluksi arvonlisäveron alennuksen hintoihin (täydellinen välittyminen), [mutta] korottivat noin kaksi kuukautta myöhemmin hintoja vähintään osittain kohti aiempaa tasoa" (ks. T. F. Crossley, H. W. Low ja C. Sleeman, "Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK", *IFS Working Paper*, nro W14/16, 2014).

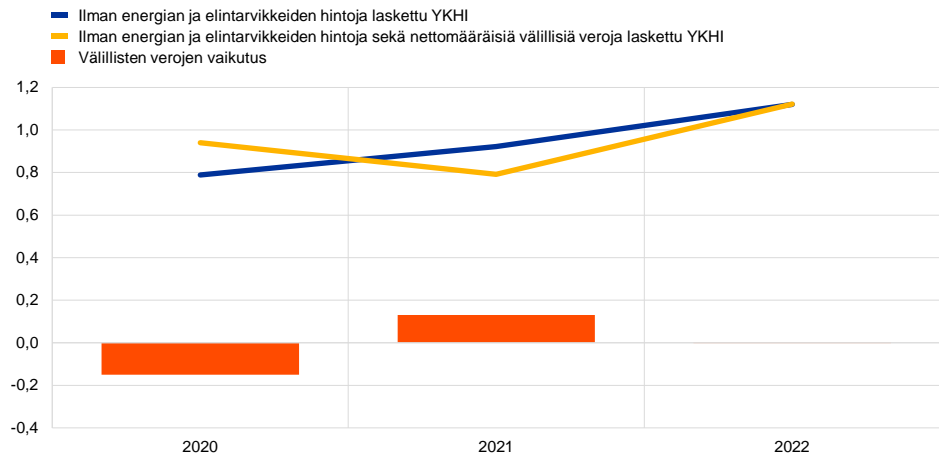
⁵¹ Sen, soveltavatko yritykset välillisen veron muutosta muuttamalla kullekin tuotteelle ilmoitettua hintaa vai tuomalla veromuutoksen hintaan kassalla, ei pitäisi vaikuttaa inflaatiolukuihin, jos hintojen keruussa otetaan huomioon myös ne veromuutokset, joita sovelletaan vasta kassalla, kuten Saksassa tehdään.

⁵² Saksan arvonlisäveron vuonna 2021 kumottavan alennuksen väliaikaisuus vaikuttaa nopeuttavasti ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon vuoden 2021 jälkipuoliskolla, mikä selittää ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation ja ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja sekä nettomäärisiä välillisiä veroja lasketun YKHI-inflaation välisen positiivisen eron.

Kuvio C

Välillisten verojen muutosten vaikutus ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation ennusteisiin

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat, EKP:n laskelmat, euroalueen talousnäkymiä koskevat syyskuun 2020 arviot.

Huom. Laskelma välillisten verojen muutosten vaikutuksesta perustuu arvioihin muutosten tosiasiallisesta välittymisestä.

Julkiset lainatakaukset ja pankkien luotonanto pandemia-aikana

Useimmat euroalueen valtiot ovat perustaneet laajoja julkisia lainatakausohjelmia varmistaakseen pankkilainojen saatavuuden yrityksille.

Yritysten pankkilainojen kysyntä on maaliskuusta 2020 alkaen kasvanut ennätysmäisille tasoille, kun yritykset ovat pyrkineet selviytymään koronavirussokin aiheuttamista likviditeettivajeista. Kysynnän kasvun taustalla oli yritysten heikentynyt kyky rahoittaa juoksevia kustannuksiaan liiketoiminnan rahavirroilla, kun niiden tulot putoivat jyrkästi sulkutoimien aikana. Tästä syntyi akuutteja likviditeettitarpeita käyttöpääoman ja välttämättömien investointien rahoittamiseksi. Hyvin epävarmassa tilanteessa yritykset hakivat lainoja myös kerryttääkseen varotoimena likviditeettipuskureita tai sopeutuakseen uuteen toimintaympäristöön. Jotta pankit voisivat vastata lainakysynnän kasvuun suotuisin ehdoin, useimmat euroalueen valtiot ovat toteuttaneet järjestelyjä julkisten takausten tarjoamiseksi pankkilainoille. Näillä järjestelyillä osa luottoriskistä ja mahdollisista luottotappioista siirretään pankeilta valtioille, mikä vähentää pankkien kustannuksia. Tässä kehikossa käsitellään aluksi näiden julkisten lainatakausjärjestelyjen piirteitä ja niiden käyttöasteita suurissa euroalueen maissa. Sen jälkeen tarkastellaan sitä, miten taattujen lainojen käyttöaste yrityksissä näkyy luotonantoluvuissa kokonaistasolla.

Lainatakausjärjestelyjen piirteet vaihtelevat maittain, mutta niiden kaikkien on oltava Euroopan komission antamien suuntaviivojen mukaisia.⁵³

Takausjärjestelyjen tarkoituksena on tukea sellaisia yrityksiä ja itsenäisiä ammatinharjoittajia, jotka ovat kärsineet koronaviruskriisistä mutta eivät olleet rahoitusvaikeuksissa vuoden 2019 lopussa. Järjestelmät koskevat yleensä uusia lainoja ja tyypillisesti keskipitkän ja pitkän aikavälin lainoja (joiden keskimääräinen maturiteetti on viisi vuotta).⁵⁴ Useimmissa tapauksissa takausjärjestelyjen kattamien lainojen haku aika umpeutuu vuoden 2020 lopussa. Lainansaajakohtainen enimmäismäärä on tyypillisesti 25 % lainansaajan vuoden 2019 liikevaihdosta tai kaksi kertaa vuoden 2019 palkkakustannukset. Takaus kattaa 70–90 % lainapääomasta, joskin myös sataprosenttisia takausjärjestelyjä on tarjolla muutamissa maissa, kuten Italiassa ja Saksassa, etenkin pienempiin lainoihin, joita myönnetään pienille ja keskisuurille yrityksille (pk-yrityksille) ja itsenäisille ammatinharjoittajille. Joissakin muissa euroalueen maissa takauksen kattama osuus lainasta on pienempi. Joidenkin maiden ohjelmissa yrityksille asetetaan ehtoja, kuten osingonjakokieltö, rajoituksia johtajille maksettaviin korvauksiin tai sitoumus työntekijöiden pitämisestä palveluksessa.⁵⁵ Tällaisten ohjelmien monimutkaiselta

⁵³ Ks. Euroopan komission tiedonanto ”[Tilapäiset puitteet valtioneuvostojen talouden tukemiseksi tämänhetkessä covid-19-epidemiassa](#)”, jakso 3.2. Jotkin maat ovat vain tehostaneet olemassa olevia takausjärjestelyjään. Vaikka tässä kehikossa keskitytäänkin valtiollisiin takausohjelmiin, samanlaisia järjestelyjä on toteutettu myös alueellisella tasolla sekä ylikansallisella tasolla, esimerkiksi Euroopan investointipankin johtama [Euroopan laajuinen takuurahasto](#).

⁵⁴ Joissakin maissa takauksia sovelletaan myös jälleenerahoitukseen ja juuri koronavirusepidemiaa edeltäneinä kuukausina myönnettyihin lainoihin.

⁵⁵ Suuryrityksille myönnettävien taattujen lainojen ehdot ovat tyypillisesti tiukemmat, ja ne voivat koskea muun muassa investointisuunnitelmia, hallintoa, kilpailua ja avoimuutta. Tämä johtuu siitä, että takaukset ovat usein osa suuria avustussuunnitelmia, joihin saattaa sisältyä myös valtion toteuttama pääomapohjan vahvistaminen.

vaikuttava rakenne ilmentää tasapainottelua, jossa pyritään reagoimaan nopeasti kriisiin ja toisaalta säilyttämään riittävä varovaisuus osapuolten mahdollisen epätoivotun toiminnan varalta. Sitä voi olla esimerkiksi pankkien liiallinen riskinotto tai se, että yritykset irtisanovat työntekijöitään samalla, kun ne saavat luottotukea valtiolta.⁵⁶

Julkisten lainatakausten käyttö on vaihdellut maittain. Korkeimmat käyttöasteet on raportoitu Espanjassa ja Ranskassa, kun taas Italiassa ja Saksassa takausten käyttö on ollut vähäisempää. Ohjelmien käynnistämisen jälkeen huhtikuussa yritykset ovat nostaneet taattuja lainoja Ranskassa noin 120 miljardin euron arvosta ja Espanjassa noin 100 miljardin euron arvosta (ks. kuvion A kohta a). Nostettujen lainojen suhde yritysten bruttomääräiseen velkataakkaan on ollut korkein Espanjassa (noin 11 % bruttovelasta) ja toiseksi korkein Ranskassa (noin 5 % bruttovelasta). Lainoja on nostettu maltillisemmin Italiassa (noin 55 miljardin euron arvosta eli noin 4 % bruttovelasta) ja Saksassa (noin 45 miljardin euron arvosta eli noin 2 % bruttovelasta). Espanjan laajempi taattujen lainojen käyttö voidaan selittää osittain sillä, että yrityksille on siellä tarjolla vähemmän vaihtoehtoisia tukitoimia (esim. velkojen maksuaikojen pidennyksiä ja suoria valtiontukia). Ranskassa taattujen lainojen korkeampi käyttöaste heijastaa lainojen hyvin suotuisaa hinnoittelua etenkin laina-ajan ensimmäisen vuoden aikana. Saksassa tällaisten lainojen suhteellisen vähäisen käytön tärkeimpiä syitä ovat: 1) yritysten muihin maihin verrattuna pienemmät rahoitustarpeet, mikä johtuu kevyemmistä sulkutoimista ja siitä, että yritykset hyödyntävät enemmän muiden politiikkatoimien, kuten suorien tukien ja verolykkäysten sekä lyhennettyä työaika koskevien järjestelyjen, yhdistelmiä; 2) järjestelyjen vähemmän suotuisat ehdot (esim. lainojen hinnoittelu, osingonjakokiello ja johtajille maksettavien korvausten rajoitukset); sekä 3) eräät tarjontapuolen pullonkaulat, jotka liittyvät suuriin lainoihin vaadittavaan riskiarvioon. Italiassa toistaiseksi alhaisena pysynyt käyttöaste heijastaa valtaosin alkuvaiheessa esiintyneitä tarjontapuolen operatiivisia pullonkauloja. Nämä pullonkaulat ovat vähitellen helpottaneet, ja heinä-elokuussa tämältyyppisiä lainoja myönnettiin Italiassa kuukausitasolla enemmän kuin muissa maissa (ks. kuvion A kohta b).

⁵⁶ Lisätietoja järjestelyjen keskeisistä parametreista ja toimintakanavista on kehikossa "[Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#)", *Financial Stability Review*, EKP, toukokuu 2020.

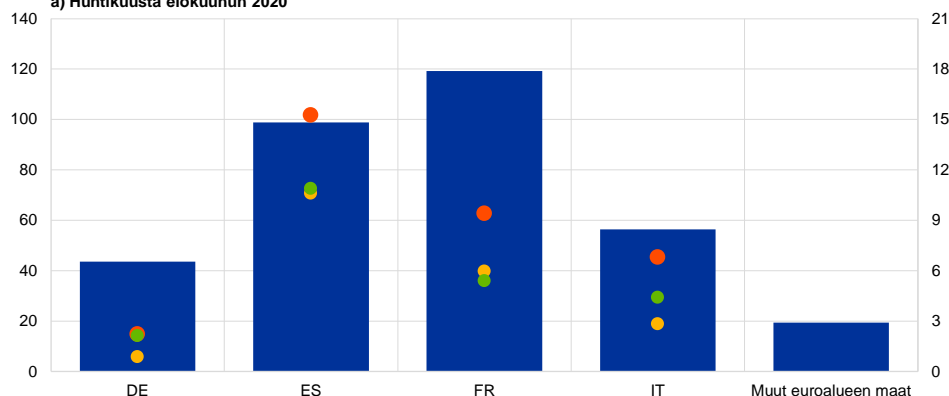
Kuvio A

Julkisten takausjärjestelyjen piiriin kuuluvien lainojen käyttö

(vasen asteikko: mrd. euroa, prosenttiosuudet; oikea asteikko: prosenttiosuudet)

- Käyttö, absoluuttiset määrät
- Käyttö prosentteina järjestelyn määrästä
- Käyttö prosentteina vuoden 2019 bruttoarvonlisäyksestä (oikea asteikko)
- Käyttö prosentteina vuoden 2019 bruttovelasta (oikea asteikko)

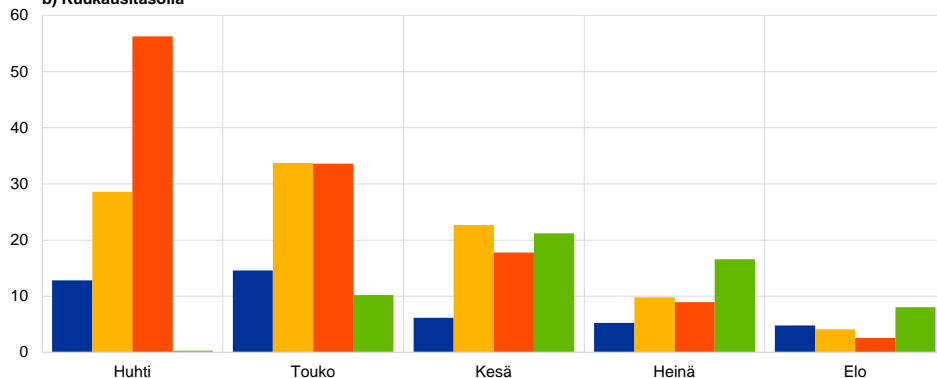
a) Huhtikuusta elokuuhun 2020



(mrd. euroa)

- Saksa
- Espanja
- Ranska
- Italia

b) Kuukausitasolla



Lähteet: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Saksa), Instituto de Crédito Oficial (Espanja), Ministère de l'Économie et des Finances (Ranska), Ministero dell'Economia e delle Finanze ja Banca d'Italia (Italia) sekä eri kansalliset viranomaiset muissa euroalueen maissa, uutislähteet, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Käyttötiedot viittaavat taattujen lainojen hyväksytyihin määriin. Koska taattuja lainoja voidaan myöntää myös uudistettavina luottojärjestelyinä, hyväksytty määrä on suurempi kuin tosiasiallisesti jaettu määrä. Järjestelyjen kokonaissuuruus on Saksassa 757 miljardia euroa, Espanjassa 140 miljardia euroa, Ranskassa 300 miljardia euroa ja Italiassa 300 miljardia euroa.

Kriisin eniten koettelujen alojen (esim. kauppa, matkailu ja liikenne) pk-yritykset näyttävät hyötynneen eniten julkisista lainatakusjärjestelyistä.

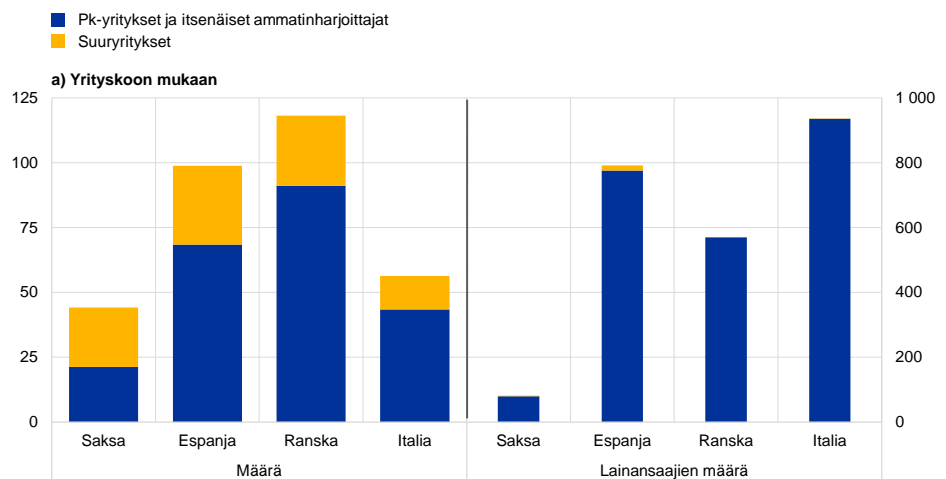
Taattujen lainojen käyttöaste on ollut pk-yrityksillä ja itsenäisillä ammatinharjoittajilla merkittävästi suurempi kuin suuryrityksillä lukuun ottamatta Saksaa (ks. kuvion B kohta a). Lainojen suurempi käyttöaste pk-yrityksillä heijastaa niiden suhteessa suurempia hätärahoitustarpeita ja suurempaa riippuvuutta pankeista rahoituksen saannissa sekä sitä, että pienempien taattujen lainojen tarjonnassa on pankkialalla vähemmän pullonkauloja. Tästä kertoo erityisesti se, että vaikka Italiassa taattujen lainojen käyttöaste on suhteellisen alhainen, niitä on myönnetty siellä lukumääräisesti kaikkein eniten, missä näkyy hyvin pienten lainojen hallitseva osuus. Alakohtaisessa tarkastelussa taattujen lainojen käyttöaste on ollut suurin aloilla, jotka

ovat eniten kärsineet koronavirukseen liittyvästä fyysisten kontaktien välttämisestä sekä sulkutoimista ja joiden bruttoarvonlisäys on niiden myötä pudonnut jyrkästi vuoden 2020 alkupuoliskolla. Eniten lainoja on nostettu kaupan, liikenteen ja elintarvikepalvelujen aloilla, joiden jälkeen seuraavana on tehdasteollisuus (ks. kuvion B kohta b).

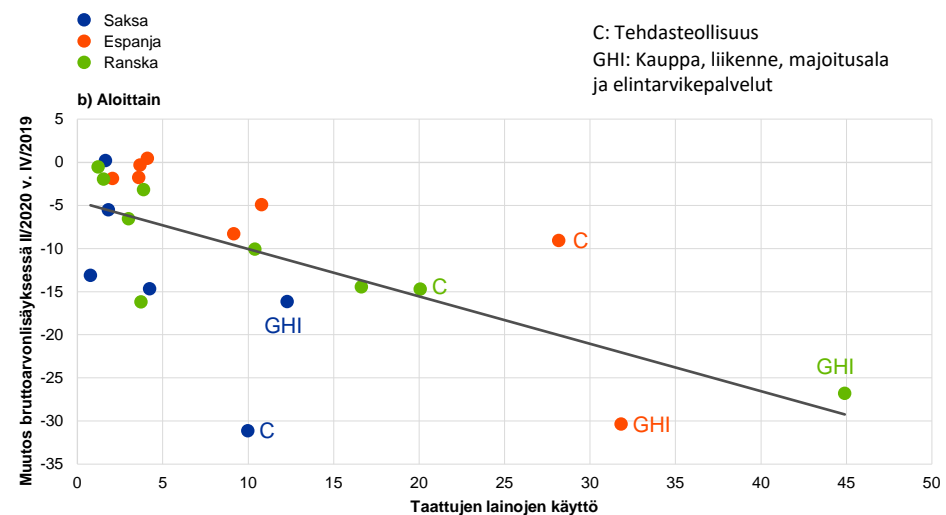
Kuvio B

Julkisten takausjärjestelyjen piiriin kuuluvien lainojen käyttö

(vasen asteikko: mrd. euroa; oikea asteikko: tuhatta lainansaajaa)



(mrd. euroa)



Lähteet: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Saksa), Instituto de Crédito Oficial (Espanja), Ministère de l'Économie et des Finances (Ranska), Ministero dell'Economia e delle Finanze ja Banca d'Italia (Italia), Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tiedot taattujen lainojen käytöstä ovat ajalta huhtikuusta elokuuhun 2020. Italian tietoja ei ole eritelty yrityskoon mukaan, joten tässä oletetaan, että pk-yrityksille myönnettyjä taattuja lainoja ovat Fondo di Garanzian kautta myönnettyt lainat ja suuryrityksille myönnettyjä Italian vientiluottolaitoksen SACE:n kautta myönnettyt lainat. Kohdan b toimialaluokitukset perustuvat NACE Rev. 2 -toimialaerittelyyn.

Julkiset lainatakusjärjestelyt ovat olleet huhtikuusta asti keskeinen keino tukea yritysten lainansaantidynamiikkaa etenkin Espanjassa ja Ranskassa.

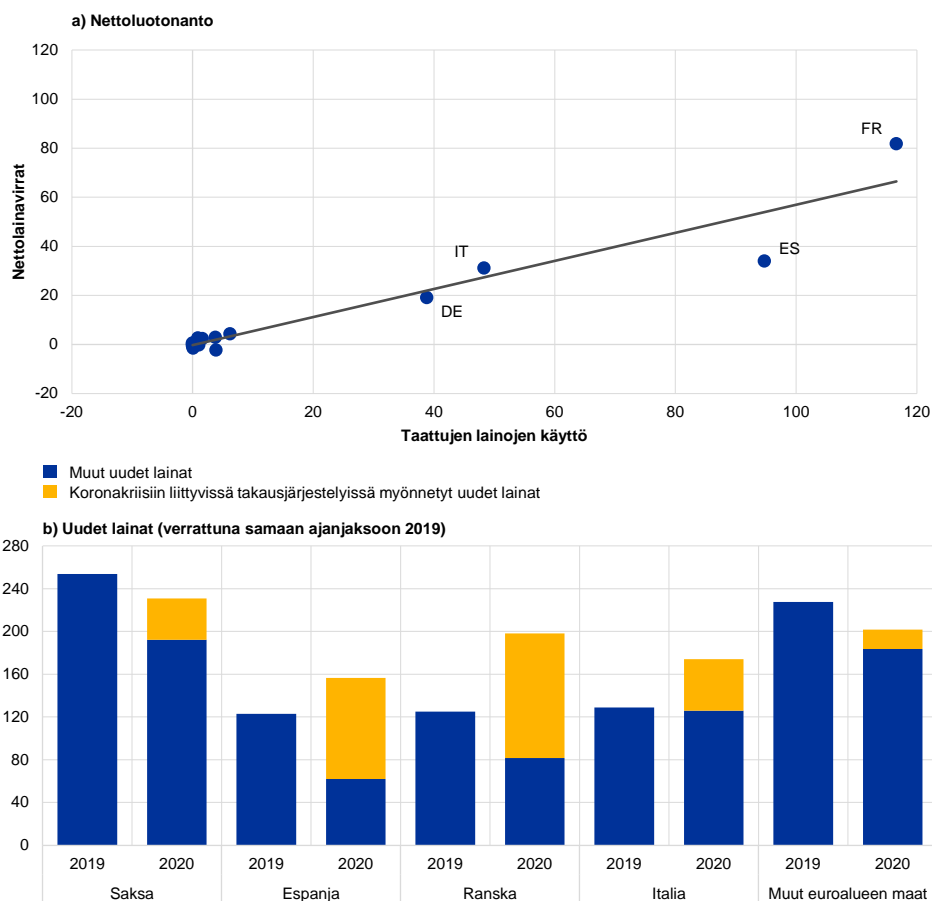
Pankkien luotonanto euroalueen yrityksille on kasvanut vahvasti koronaviruspandemian puhjettua Euroopassa ja sulkutoimien aiheuttamaa akuutteja hätärahoitustarpeita. Maaliskuussa 2020 tätä kasvua tuki aiemmin sovittujen luottojen nostaminen, mutta myöhempien kuukausien huomattavissa lainamäärissä

oli pitkälti kyse julkisten takauksien kattamien lainojen käytöstä. Ajalla huhtikuusta heinäkuuhun taattujen lainojen bruttovirrat ylittivät kaikissa suurissa euroalueen maissa kaikkien lainojen yhteenlasketut nettovirrat, mikä osoittaa siirtymää takauksettomista lainoista taattuihin lainoihin (ks. kuvion C kohta a). Lisäksi lainansaantidynamiikka oli suhteessa vahvempaa maissa, joissa taattuja lainoja käytettiin enemmän.⁵⁷ Kun tarkastellaan uusien lainojen bruttovirtoja, ajalla huhtikuusta heinäkuuhun taattuja lainoja oli uusista lainoista 65 % Espanjassa ja 70 % Ranskassa; näissä maissa finanssipoliittiset yritystuet toteutettiin pääosin takausjärjestelyinä (ks. kuvion C kohta b). Saksassa ja Italiassa taattuja lainoja oli samalla ajanjaksolla noin 20 % uusista lainoista, ja muissa euroalueen maissa niiden osuus uusista lainoista oli marginaalinen.

Kuvio C

Taattujen lainojen sekä yrityksille ja itsenäisille ammatinharjoittajille myönnettyjen lainojen käyttö huhtikuusta heinäkuuhun 2020

(mrd. euroa)



Lähteet: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Saksa), Instituto de Crédito Oficial (Espanja), Ministère de l'Économie et des Finances (Ranska), Ministero dell'Economia e delle Finanze ja Banca d'Italia (Italia) sekä eri kansalliset viranomaiset muissa euroalueen maissa, uutislähteet, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Nettolainananto tarkoittaa rahalaitosten tasetilastoissa ilmoitettua takaisinmaksuista puhdistettua lainanantoa. Uudet lainat tarkoittavat rahalaitosten tasetilastoissa ilmoitettuja aitoja uusia lainasopimuksia. Nettolainavirrat ja uudet lainat ilmoitetaan kausivaihteluista puhdistamattomina. Nettolainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja siirtoja koskevilla tiedoilla.

⁵⁷ Tuoreita tietoja yrityslainojen kasvusta on tämän Talouskatsauksen kuviossa 21.

Lainatakausjärjestelyjen vaikutus on havaittavissa myös pankkien viime aikoina myöntämien lainojen kokoluokissa ja maturiteeteissa, nostamattomien luottojen kannan kasvussa ja luotonantotilanteen pysymisessä suotuisana.

Ensinnäkin lyhytaikaisten lainojen virrat ovat korona-aikana olleet yleisesti ottaen negatiivisia, mutta keskipitkän ja pitkän aikavälin lainoissa, joilla on yleensä takaukset, lainavirrat ovat kasvaneet merkittävästi (ks. kuvio D). Tämä on ristiriidassa historiallisten säännönmukaisuuksien kanssa, sillä akuutteihin käyttöpääoman rahoitustarpeisiin liittyy yleensä lyhytaikaisten lainojen kysynnän kasvu, kun taas pitkäaikaisia lainoja käytetään kiinteiden investointihankkeiden rahoitukseen.⁵⁸ Toiseksi etenkin Espanjassa, Ranskassa ja Italiassa uusien lainojen kehitys on ollut vahvaa pienissä (alle miljoonan euron) lainoissa, mikä tukee sitä, että näissä maissa pk-yritykset ovat käyttäneet taattuja lainoja enemmän kuin muissa maissa. Kolmanneksi tiedot nostamattomien luottojen volyymin kasvusta toisella vuosineljänneksellä viittaavat siihen, että vain osa hyväksytyistä taatuista lainoista on tosiasiallisesti nostettu, mikä todennäköisesti liittyy yritysten varovaisuussyistä kerryttämiin likviditeettipuskureihin ja osoittaa, että yritysten lyhyen aikavälin rahoitustarpeisiin on edelleen saatavilla runsaasti varoja. Neljänneksi julkiset lainatakaukset ovat myös vaikuttaneet rahoitusolojen säilymiseen suotuisina, mikä näkyy siinä, että antolainauskorot ovat yhä historiallisen alhaisella tasolla (etenkin sellaisissa lainoissa, joille tyypillisesti annetaan takauksia)⁵⁹ ja luottokelpoisuusvaatimukset ovat pysyneet suhteellisen muuttumattomina, kuten vuoden 2020 toisen neljänneksen euroalueen pankkien luotonantokyselystä ilmenee.

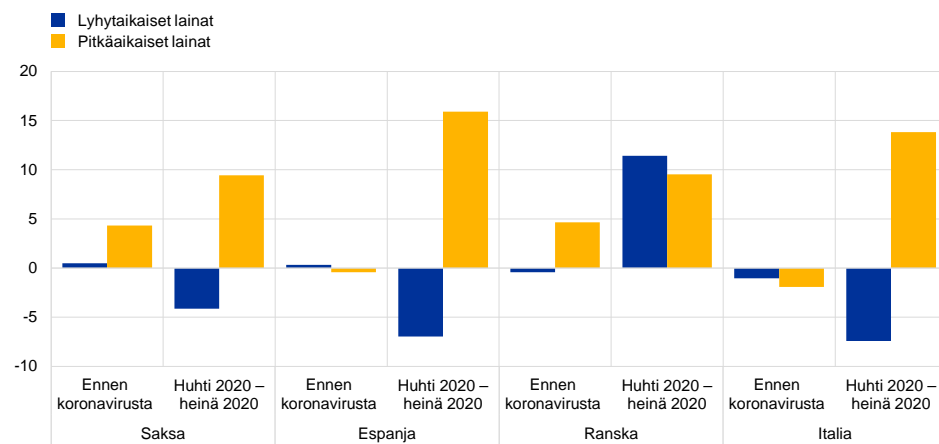
⁵⁸ Tarkempia tietoja lainakysynnän taustatekijöistä koronaviruspandemian aikana on Talouskatsauksen 5/2020 kehikossa "[Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?](#)".

⁵⁹ Ks. tämän Talouskatsauksen kuvio **[XX]**. Esimerkiksi Ranskassa pankkien antolainauskorot ovat huhtikuun jälkeen laskeneet merkittävästi. Laskun taustalla ovat etenkin pienet lainat, ja se heijastaa pk-yritysten massiivista kysyntää julkisten takausten kattamille lainoille, joita Ranskan pankit myöntävät lähes nollakorolla.

Kuvio D

Yrityksille ja itsenäisille ammatinharjoittajille myönnetyt lainat maturiteetin mukaan eriteltyinä

(kuukausikeskiarvot, mrd. euroa)



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tietoja ei ole puhdistettu kausivaihteluista eikä korjattu lainojen myyntiä ja arvopaperistamista koskevilla tiedoilla. Lyhytaikaisia lainoja ovat lainat, joiden maturiteetti on enintään yksi vuosi. Pitkäaikaisia lainoja ovat lainat, joiden maturiteetti on yli vuoden. Koronavirusta edeltävä ajanjakso on maaliskuusta 2019 helmikuuhun 2020.

Julkisten lainatakausjärjestelyjen vähittäistä purkamista on arvioitava tulevana kuukausina tarkasti yritysten rahoitustarpeet huomioon ottaen, ja niiden mahdollisia sivuvaikutuksia on seurattava. Lainatakausjärjestelyillä oli keskeinen osa yritysten rahoitustarpeiden tukemisessa koronavirusajan alkuvaiheessa, ja yhdessä muiden rohkeiden politiikkatoimien kanssa ne estivät elinkelpoisia yrityksiä menettämästä maksuvalmiuttaan. Näiden järjestelyjen ennenaikaisen ja liian äkillisen purkamisen riskinä on, että yritysten likviditeettitilanne kiristyisi vaikeasti ja seuraisi konkurssseja, jotka puolestaan johtaisivat pankkien pääoman supistumiseen. Tästä saattaisi olla tuloksena luotonannon äkillinen väheneminen ja luotonsaannin ehtojen tiukentuminen, mikä aiheuttaisi lisää konkurssseja ja vaikeuttaisi myös selviytyneiden yritysten mahdollisuuksia rahoittaa sopeutumistaan ”uuteen normaaliin” toimintatapaan. Jos toisaalta nykyisessä kriisissä politiikkatoimilla järjestetty tuki johtaa siihen, että valtion rooli talouden ohjauksessa kasvaa huomattavasti ja pysyvästi, se saattaa vaikeuttaa tehokasta voimavarojen kohdentamista ja vähentää euroalueen talouden tuotantokapasiteettia pitemmällä aikavälillä pitämällä keinotekoisesti hengissä yrityksiä, jotka eivät ole elinkelpoisia tai riittävän kannattavia. Lisäksi takausjärjestelyjen erityinen rakenne ja painotukset voivat aiheuttaa sivuvaikutuksia, jotka esimerkiksi kannustavat liialliseen velkaantumiseen ja varomattomaan riskien kohdentamiseen. Näitä sivuvaikutuksia on seurattava tiiviisti tulevana kuukausina, ja kun koronaviruskriisin aiheuttama taloudellinen ja rahoituksellinen ahdinko hellittää, on laadittava huolellinen ja hyvin ajoitettu strategia järjestelyjen purkamiseksi.

EU:n elvytyspaketin vaikutukset julkiseen talouteen

EU:n elvytyspaketti on merkittävä virstanpylväs Euroopan unionin talouspoliittisessa yhdentymisessä. Eurooppa-neuvosto sopi 21.7.2020 poikkeuksellisesta väliaikaisesta Next Generation EU -elpymisvälineestä (NGEU). Yhdessä säännöllisen monivuotisen rahoituskehysten kanssa NGEU:lla varmistetaan EU:n koordinoitu finanssipoliittinen vastaus koronaviruspandemian taloudellisiin seurauksiin. Siinä missä vuoden 2008 Euroopan talouden elvytysuunnitelman⁶⁰ tarkoitus oli vain koordinoita kansallisia finanssipoliittisia elvytyspaketteja, jotka kukin jäsenvaltio rahoitti itse, NGEU:lla otetaan käyttöön yhteinen rahoitusmalli EU:n julkisten menojen ja uudistusten tueksi.

Euroopan komissio on saanut valtuudet hankkia Euroopan unionin puolesta 750 miljardiin euroon saakka varoja pääomamarkkinoilta NGEU:ta varten.

Varoista 360 miljardia euroa voidaan käyttää lainoihin ja 390 miljardia euroa avustuksiin. Lainoja ja avustuksia maksetaan vuoden 2026 loppuun asti, ja ne maksetaan takaisin viimeistään 31.12.2058 mennessä. NGEU:n joukkovelkakirjojen liikkeeseenlasku kasvattaa unionin velkakannan noin 15-kertaiseksi, ja se merkitsee kaikkien aikojen suurinta euromääräistä velkaemissiota ylikansallisella tasolla. Lainansaajajäsenvaltiot maksavat lainat takaisin, ja toisaalta Eurooppa-neuvosto on sopinut omien varojen järjestelmän uudistamisesta ja sen varmistamisesta, että avustusten takaisinmaksut katetaan bruttokansantuloon perustuvilla rahoitusosuuksilla ja uusilla EU:n omilla varoilla.

NGEU:n keskeisin osa on elpymis- ja palautumistukiväline (RRF). Koko lainakanta ja 80 % avustuksista myönnetään elpymis- ja palautumistukivälineen kautta. Sen tarkoituksena on tukea jäsenvaltioissa investointeja ja uudistuksia, joilla luodaan pohjaa kestäväälle, palautumiskykyiselle elpymiselle ja edistetään unionin vihreitä ja digitaalisia tavoitteita. Muilta osin NGEU:lla pääasiassa vahvistetaan EU:n laajuisia meno-ohjelmia monivuotisessa rahoituskehyksessä.

Elpymis- ja palautumistukivälineen rahoitustuen saamiseksi EU:n jäsenvaltioiden on laadittava kansalliset elpymis- ja palautumissuunnitelmat, joissa esitetään niiden uudistus- ja investointiohjelmat vuosille 2021–2023.

Näiden suunnitelmien odotetaan sisältävän johdonmukaisia uudistuspaketteja ja julkisia investointihankkeita, joilla vastataan talouspolitiikan eurooppalaisessa ohjausjaksossa yksilöityihin haasteisiin. Suunnitelmilla on määrä myös vahvistaa asianomaisen jäsenvaltion kasvupotentiaalia, työpaikkojen luomista sekä taloudellista ja sosiaalista häiriönsietokykyä. Rahoitustuki maksetaan erissä sitä mukaa kuin suunnitelmissa asetetut virstanpylväät ja tavoitteet saavutetaan.

NGEU:ssa myönnettävän rahoitustuen on tarkoitus olla makrotalouden näkökulmasta merkittävän suuruinen, kokonaisuudessaan lähes 5 % euroalueen BKT:stä. Ajatuksena on, että NGEU:n rahoitustuet sidottaisiin käyttötarkoituksiinsa kokonaan vuoden 2023 loppuun mennessä ja ne

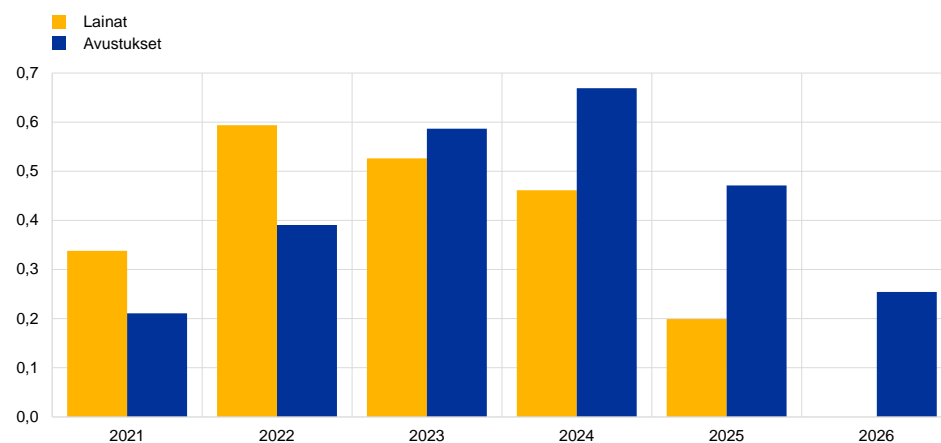
⁶⁰ Ks. [Euroopan talouden elvytysuunnitelma](#), KOM(2008) 800 lopullinen, 26.11.2008.

maksatettaisiin valtaosin vuosina 2021–2024 (ks. kuvio A).⁶¹ Saatavilla olevien tietojen mukaan avustusten aikaprofiili painottuu tämän ajanjakson loppuun enemmän kuin lainojen. Vaikka NGEU:n vaikutuksista kansallisiin talousarvioihin on vielä epävarmuutta, se merkitsisi euroalueen julkisen talouden velkapohjaista kasvua keskimäärin noin 1 prosentilla BKT:stä vuosina 2021–2024, kun oletetaan, että tuki käytetään kansallisen tason lisämenojen rahoitukseen. Edellyttäen, että NGEU:n tuki käytetään tuottaviin menoihin ja samalla toteutetaan kasvua vahvistavia uudistuksia, NGEU auttaisi luomaan pohjaa elpymiselle ja myös lisäisi jatkossa jäsenvaltioiden talouksien häiriönsietokykyä ja kasvupotentiaalia.

Kuvio A

NGEU:n odotetut varojen maksatukset euroalueen maille

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: Eurooppa-neuvoston päätelmät 21.7.2020, Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

Huom. Avustusten jäsenvaltioille kohdentamisen oletetaan tapahtuvan sovitujen jakoperusteiden mukaisesti. Vain maiden, joiden lainanoton kustannukset ylittävät NGEU-lainojen odotettavissa olevan koron, oletetaan nostavan lainoja lainakattoon asti eli 6,8 prosenttiin bruttokansantulosta. Aikaprofiili perustuu arvioihin, jotka esitetään Euroopan komission ehdotuksessa NGEU:n perustamiseksi.

Elpymis- ja palautumistukivälineen jakoperusteen mukaan haavoittuvammassa asemassa olevat maat saavat vahvempaa makrotaloudellista tukea.

Vuosina 2021–2022 varat jaetaan asukaskohtaisten tulojen ja aiemman työttömyyskehityksen perusteella, kun taas vuoden 2023 jaossa otetaan aiemman työttömyyskehityksen sijaan huomioon BKT:n lasku vuosina 2020–2021. Varojen sovitut jakautuminen merkitsee huomattavaa taloudellista nettotukea niille euroalueen maille, joilla on pandemian jälkeen edessään suurimmat taloudelliset ja finanssipoliittiset haasteet (ks. kuvio B)⁶². Kreikka saa RRF:stä eniten tukea suhteessa BKT:hen, mutta mittavaa julkisen talouden tukea saavat myös Espanja ja Italia, joiden odotetaan

⁶¹ Eurooppa-neuvosto on sopinut, että elpymis- ja palautumistukivälineestä myönnettävistä avustuksista 70 % sidotaan vuosina 2021–2022. Loput 30 % sidotaan kokonaan vuoden 2023 loppuun mennessä. On syytä huomata, että EU:n talousarvion keskeinen piirre on maksusitoumuksia koskevien päätösten erillisuus maksupäätöksistä. Maksusitoumuksista ja maksuista päätetään siis eriaikaisesti. Maksujen ilmoitettu ajoitus perustuu Euroopan komission ehdotuksessa asetukseksi elpymis- ja palautumistukivälineen perustamisesta esitetyihin arvioihin, joita on mukautettu Eurooppa-neuvoston 21.7.2020 antamien päätelmien perusteella.

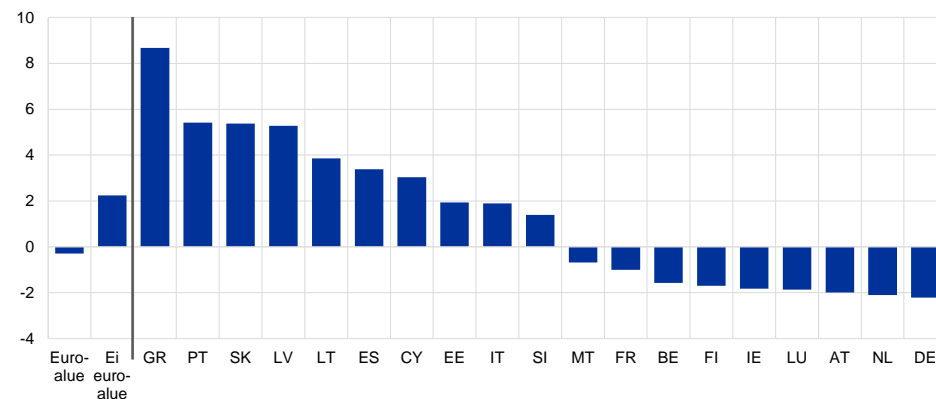
⁶² Euroopan komission asiantuntijoiden työpaperissa "Identifying Europe's recovery needs" ehdotetaan, että maat, joiden asukaskohtainen BKT alittaa keskiarvon ja joiden velkaantuneisuus on suurta (etenkin Kypros, Kreikka, Espanja, Italia ja Portugali), saivat 50 % tuesta (vuosina 2021 ja 2022 käytettävän komission jakoperusteen mukaan), vaikka niiden laskennallinen osuus EU:n BKT:stä (tätä osuutta käytetään kuvaamaan EU:n budjettiin maksettuja rahoitusosuuksia) onkin noin 25 %.

kuuluvan eniten kärsineisiin valtioihin sekä kuolonuhreissa että talouden kärsimissä vahingoissa mitaten.

Kuvio B

RRF: avustusten jakautuminen, josta on vähennetty odotetut takaisinmaksut

(prosentteina vuoden 2019 BKT:stä)



Lähteet: Eurooppa-neuvoston päätelmät 21.7.2020, Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

Huom. Odotusten mukaan 70 prosenttia avustuksista kohdennetaan vuosina 2021–2022 noudattaen Euroopan komission ehdottamaa jakoperustetta (jossa otetaan huomioon väestö, asukaskohtainen käänteinen BKT ja keskimääräinen työttömyysaste vuosina 2015–2019). Niiden 30 prosentin osalta, jotka kohdennetaan vuonna 2023, jakoperusteessa käytetään keskimääräisen työttömyysasteen sijasta BKT:n laskua vuonna 2020 (15 %) ja sen kumulatiivista laskua vuosina 2020–2021 (15 %) Euroopan komission tämänhetkisen ennusteen perusteella. Takaisinmaksujen oletetaan vastaavan maiden osuuksia EU:n bruttokansantulosta.

EU:n koordinoitu poliittinen vastaus koronaviruspandemiaan on olennaisen tärkeä, jotta voidaan välttää epätasainen elpyminen ja taloudellinen sirpaloituminen sekä vahvistaa jäsenvaltioiden talouden häiriönsietokykyä.

NGEU:lla täydennetään säännöllistä monivuotista rahoituskehystä, jonka laajuus on noin 1 000 miljardia euroa seitsemän seuraavan vuoden aikana, ja huhtikuussa 2020 sovittuja kolmea eurooppalaista ”turvaverkkoa”, jotka ovat laajuudeltaan 540 miljardia euroa.⁶³ Tämä Euroopan vastaus kriisiin on kunnianhimoinen ja maanosaa koettelevan haasteen mittainen. Lisäksi on tärkeää, että nykyiset raha- ja finanssipolitiikat ovat toisiaan vahvistavia, vaikka niitä euroalueen maissa toteutetaankin itsenäisesti.

On olennaisen tärkeää varmistaa, että NGEU:n kautta annettua finanssipoliittista tukea ei tehdä tyhjäksi lopettamalla kansallisesti rahoitettu finanssipoliittinen tuki ennaikaisesti.

Pandemiasokin syvyyden ja siihen liittyvän epävarmuuden huomioon ottaen maaliskuussa 2020 aktivoitiin vakaus- ja kasvusopimuksen yleinen poikkeuslauseke, jonka jatkamista vuodelle 2021 pidetään todennäköisenä. Sen avulla hallitukset voivat toteuttaa tarvittavat toimenpiteet pandemian torjumiseksi ja poiketa niistä vakauttamisvaatimuksista, joita normaalisti sopimuksen nojalla sovellettaisiin, vaarantamatta kuitenkaan julkisen talouden kestävyyttä.

Vaikka etusijalla on edelleen makrotalouden vakauttaminen, on tärkeää myös pitää yllä julkisen talouden kestävyyttä koko elpymisvaiheen ajan. Nykyinen kriisi on korostanut sitä, miten suuri julkinen velka saattaa aiheuttaa haavoittuvuuksia ja finanssipolitiikan rajoituksia ankaran taloussokin iskiessä. Siksi on olennaisen

⁶³ Ks. kehikko ”Koronaviruskriisi ja sen vaikutukset finanssipolitiikkaan”, Talouskatsaus 4/2020.

tärkeää, että finanssipoliittista tukea käytetään tehokkaasti kasvupotentiaalin ja häiriönsietokyvyn vahvistamiseksi, mikä vuorostaan kohentaa julkisen talouden kestävyyttä. EU:n rahoitus tulisi käyttää maakohtaisten tarpeiden ja Euroopan tasolla sovittujen uudistusten painopisteiden mukaisesti.

Se, miten EU on vastannut kriisiin, vaikuttaa myös eurooppalaisen ohjausjärjestelmän tulevaan suunnitteluun ja toteutukseen. Vaikka ensinnäkin elvyttävä finanssipoliittikka on tarpeen elpymisen ylläpitämiseksi, jatkossa on tärkeää, että finanssipoliittisilla säännöillä tuetaan tehokkaasti suuren julkisen velan vähentämistä taloudellisesti hyvinä aikoina. Toiseksi NGEU on uusi ja innovatiivinen osa EU:n finanssipoliittista ohjausjärjestelmää. Sen myötä lasketaan tulevina vuosina liikkeeseen merkittävästi ylikansallisia velkainstrumentteja, ja sen perustaminen on viestinyt poliittisesta valmiudesta luoda yhteinen finanssipoliittinen väline tarpeen tullen. Vaikka kyseessä onkin kertaluonteinen innovaatio, siitä voi myös ottaa oppia talous- ja rahaliittoon, jolta puuttuu yhä pysyvä ylikansallisen tason rahoituskapasiteetti makrotalouden vakauttamiseksi syvissä kriiseissä. Talouden ohjausjärjestelmän tarkistus,⁶⁴ jonka komissio käynnisti helmikuussa 2020 ja jota lykättiin pandemian vuoksi, tarjoaa hyvän tilaisuuden liittää mukaan nämä tärkeät näkökohdat.

⁶⁴ Ks. tarkemmin https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review_fi.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

| | GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes) | | | | | | CPI (annual percentage changes) | | | | | | |
|--------------------|--|---------------|----------------|-------|-------|----------------------|------------------------------------|---------------------------|---------------|-----------------------|-------|-------|---|
| | G20 | United States | United Kingdom | Japan | China | Memo item: euro area | OECD countries | | United States | United Kingdom (HICP) | Japan | China | Memo item: euro area ²⁾ (HICP) |
| | | | | | | | Total | excluding food and energy | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2017 | 3.8 | 2.3 | 1.9 | 2.2 | 6.8 | 2.6 | 2.3 | 1.9 | 2.1 | 2.7 | 0.5 | 1.6 | 1.5 |
| 2018 | 3.6 | 3.0 | 1.3 | 0.3 | 6.6 | 1.8 | 2.6 | 2.1 | 2.4 | 2.5 | 1.0 | 2.1 | 1.8 |
| 2019 | 2.8 | 2.2 | 1.5 | 0.7 | 6.1 | 1.3 | 2.1 | 2.2 | 1.8 | 1.8 | 0.5 | 2.9 | 1.2 |
| 2019 Q3 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.0 | 1.4 | 0.3 | 1.9 | 2.2 | 1.8 | 1.8 | 0.3 | 2.9 | 1.0 |
| Q4 | 0.6 | 0.6 | 0.0 | -1.8 | 1.3 | 0.1 | 1.9 | 2.1 | 2.0 | 1.4 | 0.5 | 4.3 | 1.0 |
| 2020 Q1 | -3.4 | -1.3 | -2.2 | -0.6 | -10.0 | -3.7 | 2.1 | 2.2 | 2.1 | 1.7 | 0.5 | 5.0 | 1.1 |
| Q2 | - | -9.1 | -20.4 | -7.9 | 11.5 | -11.8 | 0.9 | 1.6 | 0.4 | 0.6 | 0.1 | 2.7 | 0.2 |
| 2020 Mar. | - | - | - | - | - | - | 1.7 | 2.1 | 1.5 | 1.5 | 0.4 | 4.3 | 0.7 |
| Apr. | - | - | - | - | - | - | 0.8 | 1.6 | 0.3 | 0.8 | 0.1 | 3.3 | 0.3 |
| May | - | - | - | - | - | - | 0.7 | 1.5 | 0.1 | 0.5 | 0.1 | 2.4 | 0.1 |
| June | - | - | - | - | - | - | 1.1 | 1.6 | 0.6 | 0.6 | 0.1 | 2.5 | 0.3 |
| July | - | - | - | - | - | - | . | . | 1.0 | 1.0 | 0.3 | 2.7 | 0.4 |
| Aug. ³⁾ | - | - | - | - | - | - | . | . | . | . | . | . | -0.2 |

Sources: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BIS (col. 9, 11, 12); OECD (col. 1, 2, 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 |
| 2017 | 53.2 | 54.3 | 54.7 | 52.5 | 51.8 | 56.4 | 53.8 | 53.8 | 52.8 | 5.9 | 3.1 | 7.7 |
| 2018 | 53.4 | 55.0 | 53.3 | 52.1 | 52.3 | 54.6 | 53.1 | 53.8 | 50.8 | 4.3 | 3.0 | 5.2 |
| 2019 | 51.7 | 52.5 | 50.2 | 50.5 | 51.8 | 51.3 | 50.3 | 52.2 | 48.8 | -0.5 | 0.3 | -1.1 |
| 2019 Q3 | 51.3 | 51.4 | 50.1 | 51.3 | 51.4 | 51.2 | 50.4 | 51.6 | 48.5 | 1.2 | 1.6 | 0.9 |
| Q4 | 51.3 | 51.9 | 49.5 | 49.2 | 52.6 | 50.7 | 51.3 | 51.3 | 49.5 | -0.8 | -2.9 | 0.6 |
| 2020 Q1 | 46.1 | 47.9 | 47.4 | 44.4 | 42.0 | 44.2 | 46.7 | 45.9 | 46.0 | -2.7 | -3.1 | -2.4 |
| Q2 | 37.9 | 37.3 | 30.5 | 31.5 | 52.6 | 31.3 | 40.6 | 36.9 | 35.0 | -10.6 | -11.1 | -10.2 |
| 2020 Mar. | 41.0 | 40.9 | 36.0 | 36.2 | 46.7 | 29.7 | 46.2 | 39.2 | 44.0 | -2.7 | -3.1 | -2.4 |
| Apr. | 28.7 | 27.0 | 13.8 | 25.8 | 47.6 | 13.6 | 35.1 | 26.5 | 28.6 | -5.4 | -6.2 | -4.9 |
| May | 37.2 | 37.0 | 30.0 | 27.8 | 54.5 | 31.9 | 39.8 | 36.2 | 32.9 | -8.8 | -9.3 | -8.5 |
| June | 47.7 | 47.9 | 47.7 | 40.8 | 55.7 | 48.5 | 47.0 | 48.0 | 43.6 | -10.6 | -11.1 | -10.2 |
| July | 50.2 | 50.3 | 57.0 | 44.9 | 54.5 | 54.9 | 51.4 | 49.7 | 46.3 | . | . | . |
| Aug. | 52.6 | 54.6 | 59.1 | 45.2 | 55.1 | 51.9 | 53.2 | 52.3 | 49.5 | . | . | . |

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

| | Euro area ¹⁾ | | | | | | United States | Japan |
|-----------|---|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Euro short-term rate (€STR) ²⁾ | Overnight deposits (EONIA) | 1-month deposits (EURIBOR) | 3-month deposits (EURIBOR) | 6-month deposits (EURIBOR) | 12-month deposits (EURIBOR) | 3-month deposits (LIBOR) | 3-month deposits (LIBOR) |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 2017 | - | -0.35 | -0.37 | -0.33 | -0.26 | -0.15 | 1.26 | -0.02 |
| 2018 | -0.45 | -0.36 | -0.37 | -0.32 | -0.27 | -0.17 | 2.31 | -0.05 |
| 2019 | -0.48 | -0.39 | -0.40 | -0.36 | -0.30 | -0.22 | 2.33 | -0.08 |
| 2020 Feb. | -0.54 | -0.45 | -0.47 | -0.41 | -0.36 | -0.29 | 1.68 | -0.07 |
| Mar. | -0.53 | -0.45 | -0.48 | -0.42 | -0.36 | -0.27 | 1.10 | -0.09 |
| Apr. | -0.54 | -0.45 | -0.43 | -0.25 | -0.19 | -0.11 | 1.09 | -0.01 |
| May | -0.54 | -0.46 | -0.46 | -0.27 | -0.14 | -0.08 | 0.40 | -0.03 |
| June | -0.55 | -0.46 | -0.49 | -0.38 | -0.22 | -0.15 | 0.31 | -0.05 |
| July | -0.55 | -0.46 | -0.51 | -0.44 | -0.35 | -0.28 | 0.27 | -0.05 |
| Aug. | -0.55 | -0.47 | -0.52 | -0.48 | -0.43 | -0.36 | 0.25 | -0.05 |

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

2.2 Yield curves

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

| | Spot rates | | | | | Spreads | | | Instantaneous forward rates | | | |
|-----------|-----------------------------|--------|---------|---------|----------|-----------------------------|-------------------|-------------------|-----------------------------|---------|---------|----------|
| | Euro area ^{1), 2)} | | | | | Euro area ^{1), 2)} | United States | United Kingdom | Euro area ^{1), 2)} | | | |
| | 3 months | 1 year | 2 years | 5 years | 10 years | 10 years - 1 year | 10 years - 1 year | 10 years - 1 year | 1 year | 2 years | 5 years | 10 years |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 2017 | -0.78 | -0.74 | -0.64 | -0.17 | 0.52 | 1.26 | 0.67 | 0.83 | -0.66 | -0.39 | 0.66 | 1.56 |
| 2018 | -0.80 | -0.75 | -0.66 | -0.26 | 0.32 | 1.07 | 0.08 | 0.51 | -0.67 | -0.45 | 0.44 | 1.17 |
| 2019 | -0.68 | -0.66 | -0.62 | -0.45 | -0.14 | 0.52 | 0.34 | 0.24 | -0.62 | -0.52 | -0.13 | 0.41 |
| 2020 Feb. | -0.68 | -0.74 | -0.79 | -0.78 | -0.57 | 0.16 | 0.13 | -0.06 | -0.80 | -0.85 | -0.64 | -0.13 |
| Mar. | -0.70 | -0.69 | -0.71 | -0.67 | -0.41 | 0.28 | 0.49 | 0.22 | -0.70 | -0.73 | -0.48 | 0.09 |
| Apr. | -0.54 | -0.61 | -0.71 | -0.72 | -0.46 | 0.16 | 0.47 | 0.16 | -0.72 | -0.85 | -0.51 | 0.01 |
| May | -0.57 | -0.60 | -0.63 | -0.61 | -0.36 | 0.24 | 0.48 | 0.14 | -0.64 | -0.69 | -0.42 | 0.12 |
| June | -0.57 | -0.64 | -0.69 | -0.69 | -0.45 | 0.19 | 0.50 | 0.14 | -0.71 | -0.77 | -0.52 | 0.03 |
| July | -0.58 | -0.65 | -0.71 | -0.72 | -0.49 | 0.16 | 0.42 | 0.07 | -0.73 | -0.80 | -0.57 | -0.04 |
| Aug. | -0.58 | -0.62 | -0.66 | -0.63 | -0.37 | 0.25 | 0.58 | 0.30 | -0.68 | -0.71 | -0.43 | 0.15 |

Source: ECB calculations.

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

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

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

| | Dow Jones EURO STOXX indices | | | | | | | | | | | | United States | Japan |
|-----------|------------------------------|---------|-----------------------|-------------------|----------------|-------------|------------|-------------|------------|-----------|----------|-------------|-----------------------|------------|
| | Benchmark | | Main industry indices | | | | | | | | | | 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 | |
| 2017 | 376.9 | 3,491.0 | 757.3 | 268.6 | 690.4 | 307.9 | 182.3 | 605.5 | 468.4 | 272.7 | 339.2 | 876.3 | 2,449.1 | 20,209.0 |
| 2018 | 375.5 | 3,386.6 | 766.3 | 264.9 | 697.3 | 336.0 | 173.1 | 629.5 | 502.5 | 278.8 | 292.9 | 800.5 | 2,746.2 | 22,310.7 |
| 2019 | 373.6 | 3,435.2 | 731.7 | 270.8 | 721.5 | 324.4 | 155.8 | 650.9 | 528.2 | 322.0 | 294.2 | 772.7 | 2,915.5 | 21,697.2 |
| 2020 Feb. | 407.1 | 3,734.9 | 797.3 | 292.3 | 734.5 | 301.0 | 168.4 | 722.8 | 635.8 | 391.4 | 298.1 | 895.0 | 3,282.5 | 23,180.4 |
| Mar. | 308.5 | 2,824.2 | 622.6 | 233.6 | 578.8 | 210.5 | 116.1 | 519.9 | 500.5 | 315.7 | 242.6 | 731.2 | 2,652.4 | 18,974.0 |
| Apr. | 310.3 | 2,839.6 | 657.9 | 245.7 | 588.3 | 216.7 | 107.2 | 508.9 | 539.3 | 296.4 | 242.8 | 786.8 | 2,763.2 | 19,208.4 |
| May | 322.1 | 2,909.3 | 678.1 | 251.2 | 601.3 | 219.9 | 109.3 | 539.7 | 576.8 | 307.1 | 249.9 | 829.2 | 2,919.6 | 20,543.3 |
| June | 353.9 | 3,237.4 | 733.8 | 270.5 | 656.5 | 236.6 | 124.7 | 604.7 | 637.2 | 341.5 | 264.2 | 866.9 | 3,104.7 | 22,486.9 |
| July | 362.0 | 3,316.3 | 773.2 | 271.5 | 666.9 | 226.7 | 125.9 | 617.5 | 681.3 | 358.0 | 262.7 | 877.5 | 3,207.6 | 22,529.5 |
| Aug. | 361.8 | 3,297.7 | 785.5 | 278.3 | 666.1 | 225.5 | 123.8 | 641.3 | 677.3 | 355.8 | 253.6 | 841.5 | 3,391.7 | 22,874.2 |

Source: Refinitiv.

2 Financial developments

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

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

| | Deposits | | | | Revolving loans and overdrafts | Extended credit card credit | Loans for consumption | | | Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships | Loans for house purchase | | | | Composite cost-of-borrowing indicator | |
|---------------------|------------|--|-----------------------------|--------------|--------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|--------------------|--------------------------------|---|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------------------|---------------|
| | Over-night | Redeemable at notice of up to 3 months | With an agreed maturity of: | | | | By initial period of rate fixation | APRC ³⁾ | Floating rate and up to 1 year | | Over 1 year | By initial period of rate fixation | | | | |
| | | | 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 |
| 2019 Aug. | 0.03 | 0.43 | 0.28 | 0.78 | 5.75 | 16.45 | 6.15 | 5.75 | 6.35 | 2.25 | 1.51 | 1.69 | 1.54 | 1.50 | 1.84 | 1.56 |
| Sep. | 0.03 | 0.43 | 0.27 | 0.78 | 5.82 | 16.46 | 5.65 | 5.61 | 6.17 | 2.22 | 1.46 | 1.65 | 1.49 | 1.44 | 1.77 | 1.48 |
| Oct. | 0.03 | 0.42 | 0.24 | 0.83 | 5.70 | 16.50 | 5.88 | 5.55 | 6.19 | 2.26 | 1.45 | 1.59 | 1.44 | 1.39 | 1.74 | 1.44 |
| Nov. | 0.03 | 0.42 | 0.23 | 0.73 | 5.61 | 16.49 | 5.36 | 5.53 | 6.26 | 2.21 | 1.43 | 1.59 | 1.61 | 1.48 | 1.80 | 1.47 |
| Dec. | 0.03 | 0.42 | 0.22 | 0.79 | 5.58 | 16.55 | 5.44 | 5.28 | 5.89 | 2.09 | 1.46 | 1.58 | 1.43 | 1.39 | 1.75 | 1.41 |
| 2020 Jan. | 0.02 | 0.42 | 0.27 | 0.73 | 5.62 | 16.55 | 5.62 | 5.69 | 6.25 | 2.21 | 1.46 | 1.52 | 1.43 | 1.40 | 1.73 | 1.43 |
| Feb. | 0.02 | 0.36 | 0.32 | 0.70 | 5.63 | 16.60 | 5.56 | 5.58 | 6.15 | 2.20 | 1.43 | 1.54 | 1.38 | 1.36 | 1.71 | 1.41 |
| Mar. | 0.02 | 0.36 | 0.30 | 0.65 | 5.61 | 16.18 | 5.58 | 5.45 | 5.91 | 2.06 | 1.39 | 1.54 | 1.35 | 1.35 | 1.64 | 1.39 |
| Apr. | 0.02 | 0.36 | 0.22 | 0.73 | 5.39 | 16.06 | 3.71 | 5.50 | 5.58 | 1.99 | 1.30 | 1.54 | 1.36 | 1.44 | 1.67 | 1.44 |
| May | 0.02 | 0.36 | 0.23 | 0.70 | 5.27 | 16.06 | 4.22 | 5.30 | 5.67 | 1.83 | 1.47 | 1.58 | 1.40 | 1.41 | 1.70 | 1.42 |
| June | 0.02 | 0.35 | 0.23 | 0.72 | 5.29 | 16.01 | 4.52 | 5.14 | 5.59 | 1.87 | 1.44 | 1.64 | 1.38 | 1.39 | 1.68 | 1.42 |
| July ^(p) | 0.02 | 0.35 | 0.22 | 0.71 | 5.17 | 15.92 | 4.86 | 5.26 | 5.72 | 2.00 | 1.43 | 1.58 | 1.34 | 1.38 | 1.67 | 1.40 |

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

| | Deposits | | | Revolving loans and overdrafts | Other loans by size and initial period of rate fixation | | | | | | | | | Composite cost-of-borrowing indicator |
|---------------------|------------|-----------------------------|--------------|--------------------------------|---|--------------------------------|-------------|-----------------------------------|--------------------------------|-------------|----------------------------------|--------------------------------|-------------|---------------------------------------|
| | Over-night | With an agreed maturity of: | | | up to EUR 0.25 million | | | over EUR 0.25 and up to 1 million | | | over EUR 1 million | | | |
| | | Up to 2 years | Over 2 years | | Floating rate and up to 3 months | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year | Floating rate and up to 3 months | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year | Floating rate and up to 3 months | Over 3 months and up to 1 year | Over 1 year | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2019 Aug. | 0.03 | -0.04 | 0.54 | 2.08 | 2.07 | 2.36 | 2.19 | 1.64 | 1.59 | 1.53 | 1.06 | 1.32 | 1.40 | 1.52 |
| Sep. | 0.03 | -0.05 | 0.88 | 2.16 | 2.03 | 2.25 | 2.15 | 1.61 | 1.51 | 1.45 | 1.10 | 1.26 | 1.29 | 1.54 |
| Oct. | 0.02 | -0.03 | 0.43 | 2.08 | 2.01 | 2.41 | 2.11 | 1.61 | 1.54 | 1.40 | 1.14 | 1.40 | 1.27 | 1.56 |
| Nov. | 0.02 | -0.04 | 0.39 | 2.06 | 2.02 | 2.36 | 2.13 | 1.59 | 1.55 | 1.41 | 1.14 | 1.34 | 1.29 | 1.55 |
| Dec. | 0.01 | 0.00 | 0.42 | 2.09 | 2.00 | 2.28 | 2.08 | 1.58 | 1.54 | 1.39 | 1.26 | 1.21 | 1.37 | 1.56 |
| 2020 Jan. | 0.01 | -0.06 | 0.34 | 2.09 | 2.17 | 2.31 | 2.10 | 1.63 | 1.57 | 1.44 | 1.11 | 1.25 | 1.28 | 1.55 |
| Feb. | 0.00 | -0.12 | 0.33 | 2.07 | 1.99 | 2.29 | 2.11 | 1.57 | 1.54 | 1.41 | 1.11 | 1.22 | 1.25 | 1.52 |
| Mar. | 0.00 | -0.08 | 0.25 | 2.00 | 1.90 | 2.17 | 1.97 | 1.57 | 1.52 | 1.47 | 1.14 | 1.10 | 1.18 | 1.46 |
| Apr. | 0.00 | -0.06 | 0.31 | 1.99 | 2.00 | 1.17 | 1.70 | 1.61 | 0.93 | 1.48 | 1.22 | 1.12 | 1.26 | 1.47 |
| May | 0.00 | -0.10 | 0.39 | 1.91 | 1.87 | 1.22 | 1.62 | 1.54 | 0.87 | 1.56 | 1.23 | 1.07 | 1.31 | 1.46 |
| June | 0.00 | -0.12 | 0.33 | 1.96 | 1.87 | 1.51 | 1.79 | 1.55 | 1.15 | 1.50 | 1.23 | 1.17 | 1.42 | 1.49 |
| July ^(p) | 0.00 | -0.18 | 0.27 | 1.87 | 1.96 | 1.84 | 1.87 | 1.60 | 1.31 | 1.51 | 1.23 | 1.17 | 1.38 | 1.51 |

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

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

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

| | Outstanding amounts | | | | | | | Gross issues ¹⁾ | | | | | | |
|------------|---------------------|--|---|------|-----------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|----------------------------|--|---|------|-----------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
| | Total | MFIs (including Euro- system) | Non-MFI corporations | | | General government | | Total | MFIs (including Euro- system) | Non-MFI corporations | | | General government | |
| | | | Financial corporations other than MFIs | FVCs | Non- financial corporations | Central govern- ment | Other general govern- ment | | | Financial corporations other than MFIs | FVCs | Non- financial corporations | Central govern- ment | Other general govern- ment |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| Short-term | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 1,240 | 519 | 155 | . | 70 | 438 | 57 | 367 | 167 | 54 | . | 37 | 79 | 31 |
| 2018 | 1,217 | 504 | 170 | . | 72 | 424 | 47 | 389 | 171 | 66 | . | 41 | 76 | 35 |
| 2019 | 1,283 | 550 | 181 | . | 84 | 406 | 61 | 415 | 177 | 80 | . | 47 | 73 | 38 |
| 2020 Jan. | 1,368 | 598 | 177 | . | 99 | 422 | 73 | 507 | 208 | 84 | . | 56 | 100 | 57 |
| Feb. | 1,371 | 601 | 178 | . | 103 | 415 | 74 | 416 | 173 | 89 | . | 47 | 69 | 37 |
| Mar. | 1,368 | 546 | 182 | . | 103 | 450 | 86 | 407 | 111 | 86 | . | 46 | 103 | 61 |
| Apr. | 1,477 | 527 | 185 | . | 117 | 537 | 111 | 552 | 150 | 88 | . | 65 | 171 | 78 |
| May | 1,593 | 521 | 183 | . | 129 | 617 | 144 | 544 | 162 | 81 | . | 60 | 159 | 81 |
| June | 1,668 | 535 | 187 | . | 119 | 673 | 153 | 505 | 191 | 78 | . | 46 | 139 | 50 |
| Long-term | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 15,353 | 3,560 | 3,059 | . | 1,223 | 6,866 | 643 | 247 | 66 | 73 | . | 18 | 83 | 7 |
| 2018 | 15,745 | 3,688 | 3,161 | . | 1,247 | 7,022 | 627 | 228 | 64 | 68 | . | 15 | 75 | 6 |
| 2019 | 16,312 | 3,818 | 3,397 | . | 1,321 | 7,151 | 626 | 247 | 69 | 74 | . | 20 | 78 | 7 |
| 2020 Jan. | 16,400 | 3,855 | 3,408 | . | 1,325 | 7,188 | 625 | 322 | 118 | 68 | . | 16 | 110 | 10 |
| Feb. | 16,487 | 3,866 | 3,408 | . | 1,338 | 7,244 | 630 | 265 | 72 | 60 | . | 22 | 101 | 10 |
| Mar. | 16,514 | 3,845 | 3,422 | . | 1,335 | 7,276 | 636 | 250 | 58 | 67 | . | 16 | 91 | 19 |
| Apr. | 16,706 | 3,942 | 3,417 | . | 1,373 | 7,326 | 648 | 459 | 135 | 69 | . | 54 | 180 | 20 |
| May | 16,875 | 3,944 | 3,413 | . | 1,406 | 7,449 | 663 | 341 | 58 | 50 | . | 50 | 164 | 19 |
| June | 17,096 | 3,967 | 3,445 | . | 1,435 | 7,575 | 675 | 414 | 96 | 86 | . | 38 | 176 | 19 |

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

| | Debt securities | | | | | | | Listed shares | | | |
|--------------------|-----------------|-----------------------------------|---|------|-----------------------------------|-----------------------|--------------------------------|---------------|-------|---|-----------------------------------|
| | Total | MFIs (including Eurosystem) | Non-MFI corporations | | | General government | | Total | MFIs | Financial corporations other than MFIs | Non- financial corporations |
| | | | Financial corporations other than MFIs | FVCs | Non- financial corporations | Central government | Other general government | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | |
| Outstanding amount | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 16,593.1 | 4,079.8 | 3,214.5 | . | 1,293.2 | 7,304.7 | 700.9 | 7,963.3 | 612.5 | 1,258.3 | 6,092.6 |
| 2018 | 16,962.1 | 4,192.8 | 3,331.2 | . | 1,318.8 | 7,445.8 | 673.5 | 7,033.1 | 465.0 | 1,108.9 | 5,459.2 |
| 2019 | 17,595.1 | 4,368.1 | 3,578.0 | . | 1,405.3 | 7,557.2 | 686.5 | 8,595.6 | 546.0 | 1,410.7 | 6,638.8 |
| 2020 Jan. | 17,768.8 | 4,452.4 | 3,585.3 | . | 1,424.0 | 7,609.8 | 697.4 | 8,478.3 | 525.3 | 1,391.5 | 6,561.6 |
| Feb. | 17,857.9 | 4,466.9 | 3,586.4 | . | 1,441.8 | 7,659.1 | 703.7 | 7,754.9 | 488.4 | 1,238.7 | 6,027.8 |
| Mar. | 17,881.8 | 4,391.5 | 3,603.8 | . | 1,438.7 | 7,725.9 | 721.9 | 6,448.6 | 333.9 | 975.0 | 5,139.7 |
| Apr. | 18,182.4 | 4,469.0 | 3,601.2 | . | 1,489.9 | 7,863.6 | 758.7 | 6,971.3 | 343.3 | 1,081.6 | 5,546.4 |
| May | 18,468.8 | 4,465.1 | 3,595.3 | . | 1,534.9 | 8,066.2 | 807.3 | 7,278.3 | 362.9 | 1,115.6 | 5,799.7 |
| June | 18,763.5 | 4,501.3 | 3,632.2 | . | 1,553.5 | 8,248.1 | 828.4 | 7,515.4 | 392.0 | 1,170.8 | 5,952.6 |
| Growth rate | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 1.3 | -0.5 | 0.1 | . | 6.0 | 2.2 | 0.4 | 1.0 | 6.1 | 2.8 | 0.2 |
| 2018 | 1.9 | 1.7 | 3.0 | . | 3.3 | 1.9 | -4.3 | 0.7 | 0.3 | 2.4 | 0.4 |
| 2019 | 3.1 | 3.8 | 5.0 | . | 5.6 | 1.5 | 1.8 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.0 |
| 2020 Jan. | 3.1 | 4.1 | 4.7 | . | 5.7 | 1.4 | 2.0 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.0 |
| Feb. | 3.0 | 3.6 | 4.6 | . | 6.0 | 1.5 | 2.4 | 0.0 | 0.5 | -0.1 | 0.0 |
| Mar. | 2.7 | 1.7 | 4.2 | . | 4.2 | 2.1 | 3.6 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| Apr. | 4.4 | 3.4 | 4.5 | . | 6.9 | 4.2 | 7.7 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| May | 5.8 | 3.1 | 4.0 | . | 10.2 | 6.5 | 16.3 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| June | 7.2 | 4.3 | 4.3 | . | 11.8 | 8.3 | 20.1 | 0.1 | -0.2 | 0.1 | 0.1 |

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

| | EER-19 | | | | | | EER-42 | |
|-----------|--|----------|----------|-------------------|-----------|-----------|---------|----------|
| | Nominal | Real CPI | Real PPI | Real GDP deflator | Real ULCM | Real ULCT | Nominal | Real CPI |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 2017 | 97.5 | 93.5 | 92.4 | 89.0 | 80.3 | 94.2 | 112.4 | 91.9 |
| 2018 | 100.0 | 95.7 | 93.9 | 90.4 | 80.6 | 95.5 | 117.3 | 95.1 |
| 2019 | 98.2 | 93.3 | 92.2 | 88.6 | 78.8 | 92.9 | 115.5 | 92.4 |
| 2019 Q3 | 98.5 | 93.5 | 92.3 | 88.8 | 79.1 | 93.2 | 115.6 | 92.5 |
| Q4 | 97.7 | 92.4 | 91.8 | 88.2 | 78.0 | 92.0 | 114.9 | 91.4 |
| 2020 Q1 | 97.5 | 91.8 | 91.6 | 88.0 | 77.9 | 92.9 | 115.2 | 91.2 |
| Q2 | 98.8 | 93.2 | 92.7 | . | . | . | 118.1 | 93.4 |
| 2020 Mar. | 99.0 | 93.1 | 92.8 | - | - | - | 117.8 | 93.1 |
| Apr. | 98.2 | 92.7 | 92.4 | - | - | - | 117.5 | 93.1 |
| May | 98.4 | 92.8 | 92.1 | - | - | - | 117.6 | 93.0 |
| June | 99.8 | 94.0 | 93.6 | - | - | - | 119.1 | 94.1 |
| July | 100.5 | 94.6 | 94.1 | - | - | - | 120.3 | 94.9 |
| Aug. | 101.6 | 95.0 | 95.0 | - | - | - | 122.4 | 96.0 |
| | <i>Percentage change versus previous month</i> | | | | | | | |
| 2020 Aug. | 1.1 | 0.5 | 1.0 | - | - | - | 1.7 | 1.1 |
| | <i>Percentage change versus previous year</i> | | | | | | | |
| 2020 Aug. | 2.7 | 1.2 | 2.6 | - | - | - | 5.3 | 3.2 |

Source: ECB.

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

| | Chinese renminbi | Croatian kuna | Czech koruna | Danish krone | Hungarian forint | Japanese yen | Polish zloty | Pound sterling | Romanian leu | Swedish krona | Swiss franc | US Dollar |
|-----------|--|---------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|---------------|-------------|-----------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2017 | 7.629 | 7.464 | 26.326 | 7.439 | 309.193 | 126.711 | 4.257 | 0.877 | 4.5688 | 9.635 | 1.112 | 1.130 |
| 2018 | 7.808 | 7.418 | 25.647 | 7.453 | 318.890 | 130.396 | 4.261 | 0.885 | 4.6540 | 10.258 | 1.155 | 1.181 |
| 2019 | 7.735 | 7.418 | 25.670 | 7.466 | 325.297 | 122.006 | 4.298 | 0.878 | 4.7453 | 10.589 | 1.112 | 1.119 |
| 2019 Q3 | 7.800 | 7.394 | 25.734 | 7.463 | 328.099 | 119.323 | 4.318 | 0.902 | 4.7314 | 10.662 | 1.096 | 1.112 |
| Q4 | 7.801 | 7.439 | 25.577 | 7.471 | 331.933 | 120.323 | 4.287 | 0.861 | 4.7666 | 10.652 | 1.096 | 1.107 |
| 2020 Q1 | 7.696 | 7.490 | 25.631 | 7.472 | 339.137 | 120.097 | 4.324 | 0.862 | 4.7973 | 10.669 | 1.067 | 1.103 |
| Q2 | 7.808 | 7.578 | 27.058 | 7.458 | 351.582 | 118.410 | 4.503 | 0.887 | 4.8378 | 10.651 | 1.061 | 1.101 |
| 2020 Mar. | 7.768 | 7.571 | 26.575 | 7.470 | 345.682 | 118.897 | 4.441 | 0.895 | 4.8282 | 10.875 | 1.059 | 1.106 |
| Apr. | 7.686 | 7.593 | 27.262 | 7.462 | 356.688 | 116.970 | 4.544 | 0.875 | 4.8371 | 10.884 | 1.054 | 1.086 |
| May | 7.748 | 7.575 | 27.269 | 7.458 | 350.762 | 116.867 | 4.525 | 0.887 | 4.8371 | 10.597 | 1.057 | 1.090 |
| June | 7.973 | 7.568 | 26.681 | 7.455 | 347.686 | 121.120 | 4.445 | 0.899 | 4.8392 | 10.487 | 1.071 | 1.125 |
| July | 8.035 | 7.530 | 26.514 | 7.447 | 351.163 | 122.380 | 4.449 | 0.905 | 4.8383 | 10.354 | 1.071 | 1.146 |
| Aug. | 8.195 | 7.508 | 26.167 | 7.446 | 348.928 | 125.404 | 4.400 | 0.901 | 4.8376 | 10.309 | 1.077 | 1.183 |
| | <i>Percentage change versus previous month</i> | | | | | | | | | | | |
| 2020 Aug. | 2.0 | -0.3 | -1.3 | 0.0 | -0.6 | 2.5 | -1.1 | -0.4 | 0.0 | -0.4 | 0.5 | 3.2 |
| | <i>Percentage change versus previous year</i> | | | | | | | | | | | |
| 2020 Aug. | 4.3 | 1.6 | 1.4 | -0.2 | 6.7 | 6.1 | 1.2 | -1.6 | 2.3 | -4.0 | -1.1 | 6.3 |

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

| | Total ¹⁾ | | | Direct investment | | Portfolio investment | | Net financial derivatives | Other investment | | Reserve assets | Memo: Gross external debt |
|--|---------------------|-------------|--------|-------------------|-------------|----------------------|-------------|---------------------------|------------------|-------------|----------------|---------------------------|
| | Assets | Liabilities | Net | Assets | Liabilities | Assets | Liabilities | | Assets | Liabilities | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| <i>Outstanding amounts (international investment position)</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q2 | 26,677.5 | 27,027.6 | -350.1 | 10,948.6 | 9,055.7 | 9,193.8 | 11,378.6 | -75.5 | 5,839.8 | 6,593.3 | 770.8 | 14,786.3 |
| Q3 | 27,833.8 | 27,966.7 | -132.9 | 11,345.4 | 9,372.2 | 9,646.7 | 11,849.4 | -91.0 | 6,105.8 | 6,745.1 | 827.0 | 15,131.5 |
| Q4 | 27,565.7 | 27,645.3 | -79.5 | 11,214.8 | 9,334.5 | 9,908.2 | 11,943.4 | -48.4 | 5,677.6 | 6,367.4 | 813.6 | 14,541.2 |
| 2020 Q1 | 27,220.8 | 27,363.4 | -142.6 | 11,065.8 | 9,307.4 | 8,900.1 | 11,058.9 | -71.2 | 6,459.7 | 6,997.0 | 866.3 | 15,316.9 |
| <i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2020 Q1 | 228.7 | 229.9 | -1.2 | 93.0 | 78.2 | 74.8 | 92.9 | -0.6 | 54.3 | 58.8 | 7.3 | 128.7 |
| <i>Transactions</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 492.1 | 382.6 | 109.5 | 180.8 | 150.9 | 149.2 | 191.5 | 4.2 | 157.8 | 40.2 | 0.1 | - |
| Q4 | -295.7 | -375.7 | 80.0 | -82.4 | -49.4 | 145.0 | 0.9 | -5.5 | -350.3 | -327.2 | -2.5 | - |
| 2020 Q1 | 587.7 | 563.6 | 24.1 | -41.7 | -62.3 | -144.9 | 50.6 | 42.2 | 728.6 | 575.3 | 3.4 | - |
| Q2 | 199.3 | 149.5 | 49.8 | 115.5 | 158.5 | 364.6 | 195.9 | 28.9 | -312.9 | -204.9 | 3.3 | - |
| 2020 Jan. | 415.9 | 425.4 | -9.6 | 7.2 | -8.0 | 61.7 | 114.9 | 16.4 | 329.5 | 318.5 | 1.0 | - |
| Feb. | 188.4 | 162.3 | 26.2 | 15.2 | -4.2 | 9.4 | 40.6 | 16.9 | 148.1 | 125.8 | -1.1 | - |
| Mar. | -16.5 | -24.1 | 7.6 | -64.1 | -50.1 | -216.0 | -104.9 | 8.9 | 251.1 | 131.0 | 3.6 | - |
| Apr. | 111.8 | 118.3 | -6.5 | -6.1 | 6.6 | 161.4 | 10.2 | 4.0 | -49.1 | 101.5 | 1.7 | - |
| May | 152.1 | 144.0 | 8.1 | 131.8 | 151.4 | 99.1 | 70.8 | 3.5 | -83.9 | -78.2 | 1.7 | - |
| June | -64.6 | -112.8 | 48.2 | -10.3 | 0.5 | 104.1 | 114.9 | 21.5 | -179.9 | -228.3 | -0.1 | - |
| <i>12-month cumulated transactions</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2020 June | 983.5 | 720.0 | 263.4 | 172.2 | 197.8 | 513.9 | 438.8 | 69.8 | 223.2 | 83.4 | 4.3 | - |
| <i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2020 June | 8.5 | 6.2 | 2.3 | 1.5 | 1.7 | 4.5 | 3.8 | 0.6 | 1.9 | 0.7 | 0.0 | - |

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

| | GDP | | | | | | | | | | | |
|---|--------------------|-----------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------|--------------------------------------|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|---------|
| | Total | Domestic demand | | | | | | | External balance ¹⁾ | | | |
| | | 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 | |
| <i>Current prices (EUR billions)</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 11,221.4 | 10,733.1 | 6,043.2 | 2,301.2 | 2,313.8 | 1,100.8 | 716.5 | 490.0 | 75.0 | 488.2 | 5,300.8 | 4,812.6 |
| 2018 | 11,583.7 | 11,110.1 | 6,221.8 | 2,368.4 | 2,430.7 | 1,176.4 | 748.9 | 498.7 | 89.2 | 473.6 | 5,569.2 | 5,095.7 |
| 2019 | 11,934.2 | 11,488.8 | 6,378.4 | 2,452.8 | 2,626.2 | 1,258.1 | 775.8 | 585.0 | 31.3 | 445.4 | 5,751.7 | 5,306.3 |
| 2019 Q3 | 2,994.8 | 2,861.2 | 1,600.6 | 616.5 | 641.1 | 316.5 | 194.8 | 128.0 | 3.1 | 133.6 | 1,446.9 | 1,313.3 |
| Q4 | 3,014.2 | 2,905.2 | 1,607.2 | 620.8 | 678.9 | 317.4 | 193.9 | 165.8 | -1.7 | 109.0 | 1,449.6 | 1,340.6 |
| 2020 Q1 | 2,918.0 | 2,819.2 | 1,539.5 | 624.4 | 649.4 | 312.0 | 175.1 | 160.4 | 5.9 | 98.8 | 1,387.1 | 1,288.3 |
| Q2 | 2,598.7 | 2,515.9 | 1,348.9 | 621.8 | 542.4 | 273.7 | 141.0 | 125.8 | 2.9 | 82.8 | 1,108.5 | 1,025.7 |
| <i>as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 | 100.0 | 96.3 | 53.4 | 20.6 | 22.0 | 10.5 | 6.5 | 4.9 | 0.3 | 3.7 | - | - |
| <i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i> | | | | | | | | | | | | |
| <i>quarter-on-quarter percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 0.3 | -1.0 | 0.4 | 0.6 | -5.1 | 0.7 | -0.6 | -21.3 | - | - | 0.6 | -2.3 |
| Q4 | 0.1 | 1.1 | 0.1 | 0.3 | 5.7 | -0.3 | -0.5 | 29.6 | - | - | 0.0 | 2.2 |
| 2020 Q1 | -3.7 | -3.4 | -4.5 | -0.7 | -5.2 | -2.3 | -10.0 | -4.9 | - | - | -3.9 | -3.2 |
| Q2 | -11.8 | -11.2 | -12.4 | -2.6 | -17.0 | -12.5 | -19.6 | -23.1 | - | - | -18.8 | -18.0 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 2.6 | 2.3 | 1.8 | 1.1 | 3.8 | 3.4 | 5.2 | 2.6 | - | - | 5.5 | 5.1 |
| 2018 | 1.8 | 1.8 | 1.5 | 1.1 | 3.1 | 3.5 | 3.8 | 1.0 | - | - | 3.6 | 3.6 |
| 2019 | 1.3 | 1.9 | 1.3 | 1.8 | 5.7 | 3.4 | 2.2 | 16.3 | - | - | 2.5 | 4.0 |
| 2019 Q3 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 2.1 | 3.3 | 3.4 | 1.7 | 5.4 | - | - | 2.8 | 2.9 |
| Q4 | 1.0 | 1.4 | 1.2 | 1.9 | 5.0 | 2.0 | 0.6 | 17.1 | - | - | 1.8 | 2.7 |
| 2020 Q1 | -3.2 | -1.7 | -3.8 | 0.6 | 1.2 | -2.3 | -10.4 | 27.7 | - | - | -3.1 | 0.2 |
| Q2 | -14.7 | -14.1 | -15.9 | -2.5 | -21.1 | -14.2 | -28.5 | -25.5 | - | - | -21.5 | -20.7 |
| <i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 0.3 | -1.0 | 0.2 | 0.1 | -1.1 | 0.1 | 0.0 | -1.2 | -0.2 | 1.3 | - | - |
| Q4 | 0.1 | 1.0 | 0.1 | 0.1 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | 1.3 | -0.3 | -1.0 | - | - |
| 2020 Q1 | -3.7 | -3.3 | -2.4 | -0.1 | -1.2 | -0.2 | -0.6 | -0.3 | 0.5 | -0.5 | - | - |
| Q2 | -11.8 | -10.8 | -6.6 | -0.6 | -3.8 | -1.3 | -1.2 | -1.3 | 0.1 | -0.9 | - | - |
| <i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 2.6 | 2.2 | 1.0 | 0.2 | 0.8 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | - | - |
| 2018 | 1.8 | 1.7 | 0.8 | 0.2 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | - | - |
| 2019 | 1.3 | 1.8 | 0.7 | 0.4 | 1.2 | 0.3 | 0.1 | 0.7 | -0.5 | -0.5 | - | - |
| 2019 Q3 | 1.4 | 1.3 | 0.8 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | -0.6 | 0.1 | - | - |
| Q4 | 1.0 | 1.4 | 0.7 | 0.4 | 1.1 | 0.2 | 0.0 | 0.8 | -0.8 | -0.4 | - | - |
| 2020 Q1 | -3.2 | -1.6 | -2.0 | 0.1 | 0.3 | -0.2 | -0.7 | 1.2 | 0.0 | -1.6 | - | - |
| Q2 | -14.7 | -13.7 | -8.5 | -0.5 | -4.8 | -1.5 | -1.9 | -1.4 | 0.1 | -1.0 | - | - |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

| | Gross value added (basic prices) | | | | | | | | | | | Taxes less subsidies on products |
|---|----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|--------------|---|-------------------------------|-----------------------|-------------|---|--|--|----------------------------------|
| | Total | Agriculture, forestry and fishing | Manufacturing energy and utilities | Construction | Trade, transport, accommodation and food services | Information and communication | Finance and insurance | Real estate | Professional, business and support services | Public administration, education, health and social work | Arts, entertainment and other services | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Current prices (EUR billions) | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 10,060.3 | 176.1 | 2,003.9 | 501.7 | 1,909.5 | 470.0 | 464.6 | 1,135.8 | 1,147.9 | 1,899.8 | 350.9 | 1,161.1 |
| 2018 | 10,380.0 | 175.2 | 2,050.4 | 532.0 | 1,967.9 | 498.1 | 471.5 | 1,170.1 | 1,201.5 | 1,957.4 | 355.8 | 1,203.7 |
| 2019 | 10,692.5 | 178.4 | 2,061.7 | 574.7 | 2,030.4 | 526.7 | 479.7 | 1,208.1 | 1,246.9 | 2,020.1 | 365.8 | 1,241.7 |
| 2019 Q3 | 2,683.1 | 44.7 | 516.1 | 144.9 | 509.6 | 132.7 | 120.5 | 302.7 | 313.1 | 506.8 | 91.9 | 311.7 |
| Q4 | 2,701.1 | 45.1 | 518.3 | 146.4 | 511.8 | 134.0 | 120.9 | 306.1 | 314.9 | 511.3 | 92.4 | 313.1 |
| 2020 Q1 | 2,624.9 | 45.0 | 497.7 | 143.1 | 480.2 | 132.1 | 121.4 | 304.3 | 304.0 | 510.6 | 86.5 | 293.1 |
| Q2 | 2,343.2 | 44.7 | 429.0 | 126.5 | 382.0 | 126.5 | 117.3 | 299.6 | 256.5 | 493.3 | 67.6 | 255.5 |
| <i>as a percentage of value added</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 | 100.0 | 1.7 | 19.3 | 5.4 | 19.0 | 4.9 | 4.5 | 11.3 | 11.7 | 18.9 | 3.4 | - |
| Chain-linked volumes (prices for the previous year) | | | | | | | | | | | | |
| <i>quarter-on-quarter percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.7 |
| Q4 | 0.0 | 0.8 | -0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.2 | 0.3 | -0.3 | 0.2 |
| 2020 Q1 | -3.4 | -1.4 | -4.1 | -3.1 | -6.4 | -1.3 | -0.7 | -0.8 | -3.6 | -2.1 | -6.8 | -6.4 |
| Q2 | -11.9 | -2.4 | -14.3 | -12.8 | -20.8 | -4.4 | -1.8 | -2.2 | -16.3 | -7.2 | -22.0 | -11.0 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 2.6 | 0.4 | 3.4 | 2.6 | 2.8 | 6.4 | 1.3 | 0.9 | 5.1 | 1.1 | 1.7 | 2.4 |
| 2018 | 1.9 | -0.5 | 1.6 | 2.8 | 2.1 | 6.0 | 0.8 | 1.3 | 3.2 | 1.0 | 0.7 | 1.4 |
| 2019 | 1.2 | 0.2 | -1.0 | 3.1 | 1.8 | 4.3 | 2.1 | 1.4 | 1.6 | 1.1 | 1.8 | 1.6 |
| 2019 Q3 | 1.3 | 0.6 | -0.8 | 3.2 | 1.9 | 4.5 | 2.3 | 1.4 | 1.8 | 1.2 | 2.3 | 2.0 |
| Q4 | 0.9 | 0.5 | -1.4 | 1.6 | 1.5 | 4.0 | 2.3 | 1.6 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| 2020 Q1 | -3.0 | -0.8 | -5.1 | -2.8 | -6.1 | 1.6 | 0.9 | 0.3 | -3.0 | -1.4 | -6.2 | -5.4 |
| Q2 | -14.6 | -2.7 | -18.3 | -15.1 | -25.6 | -5.0 | -1.8 | -2.2 | -19.1 | -8.6 | -27.1 | -16.0 |
| <i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | - |
| Q4 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | - |
| 2020 Q1 | -3.4 | 0.0 | -0.8 | -0.2 | -1.2 | -0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.4 | -0.4 | -0.2 | - |
| Q2 | -11.9 | 0.0 | -2.7 | -0.7 | -3.8 | -0.2 | -0.1 | -0.3 | -1.9 | -1.4 | -0.7 | - |
| <i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 2.6 | 0.0 | 0.7 | 0.1 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.6 | 0.2 | 0.1 | - |
| 2018 | 1.9 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | - |
| 2019 | 1.2 | 0.0 | -0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | - |
| 2019 Q3 | 1.3 | 0.0 | -0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | - |
| Q4 | 0.9 | 0.0 | -0.3 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | - |
| 2020 Q1 | -3.0 | 0.0 | -1.0 | -0.2 | -1.2 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.4 | -0.3 | -0.2 | - |
| Q2 | -14.6 | 0.0 | -3.5 | -0.8 | -4.9 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -2.2 | -1.6 | -0.9 | - |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

| | Total | By employment status | | By economic activity | | | | | | | | | |
|--|-------|----------------------|---------------|-----------------------------------|-------------------------------------|--------------|---|-------------------------------|-----------------------|-------------|---|--|--|
| | | 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> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 100.0 | 85.6 | 14.4 | 3.2 | 14.6 | 6.0 | 24.9 | 2.8 | 2.5 | 1.0 | 13.8 | 24.3 | 6.9 |
| 2018 | 100.0 | 85.8 | 14.2 | 3.1 | 14.6 | 6.0 | 24.9 | 2.9 | 2.4 | 1.0 | 14.0 | 24.2 | 6.8 |
| 2019 | 100.0 | 86.0 | 14.0 | 3.0 | 14.6 | 6.1 | 24.9 | 2.9 | 2.4 | 1.0 | 14.0 | 24.3 | 6.8 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 1.6 | 2.0 | -0.6 | -0.5 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 3.4 | -1.5 | 1.8 | 3.7 | 1.1 | 1.1 |
| 2018 | 1.5 | 1.8 | -0.1 | -0.4 | 1.5 | 2.4 | 1.4 | 3.6 | -1.0 | 1.8 | 2.8 | 1.2 | 0.4 |
| 2019 | 1.2 | 1.5 | -0.1 | -1.8 | 0.8 | 2.4 | 1.3 | 3.7 | -0.4 | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 0.7 |
| 2019 Q3 | 1.2 | 1.4 | -0.4 | -1.9 | 0.7 | 2.1 | 1.1 | 3.5 | -0.3 | 0.7 | 1.3 | 1.5 | 0.9 |
| Q4 | 1.1 | 1.3 | -0.6 | -1.7 | 0.3 | 1.6 | 1.3 | 2.8 | 0.2 | 0.0 | 1.2 | 1.4 | 0.9 |
| 2020 Q1 | 0.4 | 0.7 | -1.3 | -3.6 | -0.3 | 1.5 | 0.3 | 2.4 | 0.0 | -0.4 | 0.3 | 1.3 | -0.2 |
| Q2 | -2.9 | -3.0 | -2.3 | -4.7 | -2.2 | -0.8 | -5.9 | -0.1 | -1.8 | -2.1 | -4.0 | 0.3 | -5.5 |
| Hours worked | | | | | | | | | | | | | |
| <i>as a percentage of total hours worked</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 100.0 | 80.7 | 19.3 | 4.3 | 15.1 | 6.7 | 25.8 | 3.0 | 2.5 | 1.0 | 13.6 | 21.8 | 6.2 |
| 2018 | 100.0 | 81.0 | 19.0 | 4.2 | 15.0 | 6.8 | 25.7 | 3.0 | 2.5 | 1.0 | 13.8 | 21.8 | 6.2 |
| 2019 | 100.0 | 81.3 | 18.7 | 4.1 | 14.9 | 6.8 | 25.7 | 3.1 | 2.4 | 1.0 | 13.8 | 21.9 | 6.1 |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 1.1 | 1.6 | -1.0 | -1.0 | 0.7 | 1.3 | 1.2 | 3.2 | -2.0 | 1.5 | 3.5 | 0.5 | 0.5 |
| 2018 | 1.4 | 1.8 | -0.2 | 0.4 | 1.2 | 2.8 | 1.1 | 3.3 | -1.1 | 2.5 | 2.8 | 1.3 | 0.4 |
| 2019 | 1.1 | 1.4 | -0.4 | -1.4 | 0.4 | 2.0 | 1.0 | 2.8 | -0.1 | 1.0 | 1.3 | 1.8 | 0.7 |
| 2019 Q3 | 1.0 | 1.4 | -0.8 | -1.8 | 0.4 | 1.5 | 0.8 | 2.7 | 0.2 | 1.2 | 1.1 | 2.0 | 0.8 |
| Q4 | 0.8 | 1.2 | -0.6 | -0.9 | -0.4 | 0.6 | 1.0 | 2.0 | 0.3 | 0.9 | 1.1 | 1.6 | 1.1 |
| 2020 Q1 | -3.7 | -2.8 | -7.5 | -4.0 | -4.2 | -4.3 | -5.8 | 0.5 | -2.5 | -5.1 | -2.4 | -0.9 | -8.0 |
| Q2 | -16.2 | -15.1 | -21.0 | -7.3 | -15.8 | -17.7 | -27.1 | -5.2 | -4.9 | -11.1 | -16.5 | -5.4 | -24.4 |
| Hours worked per person employed | | | | | | | | | | | | | |
| <i>annual percentage changes</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | -0.5 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | -0.4 | -0.2 | -0.6 | -0.2 | -0.6 | -0.3 | -0.2 | -0.7 | -0.6 |
| 2018 | -0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.8 | -0.3 | 0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 2019 | -0.1 | 0.0 | -0.2 | 0.4 | -0.5 | -0.3 | -0.3 | -0.9 | 0.3 | -0.2 | -0.1 | 0.3 | 0.0 |
| 2019 Q3 | -0.1 | 0.0 | -0.4 | 0.1 | -0.3 | -0.6 | -0.3 | -0.8 | 0.4 | 0.5 | -0.2 | 0.4 | 0.0 |
| Q4 | -0.2 | -0.2 | 0.0 | 0.8 | -0.7 | -1.0 | -0.3 | -0.8 | 0.1 | 1.0 | -0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 2020 Q1 | -4.1 | -3.5 | -6.3 | -0.4 | -3.9 | -5.7 | -6.1 | -1.9 | -2.4 | -4.7 | -2.7 | -2.1 | -7.8 |
| Q2 | -13.7 | -12.5 | -19.1 | -2.7 | -14.0 | -17.0 | -22.5 | -5.1 | -3.1 | -9.2 | -13.0 | -5.7 | -20.0 |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

| | Labour force, millions | Under-employment, % of labour force | Unemployment ¹⁾ | | | | | | | | | | | Job vacancy rate ³⁾ |
|--------------------|------------------------|-------------------------------------|----------------------------|-------------------|---|----------|-------------------|----------|-------------------|-----------|-------------------|----------|-------------------|--------------------------------|
| | | | Total | | Long-term unemployment, % of labour force ²⁾ | By age | | | | By gender | | | | |
| | | | Millions | % of labour force | | Adult | | Youth | | Male | | Female | | |
| | | | | | | Millions | % of labour force | Millions | % of labour force | Millions | % of labour force | Millions | % of labour force | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| % of total in 2019 | | | 100.0 | | 81.8 | 18.3 | | | 51.3 | | 48.7 | | | |
| 2017 | 161.860 | 4.1 | 14.585 | 9.0 | 4.4 | 11.946 | 8.1 | 2.640 | 18.6 | 7.556 | 8.7 | 7.029 | 9.4 | 1.9 |
| 2018 | 162.485 | 3.7 | 13.211 | 8.1 | 3.8 | 10.823 | 7.3 | 2.388 | 16.8 | 6.809 | 7.8 | 6.402 | 8.5 | 2.1 |
| 2019 | 163.297 | 3.5 | 12.268 | 7.5 | 3.3 | 10.030 | 6.7 | 2.238 | 15.6 | 6.291 | 7.2 | 5.977 | 7.9 | 2.3 |
| 2019 Q3 | 163.039 | 3.5 | 12.171 | 7.5 | 3.2 | 9.942 | 6.7 | 2.229 | 15.5 | 6.282 | 7.2 | 5.890 | 7.8 | 2.2 |
| Q4 | 163.675 | 3.4 | 12.010 | 7.3 | 3.2 | 9.787 | 6.6 | 2.222 | 15.5 | 6.130 | 7.0 | 5.880 | 7.7 | 2.2 |
| 2020 Q1 | 162.865 | 3.4 | 11.846 | 7.3 | . | 9.609 | 6.5 | 2.237 | 15.6 | 6.021 | 6.9 | 5.826 | 7.7 | 1.9 |
| Q2 | . | . | 12.167 | 7.5 | . | 9.902 | 6.7 | 2.265 | 16.8 | 6.327 | 7.3 | 5.840 | 7.8 | . |
| 2020 Feb. | - | - | 11.955 | 7.3 | - | 9.753 | 6.5 | 2.202 | 15.3 | 6.059 | 6.9 | 5.896 | 7.7 | - |
| Mar. | - | - | 11.835 | 7.2 | - | 9.669 | 6.5 | 2.166 | 15.4 | 6.050 | 6.9 | 5.784 | 7.6 | - |
| Apr. | - | - | 11.942 | 7.4 | - | 9.693 | 6.5 | 2.249 | 16.4 | 6.230 | 7.2 | 5.712 | 7.6 | - |
| May | - | - | 12.110 | 7.5 | - | 9.874 | 6.7 | 2.236 | 16.7 | 6.286 | 7.3 | 5.824 | 7.8 | - |
| June | - | - | 12.449 | 7.7 | - | 10.140 | 6.9 | 2.309 | 17.2 | 6.465 | 7.5 | 5.984 | 8.0 | - |
| July | - | - | 12.793 | 7.9 | - | 10.455 | 7.1 | 2.338 | 17.3 | 6.601 | 7.6 | 6.192 | 8.3 | - |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, annual and quarterly data are derived as simple averages of the monthly data.

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.

3.5 Short-term business statistics

| | Industrial production | | | | | Construction production | ECB indicator on industrial new orders | Retail sales | | | | New passenger car registrations | |
|--|--------------------------------|--------------------|---------------------------|----------------|--------|-------------------------|--|--------------|--------------------------|----------|-------|---------------------------------|-------|
| | Total (excluding construction) | | Main Industrial Groupings | | | | | Total | Food, beverages, tobacco | Non-food | Fuel | | |
| | Manufacturing | Intermediate goods | Capital goods | Consumer goods | Energy | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| % of total in 2015 | 100.0 | 88.7 | 32.1 | 34.5 | 21.8 | 11.6 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 40.4 | 52.5 | 7.1 | 100.0 |
| annual percentage changes | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 3.0 | 3.2 | 3.4 | 3.9 | 1.4 | 1.1 | 3.1 | 7.9 | 2.5 | 1.6 | 3.5 | 0.8 | 5.6 |
| 2018 | 0.7 | 0.9 | 0.6 | 1.1 | 1.4 | -1.5 | 1.7 | 2.7 | 1.6 | 1.3 | 1.9 | 0.6 | 0.9 |
| 2019 | -1.3 | -1.3 | -2.4 | -1.8 | 1.5 | -1.9 | 2.0 | -4.3 | 2.3 | 0.9 | 3.6 | 0.8 | 1.8 |
| 2019 Q3 | -1.6 | -1.5 | -3.2 | -1.1 | 0.4 | -1.9 | 1.2 | -4.7 | 2.7 | 0.9 | 4.2 | 1.3 | 0.6 |
| Q4 | -2.0 | -2.1 | -3.8 | -2.8 | 2.0 | -2.5 | 0.0 | -5.8 | 2.0 | 0.6 | 3.5 | -0.7 | 12.5 |
| 2020 Q1 | -6.1 | -6.1 | -5.4 | -10.2 | -0.7 | -5.6 | -3.6 | -6.5 | -1.3 | 4.8 | -4.7 | -10.1 | -27.3 |
| Q2 | -20.3 | -21.5 | -19.7 | -28.2 | -13.6 | -10.5 | -13.6 | -26.6 | -6.8 | 3.0 | -11.3 | -29.4 | -50.8 |
| 2020 Feb. | -2.1 | -1.9 | -0.8 | -4.3 | 1.0 | -3.0 | -0.1 | -1.4 | 2.6 | 4.0 | 2.2 | -2.0 | -6.3 |
| Mar. | -13.5 | -14.3 | -12.6 | -22.6 | -3.8 | -6.3 | -16.4 | -16.6 | -8.1 | 9.1 | -18.7 | -27.2 | -60.3 |
| Apr. | -28.6 | -30.2 | -26.7 | -41.1 | -18.6 | -13.3 | -31.0 | -37.2 | -19.3 | 2.1 | -32.2 | -47.8 | -79.6 |
| May | -20.4 | -21.6 | -19.6 | -28.0 | -14.7 | -10.3 | -10.5 | -28.4 | -2.6 | 5.9 | -5.9 | -27.0 | -48.6 |
| June | -12.3 | -12.9 | -13.1 | -15.9 | -7.7 | -7.6 | -5.9 | -13.9 | 1.3 | 1.1 | 3.7 | -14.2 | -27.9 |
| July | . | . | . | . | . | . | . | . | 0.4 | 1.5 | 0.5 | -10.8 | . |
| month-on-month percentage changes (s.a.) | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 Feb. | -0.1 | 0.0 | 0.8 | -2.2 | 0.4 | 0.2 | -0.8 | -1.3 | 0.7 | 2.5 | -0.3 | -1.4 | 1.3 |
| Mar. | -11.8 | -12.8 | -11.7 | -18.0 | -5.7 | -3.3 | -15.0 | -14.7 | -10.4 | 5.3 | -20.0 | -26.3 | -57.4 |
| Apr. | -18.0 | -19.5 | -16.8 | -26.3 | -13.1 | -5.9 | -18.2 | -24.2 | -12.0 | -5.8 | -16.6 | -28.6 | -45.7 |
| May | 12.3 | 13.4 | 9.7 | 26.0 | 6.1 | 3.0 | 29.4 | 11.9 | 20.6 | 2.8 | 38.6 | 38.2 | 139.9 |
| June | 9.1 | 10.0 | 6.7 | 14.2 | 5.6 | 2.6 | 4.0 | 20.1 | 5.3 | -3.2 | 11.8 | 19.3 | 41.0 |
| July | . | . | . | . | . | . | . | . | -1.3 | 0.0 | -2.9 | 4.3 | . |

Sources: Eurostat, ECB calculations, ECB experimental statistics (col. 8) and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

| | European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated) | | | | | | | Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices) | | | | |
|-----------|--|---------------------------------|--------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|---|--|----------------------|--------------------------------|------------------|
| | Economic sentiment indicator (long-term average = 100) | Manufacturing industry | | Consumer confidence indicator | Construction confidence indicator | Retail trade confidence indicator | Service industries | | Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing | Manufacturing output | Business activity for services | Composite output |
| | | Industrial confidence indicator | Capacity utilisation (%) | | | | Services confidence indicator | Capacity utilisation (%) | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 1999-15 | 98.7 | -5.2 | 80.6 | -11.7 | -15.4 | -8.6 | 7.3 | - | 51.2 | 52.5 | 53.0 | 52.8 |
| 2017 | 110.4 | 5.7 | 83.1 | -5.4 | -3.0 | 2.3 | 14.7 | 89.9 | 57.4 | 58.5 | 55.6 | 56.4 |
| 2018 | 111.5 | 6.7 | 83.7 | -4.9 | 7.0 | 1.3 | 15.2 | 90.4 | 54.9 | 54.7 | 54.5 | 54.6 |
| 2019 | 103.1 | -5.1 | 81.9 | -7.1 | 6.4 | -0.4 | 10.7 | 90.5 | 47.4 | 47.8 | 52.7 | 51.3 |
| 2019 Q3 | 102.0 | -7.1 | 81.4 | -6.8 | 5.1 | 0.0 | 9.7 | 90.4 | 46.4 | 47.0 | 52.8 | 51.2 |
| Q4 | 100.6 | -9.2 | 80.9 | -7.7 | 4.9 | -0.1 | 9.8 | 90.2 | 46.4 | 46.7 | 52.3 | 50.7 |
| 2020 Q1 | 100.0 | -8.1 | 74.6 | -8.8 | 3.4 | -3.0 | 6.6 | 88.0 | 47.2 | 45.1 | 43.9 | 44.2 |
| Q2 | 69.4 | -27.2 | 70.2 | -18.5 | -14.9 | -26.4 | -39.2 | 85.6 | 40.1 | 34.2 | 30.3 | 31.3 |
| 2020 Mar. | 94.1 | -11.2 | - | -11.6 | -1.0 | -8.6 | -2.3 | - | 44.5 | 38.5 | 26.4 | 29.7 |
| Apr. | 64.9 | -32.5 | 68.3 | -22.0 | -16.1 | -30.1 | -38.6 | 85.7 | 33.4 | 18.1 | 12.0 | 13.6 |
| May | 67.5 | -27.5 | - | -18.8 | -17.5 | -29.8 | -43.6 | - | 39.4 | 35.6 | 30.5 | 31.9 |
| June | 75.8 | -21.6 | - | -14.7 | -11.3 | -19.4 | -35.5 | - | 47.4 | 48.9 | 48.3 | 48.5 |
| July | 82.4 | -16.2 | 72.1 | -15.0 | -11.4 | -15.1 | -26.2 | 85.6 | 51.8 | 55.3 | 54.7 | 54.9 |
| Aug. | 87.7 | -12.7 | - | -14.7 | -11.8 | -10.5 | -17.2 | - | 51.7 | 55.6 | 50.5 | 51.9 |

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

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

| | Households | | | | | | | Non-financial corporations | | | | | | |
|---------|--|---------------------------|------------------------------|----------------------|----------------------------------|-------------------------|-------------------------------|----------------------------|---------------------------|--------------------------|----------------------|----------------------------------|-----------|--|
| | Saving ratio (gross) | Debt ratio | Real gross disposable income | Financial investment | Non-financial investment (gross) | Net worth ²⁾ | Housing wealth | Profit share ³⁾ | Saving ratio (net) | Debt ratio ⁴⁾ | Financial investment | Non-financial investment (gross) | Financing | |
| | Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾ | Annual percentage changes | | | | | Percentage of net value added | Percentage of GDP | Annual percentage changes | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2017 | 12.1 | 93.9 | 1.5 | 2.3 | 5.1 | 4.7 | 4.7 | 34.1 | 7.3 | 77.5 | 4.6 | 8.7 | 3.1 | |
| 2018 | 12.5 | 93.5 | 1.8 | 2.0 | 6.8 | 2.5 | 4.5 | 34.3 | 6.0 | 77.5 | 2.2 | 6.9 | 1.5 | |
| 2019 | 13.2 | 93.8 | 1.9 | 2.6 | 4.8 | 5.4 | 3.6 | 33.6 | 6.3 | 77.5 | 2.2 | 4.0 | 1.7 | |
| 2019 Q2 | 13.1 | 93.3 | 2.4 | 2.4 | 4.7 | 4.0 | 3.9 | 33.9 | 6.1 | 78.2 | 1.5 | 18.6 | 1.2 | |
| Q3 | 13.3 | 93.4 | 2.4 | 2.5 | 4.1 | 4.5 | 3.6 | 33.7 | 6.2 | 79.0 | 1.7 | -0.8 | 1.3 | |
| Q4 | 13.2 | 93.8 | 0.8 | 2.6 | 3.1 | 5.4 | 3.6 | 33.6 | 6.3 | 77.5 | 2.2 | -6.9 | 1.7 | |
| 2020 Q1 | 14.1 | 93.6 | 0.6 | 2.7 | -1.7 | 2.8 | 4.0 | 32.6 | 5.2 | 79.0 | 2.1 | 1.7 | 1.8 | |

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

3 Economic activity

3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

| | Current account | | | | | | | | | | | Capital account ¹⁾ | |
|---|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|-------|----------------|-------|------------------|-------|-------------------------------|-------|
| | Total | | | Goods | | Services | | Primary income | | Secondary income | | Credit | Debit |
| | Credit | Debit | Balance | Credit | Debit | Credit | Debit | Credit | Debit | Credit | Debit | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2019 Q3 | 1,089.0 | 996.1 | 92.9 | 604.3 | 519.6 | 251.2 | 222.3 | 205.2 | 184.8 | 28.3 | 69.4 | 9.8 | 7.8 |
| Q4 | 1,089.2 | 1,010.5 | 78.7 | 609.2 | 519.7 | 252.9 | 247.8 | 198.0 | 180.1 | 29.2 | 62.9 | 16.5 | 18.7 |
| 2020 Q1 | 1,050.0 | 1,000.7 | 49.3 | 585.8 | 498.2 | 241.8 | 257.8 | 193.2 | 180.8 | 29.3 | 63.8 | 10.8 | 10.8 |
| Q2 | 860.7 | 814.9 | 45.9 | 473.3 | 414.0 | 194.0 | 181.4 | 166.2 | 151.9 | 27.3 | 67.6 | 10.7 | 8.7 |
| 2020 Jan. | 364.0 | 350.5 | 13.4 | 201.6 | 174.4 | 84.9 | 88.9 | 67.3 | 61.3 | 10.2 | 25.9 | 2.9 | 3.3 |
| Feb. | 362.6 | 339.9 | 22.7 | 200.8 | 171.2 | 84.2 | 90.0 | 67.5 | 60.2 | 10.1 | 18.5 | 3.8 | 3.3 |
| Mar. | 323.5 | 310.3 | 13.2 | 183.4 | 152.6 | 72.7 | 78.9 | 58.5 | 59.3 | 8.9 | 19.5 | 4.1 | 4.3 |
| Apr. | 275.8 | 261.8 | 13.9 | 144.9 | 131.4 | 63.1 | 58.9 | 58.2 | 50.3 | 9.5 | 21.3 | 4.0 | 3.6 |
| May | 283.8 | 272.5 | 11.3 | 157.0 | 136.4 | 64.6 | 60.5 | 53.8 | 49.0 | 8.4 | 26.6 | 3.4 | 2.3 |
| June | 301.2 | 280.5 | 20.7 | 171.4 | 146.2 | 66.3 | 62.0 | 54.1 | 52.6 | 9.4 | 19.7 | 3.3 | 2.8 |
| <i>12-month cumulated transactions</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 June | 4,089.0 | 3,822.2 | 266.8 | 2,272.5 | 1,951.5 | 939.8 | 909.2 | 762.5 | 697.7 | 114.1 | 263.7 | 47.7 | 46.0 |
| <i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 June | 35.5 | 33.2 | 2.3 | 19.7 | 16.9 | 8.2 | 7.9 | 6.6 | 6.1 | 1.0 | 2.3 | 0.4 | 0.4 |

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

| | Total (n.s.a.) | | Exports (f.o.b.) | | | | | Imports (c.i.f.) | | | | | |
|---|----------------|---------|--------------------|---------------|-------------------|----------------------------------|--------------------|------------------|-------------------|-----------------------------------|-------|-------|-------|
| | Exports | Imports | Total | | | Memo item: Manu- facturing | Total | | | Memo items: 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> | | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 3.3 | 0.5 | 586.5 | 279.3 | 117.9 | 177.9 | 489.1 | 531.7 | 298.3 | 88.0 | 137.3 | 388.2 | 60.2 |
| Q4 | 2.2 | -2.1 | 591.9 | 276.5 | 125.1 | 179.0 | 496.6 | 525.7 | 291.3 | 86.4 | 138.5 | 385.2 | 60.7 |
| 2020 Q1 | -1.7 | -4.2 | 577.3 | 275.1 | 115.3 | 175.5 | 480.4 | 506.8 | 283.4 | 82.3 | 133.5 | 369.7 | 56.7 |
| Q2 | -23.5 | -21.7 | 447.9 | . | . | . | 369.4 | 421.3 | . | . | . | 317.8 | . |
| 2020 Jan. | 0.2 | -0.6 | 196.8 | 93.5 | 39.0 | 60.1 | 164.7 | 177.7 | 100.1 | 28.7 | 46.1 | 129.0 | 22.3 |
| Feb. | 1.2 | -1.7 | 198.2 | 93.1 | 41.0 | 61.0 | 166.3 | 172.8 | 97.1 | 27.0 | 46.1 | 126.8 | 20.0 |
| Mar. | -6.0 | -10.2 | 182.3 | 88.5 | 35.3 | 54.4 | 149.4 | 156.3 | 86.3 | 26.5 | 41.3 | 113.9 | 14.4 |
| Apr. | -30.0 | -25.4 | 136.1 | 69.4 | 26.3 | 37.4 | 109.6 | 135.1 | 72.1 | 24.6 | 36.0 | 99.5 | 7.8 |
| May | -29.9 | -26.8 | 147.7 | 71.7 | 28.6 | 44.3 | 123.3 | 139.1 | 71.6 | 25.2 | 39.7 | 106.8 | 7.8 |
| June | -10.0 | -12.3 | 164.2 | . | . | . | 136.5 | 147.0 | . | . | . | 111.5 | . |
| <i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 1.0 | 1.5 | 106.9 | 109.4 | 103.4 | 106.3 | 106.2 | 109.9 | 108.5 | 111.4 | 113.2 | 112.0 | 96.7 |
| Q4 | 0.0 | -1.8 | 107.2 | 108.4 | 108.3 | 105.8 | 107.1 | 107.4 | 105.5 | 105.6 | 112.9 | 109.9 | 96.4 |
| 2020 Q1 | -4.1 | -5.0 | 103.6 | 106.7 | 100.0 | 102.3 | 102.3 | 103.7 | 103.4 | 99.7 | 108.4 | 104.7 | 98.9 |
| Q2 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2019 Dec. | 2.1 | -0.9 | 106.3 | 107.7 | 106.6 | 104.1 | 105.6 | 105.7 | 104.2 | 101.1 | 111.2 | 107.7 | 99.2 |
| 2020 Jan. | -2.8 | -3.6 | 105.5 | 107.7 | 101.3 | 105.2 | 105.0 | 107.1 | 106.2 | 105.4 | 111.4 | 109.3 | 102.0 |
| Feb. | -1.3 | -2.1 | 106.9 | 108.1 | 107.3 | 106.9 | 106.6 | 106.8 | 106.3 | 100.2 | 113.4 | 109.2 | 101.1 |
| Mar. | -7.8 | -9.1 | 98.5 | 104.2 | 91.3 | 94.8 | 95.3 | 97.3 | 97.7 | 93.5 | 100.4 | 95.7 | 93.6 |
| Apr. | -30.0 | -20.3 | 74.5 | 82.4 | 67.6 | 67.0 | 70.4 | 88.2 | 88.4 | 87.9 | 88.4 | 84.6 | 82.9 |
| May | -29.5 | -21.3 | 81.1 | 85.4 | 75.5 | 78.9 | 79.4 | 91.6 | 88.7 | 92.5 | 97.2 | 91.6 | 79.6 |

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

| | Total | | | | | Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾ | | | | | | Administered prices | |
|--------------------|-------------------|-------|------|-------|----------|---|----------------|------------------|-----------------------------|-----------------|----------|--|---------------------|
| | Index: 2015 = 100 | Total | | Goods | Services | Total | Processed food | Unprocessed food | Non-energy industrial goods | Energy (n.s.a.) | Services | Total HICP excluding administered prices | Administered prices |
| | | 1 | 2 | | | | | | | | | | |
| % of total in 2019 | 100.0 | 100.0 | 70.9 | 55.5 | 44.5 | 100.0 | 14.5 | 4.5 | 26.4 | 10.1 | 44.5 | 87.0 | 13.0 |
| 2017 | 101.8 | 1.5 | 1.0 | 1.6 | 1.4 | - | - | - | - | - | - | 1.6 | 1.0 |
| 2018 | 103.6 | 1.8 | 1.0 | 2.0 | 1.5 | - | - | - | - | - | - | 1.7 | 2.1 |
| 2019 | 104.8 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.5 | - | - | - | - | - | - | 1.1 | 1.9 |
| 2019 Q3 | 105.1 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 1.3 | 0.2 | 0.5 | 1.7 | 0.2 | -1.5 | 0.4 | 0.9 | 1.6 |
| Q4 | 105.3 | 1.0 | 1.2 | 0.4 | 1.7 | 0.3 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 1.0 | 1.2 |
| 2020 Q1 | 104.7 | 1.1 | 1.1 | 0.8 | 1.5 | 0.1 | 0.6 | 1.2 | 0.1 | -1.3 | 0.1 | 1.2 | 0.8 |
| Q2 | 105.5 | 0.2 | 0.9 | -0.6 | 1.2 | -0.4 | 0.8 | 3.6 | -0.1 | -7.9 | 0.3 | 0.2 | 0.5 |
| 2020 Mar. | 105.1 | 0.7 | 1.0 | 0.3 | 1.3 | -0.3 | 0.3 | -0.1 | 0.0 | -3.3 | 0.0 | 0.8 | 0.7 |
| Apr. | 105.4 | 0.3 | 0.9 | -0.4 | 1.2 | -0.2 | 0.3 | 3.7 | -0.1 | -4.8 | 0.2 | 0.3 | 0.6 |
| May | 105.3 | 0.1 | 0.9 | -0.9 | 1.3 | -0.1 | 0.2 | -0.3 | 0.0 | -1.7 | 0.1 | 0.0 | 0.6 |
| June | 105.7 | 0.3 | 0.8 | -0.5 | 1.2 | 0.2 | 0.1 | -0.2 | 0.0 | 1.7 | 0.1 | 0.2 | 0.4 |
| July | 105.3 | 0.4 | 1.2 | -0.1 | 0.9 | 0.2 | -0.4 | -1.9 | 1.5 | 0.5 | -0.2 | 0.4 | 0.4 |
| Aug. ³⁾ | 104.9 | -0.2 | 0.4 | . | 0.7 | -0.4 | 0.1 | 0.2 | -1.6 | 0.0 | 0.0 | . | . |

| | 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 2019 | 19.0 | 14.5 | 4.5 | 36.5 | 26.4 | 10.1 | 11.0 | 6.5 | 7.2 | 2.6 | 15.3 | 8.4 |
| 2017 | 1.8 | 1.5 | 2.4 | 1.5 | 0.3 | 4.9 | 1.3 | 1.2 | 2.1 | -1.1 | 2.1 | 0.8 |
| 2018 | 2.2 | 2.1 | 2.3 | 1.9 | 0.3 | 6.4 | 1.2 | 1.2 | 1.5 | -0.1 | 2.0 | 1.4 |
| 2019 | 1.8 | 1.9 | 1.4 | 0.5 | 0.3 | 1.1 | 1.4 | 1.3 | 2.0 | -0.7 | 1.7 | 1.5 |
| 2019 Q3 | 1.8 | 1.9 | 1.6 | 0.0 | 0.3 | -0.7 | 1.5 | 1.5 | 2.2 | -0.8 | 1.1 | 1.5 |
| Q4 | 1.8 | 1.9 | 1.6 | -0.3 | 0.4 | -2.1 | 1.5 | 1.5 | 2.4 | -0.2 | 2.0 | 1.5 |
| 2020 Q1 | 2.2 | 2.0 | 2.8 | 0.0 | 0.5 | -1.0 | 1.6 | 1.4 | 1.7 | 0.0 | 1.6 | 1.5 |
| Q2 | 3.4 | 2.3 | 6.7 | -2.7 | 0.2 | -10.3 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 0.1 | 1.2 | 1.5 |
| 2020 Mar. | 2.4 | 2.1 | 3.6 | -0.9 | 0.5 | -4.5 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 0.1 | 1.4 | 1.5 |
| Apr. | 3.6 | 2.3 | 7.6 | -2.4 | 0.3 | -9.7 | 1.4 | 1.3 | 0.7 | -0.4 | 1.3 | 1.5 |
| May | 3.4 | 2.4 | 6.7 | -3.2 | 0.2 | -11.9 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 0.3 | 1.3 | 1.6 |
| June | 3.2 | 2.3 | 6.0 | -2.4 | 0.2 | -9.3 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 0.3 | 1.2 | 1.5 |
| July | 2.0 | 1.6 | 3.1 | -1.2 | 1.6 | -8.4 | 1.3 | 1.2 | 0.2 | -0.6 | 0.9 | 1.5 |
| Aug. ³⁾ | 1.7 | 1.6 | 2.3 | . | -0.1 | -7.8 | . | . | . | . | . | . |

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) Estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

| | Industrial producer prices excluding construction ¹⁾ | | | | | | | | | | Con- struction ²⁾ | Residential property prices ³⁾ | Experimental indicator of commercial property prices ³⁾ |
|-----------------------|---|-------|--|-------|-----------------------|------------------|----------------|-----------------------------------|--------------|--------|---------------------------------|---|--|
| | Total (index: 2015 = 100) | Total | Industry excluding construction and energy | | | | | | | Energy | | | |
| | | | Manu- facturing | Total | Intermediate goods | Capital goods | Consumer goods | | | | | | |
| | | | | | | | Total | Food, beverages and tobacco | Non- food | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| % of total in 2015 | 100.0 | 100.0 | 77.3 | 72.1 | 28.9 | 20.7 | 22.5 | 16.5 | 5.9 | 27.9 | | | |
| 2017 | 100.8 | 3.0 | 3.0 | 2.1 | 3.2 | 0.9 | 1.9 | 2.9 | 0.2 | 5.6 | 2.0 | 4.4 | 4.7 |
| 2018 | 104.0 | 3.2 | 2.4 | 1.5 | 2.6 | 1.0 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 8.1 | 2.5 | 4.8 | 4.1 |
| 2019 | 104.7 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.1 | 1.5 | 1.0 | 1.1 | 0.8 | -0.1 | 1.9 | 4.2 | 4.6 |
| 2019 Q3 | 104.2 | -0.6 | 0.0 | 0.5 | -0.4 | 1.5 | 1.0 | 1.2 | 0.8 | -4.3 | 1.1 | 4.0 | 4.3 |
| Q4 | 104.4 | -1.2 | 0.0 | 0.4 | -1.2 | 1.4 | 1.7 | 2.4 | 0.7 | -5.9 | 1.7 | 4.3 | 4.3 |
| 2020 Q1 | 103.8 | -1.5 | 0.0 | 0.4 | -1.4 | 1.2 | 2.3 | 3.4 | 0.6 | -7.3 | 1.4 | 4.9 | . |
| Q2 | 100.2 | -4.4 | -3.0 | -0.4 | -2.6 | 1.0 | 1.1 | 1.5 | 0.6 | -15.5 | . | . | . |
| 2020 Feb. | 104.1 | -1.3 | 0.3 | 0.5 | -1.1 | 1.2 | 2.3 | 3.4 | 0.7 | -6.6 | - | - | - |
| Mar. | 102.5 | -2.8 | -1.4 | 0.2 | -1.9 | 1.1 | 2.3 | 3.5 | 0.6 | -11.1 | - | - | - |
| Apr. | 100.4 | -4.5 | -3.1 | -0.3 | -2.6 | 1.1 | 1.7 | 2.5 | 0.6 | -16.5 | - | - | - |
| May | 99.8 | -5.0 | -3.5 | -0.6 | -2.9 | 0.9 | 1.0 | 1.3 | 0.5 | -17.2 | - | - | - |
| June | 100.5 | -3.7 | -2.3 | -0.5 | -2.5 | 1.1 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | -12.8 | - | - | - |
| July | 101.1 | -3.3 | -2.1 | -0.4 | -2.0 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | -11.6 | - | - | - |

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

| | GDP deflators | | | | | | Oil prices (EUR per barrel) | Non-energy commodity prices (EUR) | | | | | | | |
|------------|---|-------|-----------------|-----------------------------|-------------------------------------|--|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|-------------------------------|------|----------|----------------------------|------|----------|
| | Total (s.a.; index: 2015 = 100) | Total | Domestic demand | | | | | Exports ¹⁾ | Imports ¹⁾ | Import-weighted ²⁾ | | | Use-weighted ²⁾ | | |
| | | | Total | Private consump- tion | Govern- ment consump- tion | Gross fixed capital formation | | | | Total | Food | Non-food | Total | Food | Non-food |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | |
| % of total | | | | | | | | | 100.0 | 45.4 | 54.6 | 100.0 | 50.4 | 49.6 | |
| 2017 | 102.0 | 1.1 | 1.5 | 1.3 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 2.8 | 48.1 | 5.8 | -3.5 | 16.6 | 6.7 | -1.6 | 17.8 |
| 2018 | 103.4 | 1.4 | 1.7 | 1.5 | 1.8 | 1.9 | 1.4 | 2.2 | 60.4 | -0.7 | -5.8 | 4.3 | -0.1 | -5.3 | 5.7 |
| 2019 | 105.2 | 1.7 | 1.5 | 1.2 | 1.7 | 2.2 | 0.7 | 0.2 | 57.2 | 1.6 | 3.7 | -0.1 | 2.6 | 7.5 | -2.3 |
| 2019 Q3 | 105.3 | 1.8 | 1.3 | 1.0 | 1.7 | 2.2 | 0.2 | -1.0 | 55.7 | 1.8 | 3.7 | 0.2 | 1.7 | 6.5 | -3.1 |
| Q4 | 106.0 | 1.8 | 1.2 | 1.1 | 1.6 | 1.7 | 0.4 | -0.8 | 56.5 | 3.7 | 8.6 | -0.6 | 5.1 | 13.7 | -3.6 |
| 2020 Q1 | 106.6 | 1.9 | 1.4 | 1.2 | 2.6 | 2.1 | 0.0 | -1.3 | 45.9 | 1.9 | 7.6 | -3.1 | 1.4 | 7.5 | -4.9 |
| Q2 | 107.6 | 2.4 | 1.4 | 0.7 | 4.5 | 1.7 | -1.8 | -4.4 | 28.5 | -2.6 | 3.7 | -8.1 | -4.8 | -0.9 | -9.2 |
| 2020 Mar. | - | - | - | - | - | - | - | - | 29.7 | -3.2 | 3.9 | -9.4 | -4.3 | 1.4 | -10.4 |
| Apr. | - | - | - | - | - | - | - | - | 21.5 | -4.5 | 4.2 | -12.1 | -7.3 | -2.0 | -13.0 |
| May | - | - | - | - | - | - | - | - | 28.4 | -1.4 | 5.5 | -7.5 | -3.5 | 1.3 | -8.7 |
| June | - | - | - | - | - | - | - | - | 35.5 | -1.8 | 1.3 | -4.6 | -3.7 | -2.0 | -5.7 |
| July | - | - | - | - | - | - | - | - | 37.3 | -2.3 | -1.4 | -3.2 | -5.0 | -5.7 | -4.2 |
| Aug. | - | - | - | - | - | - | - | - | 37.4 | . | . | . | . | . | . |

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

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

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

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

| | European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances) | | | | | Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices) | | | |
|-----------|--|--------------|----------|--------------|--|---|----------|--------------------|----------|
| | Selling price expectations (for next three months) | | | | Consumer price trends over past 12 months | Input prices | | Prices charged | |
| | Manu- facturing | Retail trade | Services | Construction | | Manu- facturing | Services | Manu- facturing | Services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 1999-15 | 4.3 | - | - | -4.5 | 32.3 | 56.7 | 56.3 | - | 49.7 |
| 2017 | 9.3 | 5.2 | 7.1 | 2.8 | 12.9 | 64.6 | 56.3 | 55.1 | 51.6 |
| 2018 | 11.6 | 7.5 | 9.5 | 12.5 | 20.6 | 65.4 | 57.9 | 56.1 | 52.7 |
| 2019 | 4.3 | 7.2 | 9.0 | 7.4 | 18.3 | 48.8 | 57.1 | 50.4 | 52.4 |
| 2019 Q3 | 1.9 | 6.6 | 8.4 | 4.9 | 17.9 | 46.4 | 56.5 | 48.9 | 52.0 |
| Q4 | 1.4 | 6.9 | 7.9 | 5.9 | 14.7 | 44.2 | 56.9 | 48.6 | 52.0 |
| 2020 Q1 | 2.0 | 6.6 | 7.4 | 3.9 | 13.3 | 45.6 | 54.7 | 48.0 | 49.7 |
| Q2 | -6.8 | -3.7 | -7.5 | -11.7 | 11.0 | 44.2 | 48.1 | 46.1 | 43.3 |
| 2020 Mar. | -0.3 | 3.9 | 2.8 | -1.1 | 10.6 | 44.2 | 49.7 | 47.2 | 45.3 |
| Apr. | -7.5 | -8.0 | -9.9 | -12.9 | 5.9 | 44.6 | 44.5 | 45.8 | 40.2 |
| May | -8.6 | -3.1 | -8.8 | -11.3 | 12.6 | 43.0 | 47.7 | 45.8 | 43.3 |
| June | -4.4 | 0.1 | -3.9 | -10.8 | 14.5 | 45.1 | 52.2 | 46.6 | 46.3 |
| July | -1.1 | -0.6 | -0.1 | -9.9 | 12.7 | 47.5 | 52.5 | 49.0 | 47.8 |
| Aug. | -2.1 | 0.7 | -1.2 | -7.7 | 13.9 | 50.1 | 53.4 | 49.4 | 48.2 |

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

| | Total (index: 2016 = 100) | Total | By component | | For selected economic activities | | Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ |
|-----------------------|---------------------------------|-------|-----------------------|------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|---|
| | | | Wages and salaries | Employers' social contributions | Business economy | Mainly non-business economy | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| % of total in 2018 | 100.0 | 100.0 | 75.3 | 24.7 | 69.0 | 31.0 | |
| 2017 | 101.8 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.5 |
| 2018 | 104.2 | 2.4 | 2.3 | 2.6 | 2.5 | 2.1 | 2.1 |
| 2019 | 106.8 | 2.5 | 2.6 | 2.2 | 2.4 | 2.6 | 2.2 |
| 2019 Q3 | 103.4 | 2.5 | 2.7 | 2.3 | 2.6 | 2.4 | 2.6 |
| Q4 | 113.2 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.6 | 2.0 |
| 2020 Q1 | 103.2 | 3.4 | 3.4 | 3.6 | 3.1 | 4.2 | 1.9 |
| Q2 | . | . | . | . | . | . | 1.7 |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

4 Prices and costs

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

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

| | Total (index: 2015 =100) | Total | By economic activity | | | | | | | | | |
|--|-----------------------------------|-------|---|--|-------------------|---|---------------------------------------|-----------------------------|----------------|--|--|---|
| | | | Agriculture, forestry and fishing | Manu- facturing, energy and utilities | Con- struction | Trade, transport, accom- modation and food services | Information and commu- nication | Finance and insurance | Real estate | Professional, business and support services | Public ad- ministration, education, health and social work | Arts, enter- tainment and other services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Unit labour costs | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 106.3 | 0.7 | 0.1 | -0.7 | 0.6 | 0.6 | -0.9 | -1.7 | 4.2 | 1.3 | 1.9 | 1.1 |
| 2018 | 108.3 | 1.9 | 1.5 | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 0.3 | 0.4 | 4.7 | 2.4 | 2.3 | 2.6 |
| 2019 | 110.3 | 1.9 | -0.8 | 3.4 | 1.0 | 1.6 | 1.1 | -0.5 | 2.5 | 1.1 | 2.5 | 1.7 |
| 2019 Q3 | 110.6 | 1.7 | -1.8 | 3.6 | 0.7 | 1.5 | 0.9 | -0.9 | 2.3 | 0.9 | 2.4 | 0.9 |
| Q4 | 110.9 | 1.6 | -0.2 | 2.5 | 1.3 | 1.4 | 0.2 | -0.6 | -0.2 | 1.5 | 2.7 | 1.9 |
| 2020 Q1 | 114.1 | 4.4 | -2.1 | 4.5 | 2.5 | 5.7 | 2.7 | -1.3 | 1.9 | 4.7 | 5.2 | 6.9 |
| Q2 | 119.6 | 8.6 | -0.6 | 10.2 | 7.0 | 13.3 | 2.8 | -1.0 | -3.9 | 11.2 | 10.8 | 21.0 |
| Compensation per employee | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 111.4 | 1.7 | 1.1 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 2.0 | 1.1 | 3.3 | 2.6 | 1.9 | 1.7 |
| 2018 | 113.8 | 2.2 | 1.4 | 1.9 | 1.8 | 2.1 | 2.6 | -2.2 | 4.2 | 2.8 | 2.0 | 3.0 |
| 2019 | 116.0 | 1.9 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 1.7 | 2.0 | 2.8 | 1.3 | 2.2 | 2.7 |
| 2019 Q3 | 116.6 | 2.0 | 0.7 | 2.0 | 1.7 | 2.3 | 1.8 | 1.7 | 3.0 | 1.3 | 2.1 | 2.3 |
| Q4 | 116.7 | 1.6 | 2.0 | 0.8 | 1.2 | 1.6 | 1.3 | 1.5 | 1.4 | 1.1 | 2.3 | 2.5 |
| 2020 Q1 | 115.9 | 0.6 | 0.8 | -0.5 | -1.9 | -1.0 | 1.9 | -0.4 | 2.5 | 1.2 | 2.4 | 0.4 |
| Q2 | 110.4 | -4.6 | 1.5 | -8.0 | -8.4 | -10.4 | -2.2 | -0.9 | -4.0 | -6.3 | 1.0 | -6.7 |
| Labour productivity per person employed | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 104.8 | 1.0 | 0.9 | 2.3 | 1.0 | 0.9 | 2.9 | 2.8 | -0.9 | 1.4 | 0.0 | 0.6 |
| 2018 | 105.1 | 0.3 | -0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.7 | 2.4 | 1.8 | -0.5 | 0.4 | -0.2 | 0.3 |
| 2019 | 105.1 | 0.0 | 2.0 | -1.8 | 0.7 | 0.5 | 0.6 | 2.4 | 0.3 | 0.2 | -0.4 | 1.1 |
| 2019 Q3 | 105.4 | 0.3 | 2.6 | -1.5 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 2.6 | 0.7 | 0.5 | -0.3 | 1.4 |
| Q4 | 105.2 | -0.1 | 2.2 | -1.7 | -0.1 | 0.2 | 1.1 | 2.1 | 1.6 | -0.4 | -0.4 | 0.6 |
| 2020 Q1 | 101.6 | -3.6 | 2.9 | -4.8 | -4.2 | -6.3 | -0.8 | 1.0 | 0.7 | -3.3 | -2.6 | -6.1 |
| Q2 | 92.3 | -12.2 | 2.1 | -16.5 | -14.4 | -20.9 | -4.9 | 0.1 | -0.1 | -15.7 | -8.9 | -22.9 |
| Compensation per hour worked | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 113.4 | 2.1 | 1.3 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 1.8 | 3.3 | 2.6 | 2.5 | 2.3 |
| 2018 | 115.9 | 2.2 | 0.9 | 2.0 | 1.2 | 2.2 | 2.8 | 2.4 | 3.4 | 2.8 | 2.0 | 2.7 |
| 2019 | 118.1 | 1.9 | 0.8 | 2.0 | 2.2 | 2.2 | 2.5 | 1.5 | 2.8 | 1.3 | 1.7 | 2.8 |
| 2019 Q3 | 118.2 | 2.0 | 0.9 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.5 | 0.9 | 2.4 | 1.3 | 1.5 | 2.4 |
| Q4 | 118.6 | 1.8 | 1.3 | 1.6 | 2.3 | 1.8 | 2.4 | 1.2 | 0.7 | 1.1 | 2.1 | 2.5 |
| 2020 Q1 | 121.7 | 4.2 | 3.0 | 3.2 | 2.9 | 4.3 | 3.7 | 1.8 | 5.7 | 3.4 | 4.5 | 8.1 |
| Q2 | 128.1 | 9.0 | 5.4 | 6.2 | 7.4 | 12.7 | 4.5 | 4.4 | 6.3 | 6.1 | 6.5 | 15.0 |
| Hourly labour productivity | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 107.2 | 1.5 | 1.5 | 2.7 | 1.2 | 1.5 | 3.1 | 3.4 | -0.6 | 1.6 | 0.6 | 1.2 |
| 2018 | 107.6 | 0.4 | -0.9 | 0.3 | 0.0 | 1.0 | 2.7 | 2.0 | -1.2 | 0.4 | -0.3 | 0.3 |
| 2019 | 107.7 | 0.2 | 1.6 | -1.4 | 1.1 | 0.8 | 1.5 | 2.2 | 0.5 | 0.3 | -0.7 | 1.0 |
| 2019 Q3 | 107.6 | 0.4 | 2.4 | -1.2 | 1.6 | 1.1 | 1.8 | 2.1 | 0.2 | 0.7 | -0.8 | 1.5 |
| Q4 | 107.6 | 0.2 | 1.4 | -1.0 | 0.9 | 0.5 | 2.0 | 2.0 | 0.6 | -0.3 | -0.5 | 0.4 |
| 2020 Q1 | 108.0 | 0.5 | 3.3 | -0.9 | 1.6 | -0.3 | 1.1 | 3.5 | 5.6 | -0.7 | -0.5 | 1.9 |
| Q2 | 109.3 | 1.7 | 5.0 | -2.9 | 3.1 | 2.0 | 0.2 | 3.3 | 10.0 | -3.1 | -3.4 | -3.6 |

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

| | M3 | | | | | | | | | | | |
|---------------------|-------------------------|--------------------|---|---|---------|---------|----------|--------------------------|--|-------|-------|----------|
| | M2 | | | | | | M3-M2 | | | | | |
| | M1 | | M2-M1 | | | | Repos | Money market fund shares | Debt securities with a maturity of up to 2 years | | | |
| | Currency in circulation | Overnight deposits | Deposits with an agreed maturity of up to 2 years | Deposits redeemable at notice of up to 3 months | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 1,112.0 | 6,638.1 | 7,750.1 | 1,196.6 | 2,261.8 | 3,458.3 | 11,208.5 | 74.4 | 512.0 | 72.6 | 659.1 | 11,867.5 |
| 2018 | 1,163.3 | 7,114.7 | 8,278.1 | 1,124.9 | 2,299.0 | 3,423.9 | 11,702.0 | 74.3 | 524.0 | 71.5 | 669.8 | 12,371.8 |
| 2019 | 1,220.0 | 7,724.2 | 8,944.2 | 1,069.5 | 2,363.8 | 3,433.4 | 12,377.5 | 78.5 | 531.6 | 7.9 | 618.0 | 12,995.6 |
| 2019 Q3 | 1,204.1 | 7,605.6 | 8,809.6 | 1,110.0 | 2,354.8 | 3,464.7 | 12,274.4 | 74.5 | 546.3 | 19.1 | 640.0 | 12,914.4 |
| Q4 | 1,220.0 | 7,724.2 | 8,944.2 | 1,069.5 | 2,363.8 | 3,433.4 | 12,377.5 | 78.5 | 531.6 | 7.9 | 618.0 | 12,995.6 |
| 2020 Q1 | 1,261.8 | 8,075.3 | 9,337.1 | 1,077.5 | 2,361.4 | 3,439.0 | 12,776.1 | 109.9 | 533.5 | 56.5 | 700.0 | 13,476.0 |
| Q2 | 1,304.5 | 8,401.0 | 9,705.5 | 1,076.0 | 2,403.1 | 3,479.1 | 13,184.5 | 96.4 | 584.6 | 16.7 | 697.7 | 13,882.3 |
| 2020 Feb. | 1,236.2 | 7,826.7 | 9,062.8 | 1,065.0 | 2,359.7 | 3,424.8 | 12,487.6 | 84.9 | 551.3 | 26.0 | 662.2 | 13,149.8 |
| Mar. | 1,261.8 | 8,075.3 | 9,337.1 | 1,077.5 | 2,361.4 | 3,439.0 | 12,776.1 | 109.9 | 533.5 | 56.5 | 700.0 | 13,476.0 |
| Apr. | 1,276.8 | 8,229.6 | 9,506.5 | 1,071.0 | 2,376.7 | 3,447.7 | 12,954.2 | 94.9 | 546.6 | 37.7 | 679.3 | 13,633.4 |
| May | 1,296.5 | 8,334.7 | 9,631.3 | 1,095.1 | 2,389.1 | 3,484.2 | 13,115.4 | 96.6 | 556.9 | 26.8 | 680.2 | 13,795.6 |
| June | 1,304.5 | 8,401.0 | 9,705.5 | 1,076.0 | 2,403.1 | 3,479.1 | 13,184.5 | 96.4 | 584.6 | 16.7 | 697.7 | 13,882.3 |
| July ^(p) | 1,311.1 | 8,473.0 | 9,784.1 | 1,082.7 | 2,409.4 | 3,492.0 | 13,276.1 | 109.5 | 607.5 | 10.3 | 727.3 | 14,003.4 |
| Transactions | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 36.0 | 592.6 | 628.6 | -109.5 | 34.5 | -74.9 | 553.7 | 6.5 | -10.8 | -18.5 | -22.7 | 530.9 |
| 2018 | 50.3 | 465.1 | 515.4 | -74.0 | 45.2 | -28.9 | 486.6 | -0.9 | 12.3 | -3.3 | 8.1 | 494.7 |
| 2019 | 56.7 | 603.1 | 659.8 | -60.0 | 62.8 | 2.7 | 662.5 | 4.1 | -1.8 | -57.6 | -55.3 | 607.2 |
| 2019 Q3 | 15.1 | 181.2 | 196.3 | -4.6 | 14.8 | 10.2 | 206.5 | -0.6 | 21.1 | -18.1 | 2.5 | 209.0 |
| Q4 | 15.9 | 122.8 | 138.8 | -38.0 | 8.1 | -29.9 | 108.8 | 4.5 | -16.0 | -9.5 | -21.1 | 87.8 |
| 2020 Q1 | 41.8 | 346.6 | 388.3 | 6.1 | -2.5 | 3.7 | 392.0 | 31.1 | 2.0 | 46.7 | 79.8 | 471.7 |
| Q2 | 42.7 | 322.7 | 365.4 | 0.4 | 42.1 | 42.5 | 407.8 | -12.9 | 51.1 | -40.7 | -2.4 | 405.4 |
| 2020 Feb. | 7.9 | 81.9 | 89.8 | 1.2 | -2.6 | -1.4 | 88.4 | 9.0 | 3.0 | 1.3 | 13.3 | 101.7 |
| Mar. | 25.6 | 249.3 | 274.9 | 12.8 | 1.7 | 14.5 | 289.5 | 25.0 | -17.6 | 28.7 | 36.1 | 325.6 |
| Apr. | 15.1 | 151.4 | 166.5 | -7.8 | 15.2 | 7.4 | 173.9 | -15.4 | 13.2 | -18.5 | -20.7 | 153.2 |
| May | 19.7 | 103.3 | 123.0 | 26.7 | 12.8 | 39.5 | 162.5 | 2.4 | 10.3 | -11.7 | 1.0 | 163.5 |
| June | 7.9 | 67.9 | 75.9 | -18.5 | 14.0 | -4.4 | 71.4 | 0.1 | 27.7 | -10.4 | 17.4 | 88.8 |
| July ^(p) | 6.6 | 151.5 | 158.1 | 11.7 | 6.5 | 18.1 | 176.2 | 14.1 | 22.9 | -4.3 | 32.8 | 209.0 |
| Growth rates | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 3.3 | 9.8 | 8.8 | -8.3 | 1.6 | -2.1 | 5.2 | 9.5 | -2.1 | -21.1 | -3.3 | 4.7 |
| 2018 | 4.5 | 7.0 | 6.6 | -6.2 | 2.0 | -0.8 | 4.3 | -1.3 | 2.4 | -4.7 | 1.2 | 4.2 |
| 2019 | 4.9 | 8.5 | 8.0 | -5.3 | 2.7 | 0.1 | 5.7 | 5.4 | -0.4 | -86.7 | -8.2 | 4.9 |
| 2019 Q3 | 4.7 | 8.5 | 7.9 | -2.6 | 3.0 | 1.1 | 5.9 | 3.0 | 8.7 | -65.4 | 1.1 | 5.7 |
| Q4 | 4.9 | 8.5 | 8.0 | -5.3 | 2.7 | 0.1 | 5.7 | 5.4 | -0.4 | -86.7 | -8.2 | 4.9 |
| 2020 Q1 | 7.0 | 10.9 | 10.4 | -3.7 | 1.8 | 0.0 | 7.4 | 47.5 | 2.0 | 51.5 | 9.8 | 7.5 |
| Q2 | 9.7 | 13.1 | 12.6 | -3.3 | 2.7 | 0.8 | 9.2 | 29.4 | 11.1 | -54.1 | 9.2 | 9.2 |
| 2020 Feb. | 5.4 | 8.6 | 8.1 | -5.6 | 2.0 | -0.4 | 5.6 | 17.6 | 6.0 | -47.4 | 2.5 | 5.5 |
| Mar. | 7.0 | 10.9 | 10.4 | -3.7 | 1.8 | 0.0 | 7.4 | 47.5 | 2.0 | 51.5 | 9.8 | 7.5 |
| Apr. | 8.0 | 12.5 | 11.9 | -5.2 | 2.1 | -0.3 | 8.3 | 28.2 | 3.8 | 2.0 | 6.2 | 8.2 |
| May | 9.3 | 13.0 | 12.5 | -2.5 | 2.3 | 0.7 | 9.1 | 35.9 | 5.8 | -34.2 | 6.3 | 9.0 |
| June | 9.7 | 13.1 | 12.6 | -3.3 | 2.7 | 0.8 | 9.2 | 29.4 | 11.1 | -54.1 | 9.2 | 9.2 |
| July ^(p) | 9.8 | 14.1 | 13.5 | -1.5 | 2.7 | 1.4 | 10.1 | 46.2 | 13.4 | -64.3 | 12.8 | 10.2 |

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3 1)

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

| | Non-financial corporations 2) | | | | | Households 3) | | | | | Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2) | Insurance corporations and pension funds | Other general government 4) |
|----------------------------|-------------------------------|-----------|--|--|-------|---------------|-----------|--|--|-------|---|--|-----------------------------|
| | Total | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos | Total | Overnight | With an agreed maturity of up to 2 years | Redeemable at notice of up to 3 months | Repos | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 2,240.3 | 1,797.4 | 285.0 | 149.1 | 8.8 | 6,317.6 | 3,702.8 | 562.1 | 2,051.9 | 0.8 | 991.1 | 206.6 | 415.3 |
| 2018 | 2,331.4 | 1,898.7 | 277.3 | 147.8 | 7.6 | 6,644.9 | 4,035.9 | 517.6 | 2,090.1 | 1.4 | 998.2 | 202.9 | 435.5 |
| 2019 | 2,476.2 | 2,062.7 | 256.9 | 150.1 | 6.5 | 7,040.7 | 4,395.5 | 492.5 | 2,151.8 | 0.9 | 1,036.9 | 214.4 | 467.8 |
| 2019 Q3 | 2,450.9 | 2,031.3 | 262.2 | 151.4 | 5.9 | 6,964.9 | 4,318.1 | 504.5 | 2,141.3 | 1.0 | 1,042.3 | 221.3 | 465.5 |
| Q4 | 2,476.2 | 2,062.7 | 256.9 | 150.1 | 6.5 | 7,040.7 | 4,395.5 | 492.5 | 2,151.8 | 0.9 | 1,036.9 | 214.4 | 467.8 |
| 2020 Q1 | 2,609.4 | 2,190.9 | 263.2 | 147.5 | 7.7 | 7,161.4 | 4,530.5 | 472.0 | 2,158.3 | 0.6 | 1,151.7 | 226.4 | 475.3 |
| Q2 | 2,867.6 | 2,392.7 | 320.1 | 148.6 | 6.2 | 7,349.8 | 4,681.9 | 462.7 | 2,204.3 | 0.9 | 1,067.8 | 225.3 | 466.0 |
| 2020 Feb. | 2,507.0 | 2,097.6 | 253.7 | 150.3 | 5.4 | 7,086.6 | 4,452.7 | 482.5 | 2,150.6 | 0.8 | 1,051.7 | 215.3 | 475.7 |
| Mar. | 2,609.4 | 2,190.9 | 263.2 | 147.5 | 7.7 | 7,161.4 | 4,530.5 | 472.0 | 2,158.3 | 0.6 | 1,151.7 | 226.4 | 475.3 |
| Apr. | 2,715.5 | 2,277.9 | 284.8 | 146.5 | 6.3 | 7,242.1 | 4,596.8 | 467.1 | 2,177.4 | 0.8 | 1,120.1 | 229.8 | 464.8 |
| May | 2,824.5 | 2,355.8 | 316.8 | 147.2 | 4.7 | 7,299.7 | 4,642.9 | 464.8 | 2,191.1 | 1.0 | 1,100.8 | 231.1 | 459.4 |
| June | 2,867.6 | 2,392.7 | 320.1 | 148.6 | 6.2 | 7,349.8 | 4,681.9 | 462.7 | 2,204.3 | 0.9 | 1,067.8 | 225.3 | 466.0 |
| July (p) | 2,919.1 | 2,433.7 | 333.1 | 147.1 | 5.2 | 7,400.2 | 4,729.7 | 456.1 | 2,213.3 | 1.1 | 1,037.8 | 243.5 | 473.8 |
| Transactions | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 180.7 | 182.4 | -1.9 | -0.8 | 0.9 | 254.7 | 304.7 | -82.1 | 33.6 | -1.5 | 54.9 | 7.2 | 26.7 |
| 2018 | 93.1 | 105.3 | -9.7 | -1.1 | -1.4 | 326.5 | 324.8 | -45.0 | 46.1 | 0.5 | 0.5 | -3.9 | 19.1 |
| 2019 | 146.1 | 163.7 | -18.8 | 1.7 | -0.5 | 394.5 | 358.4 | -25.7 | 62.4 | -0.5 | 29.1 | 10.2 | 30.1 |
| 2019 Q3 | 40.7 | 43.9 | -2.9 | 1.0 | -1.3 | 116.9 | 109.6 | -6.0 | 13.9 | -0.6 | 25.1 | 3.8 | 4.4 |
| Q4 | 28.8 | 34.6 | -4.3 | -2.2 | 0.7 | 76.8 | 76.9 | -11.5 | 11.5 | -0.2 | -3.0 | -6.9 | 1.8 |
| 2020 Q1 | 130.6 | 126.4 | 5.6 | -2.5 | 1.2 | 119.5 | 134.2 | -20.9 | 6.4 | -0.3 | 112.1 | 11.7 | 7.4 |
| Q2 | 260.4 | 203.1 | 57.7 | 1.1 | -1.5 | 190.4 | 152.7 | -9.0 | 46.5 | 0.3 | -88.7 | -0.6 | -9.2 |
| 2020 Feb. | 31.3 | 33.6 | -3.3 | -0.2 | 1.3 | 25.2 | 30.9 | -4.9 | -0.8 | 0.0 | 27.0 | -2.5 | 8.5 |
| Mar. | 102.7 | 93.5 | 9.6 | -2.7 | 2.3 | 74.9 | 77.8 | -10.4 | 7.7 | -0.2 | 100.6 | 11.1 | -0.4 |
| Apr. | 104.6 | 86.0 | 21.0 | -1.0 | -1.4 | 80.2 | 66.0 | -5.1 | 19.1 | 0.2 | -34.4 | 3.5 | -10.5 |
| May | 112.3 | 80.2 | 33.0 | 0.7 | -1.5 | 59.1 | 46.7 | -1.9 | 14.2 | 0.1 | -22.4 | 1.6 | -5.4 |
| June | 43.5 | 36.9 | 3.7 | 1.4 | 1.5 | 51.1 | 40.0 | -2.0 | 13.2 | -0.1 | -32.0 | -5.7 | 6.7 |
| July (p) | 59.2 | 46.3 | 15.2 | -1.5 | -0.8 | 53.1 | 49.6 | -5.8 | 9.1 | 0.2 | 44.5 | 19.0 | 7.9 |
| Growth rates | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 8.6 | 11.2 | -0.7 | -0.5 | 11.5 | 4.2 | 9.0 | -12.7 | 1.7 | -65.1 | 5.8 | 3.6 | 6.9 |
| 2018 | 4.2 | 5.9 | -3.5 | -0.7 | -16.5 | 5.2 | 8.8 | -8.0 | 2.3 | 67.7 | 0.0 | -1.9 | 4.6 |
| 2019 | 6.3 | 8.6 | -6.8 | 1.2 | -6.8 | 5.9 | 8.9 | -5.0 | 3.0 | -36.8 | 2.9 | 5.0 | 6.9 |
| 2019 Q3 | 6.4 | 8.0 | -2.6 | 2.8 | -11.8 | 6.3 | 9.3 | -4.1 | 3.1 | -10.1 | 3.6 | 4.3 | 6.6 |
| Q4 | 6.3 | 8.6 | -6.8 | 1.2 | -6.8 | 5.9 | 8.9 | -5.0 | 3.0 | -36.8 | 2.9 | 5.0 | 6.9 |
| 2020 Q1 | 9.7 | 12.1 | -2.2 | -1.0 | 24.8 | 6.0 | 9.8 | -8.4 | 2.3 | -56.7 | 16.8 | 5.9 | 2.9 |
| Q2 | 19.1 | 20.5 | 21.2 | -1.7 | -13.5 | 7.4 | 11.2 | -9.3 | 3.7 | -48.3 | 4.5 | 3.7 | 0.9 |
| 2020 Feb. | 6.5 | 9.0 | -7.6 | 1.1 | -13.8 | 5.4 | 8.6 | -6.8 | 2.3 | -46.9 | 7.1 | 3.1 | 4.6 |
| Mar. | 9.7 | 12.1 | -2.2 | -1.0 | 24.8 | 6.0 | 9.8 | -8.4 | 2.3 | -56.7 | 16.8 | 5.9 | 2.9 |
| Apr. | 13.7 | 16.1 | 5.5 | -2.2 | -11.6 | 6.7 | 10.6 | -9.1 | 2.9 | -48.2 | 12.2 | 8.0 | 1.0 |
| May | 17.7 | 19.2 | 18.3 | -2.0 | -31.8 | 7.0 | 10.9 | -9.2 | 3.2 | -37.5 | 9.6 | 7.1 | -0.2 |
| June | 19.1 | 20.5 | 21.2 | -1.7 | -13.5 | 7.4 | 11.2 | -9.3 | 3.7 | -48.3 | 4.5 | 3.7 | 0.9 |
| July (p) | 20.4 | 21.4 | 27.2 | -2.8 | -15.8 | 7.4 | 11.3 | -10.2 | 3.8 | -40.1 | 9.2 | 10.4 | 3.2 |

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

| | Credit to general government | | | Credit to other euro area residents | | | | | | | | |
|---------------------|------------------------------|---------|-----------------|-------------------------------------|------------------------------|---|-----------------------------|---|---|-----------------|---|-------|
| | Total | Loans | Debt securities | Total | Loans | | | | | Debt securities | Equity and non-money market fund investment fund shares | |
| | | | | | Total | To non-financial corporations ³⁾ | To households ⁴⁾ | To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾ | To insurance corporations and pension funds | | | |
| | | | | | Adjusted loans ²⁾ | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 4,617.2 | 1,032.3 | 3,571.0 | 13,114.0 | 10,870.5 | 11,165.8 | 4,323.4 | 5,600.3 | 838.0 | 108.7 | 1,440.4 | 803.2 |
| 2018 | 4,676.7 | 1,006.2 | 3,659.0 | 13,415.9 | 11,122.4 | 11,482.8 | 4,402.3 | 5,742.1 | 851.2 | 126.8 | 1,517.9 | 775.6 |
| 2019 | 4,652.5 | 984.4 | 3,656.3 | 13,865.6 | 11,452.2 | 11,838.5 | 4,472.5 | 5,930.9 | 896.1 | 152.6 | 1,560.5 | 852.9 |
| 2019 Q3 | 4,696.5 | 999.8 | 3,685.1 | 13,776.5 | 11,394.4 | 11,764.2 | 4,488.5 | 5,876.3 | 883.5 | 146.2 | 1,570.6 | 811.5 |
| Q4 | 4,652.5 | 984.4 | 3,656.3 | 13,865.6 | 11,452.2 | 11,838.5 | 4,472.5 | 5,930.9 | 896.1 | 152.6 | 1,560.5 | 852.9 |
| 2020 Q1 | 4,775.0 | 1,006.9 | 3,756.3 | 14,046.9 | 11,688.3 | 12,063.7 | 4,601.8 | 5,966.5 | 958.5 | 161.5 | 1,558.2 | 800.3 |
| Q2 | 5,300.8 | 1,005.8 | 4,283.3 | 14,245.5 | 11,783.1 | 12,165.5 | 4,717.7 | 5,993.9 | 917.8 | 153.7 | 1,644.2 | 818.2 |
| 2020 Feb. | 4,672.1 | 993.0 | 3,667.3 | 13,942.3 | 11,531.5 | 11,897.5 | 4,488.9 | 5,983.3 | 909.1 | 150.1 | 1,565.3 | 845.5 |
| Mar. | 4,775.0 | 1,006.9 | 3,756.3 | 14,046.9 | 11,688.3 | 12,063.7 | 4,601.8 | 5,966.5 | 958.5 | 161.5 | 1,558.2 | 800.3 |
| Apr. | 4,962.3 | 1,015.5 | 3,935.0 | 14,122.9 | 11,728.0 | 12,103.9 | 4,670.7 | 5,960.9 | 939.7 | 156.8 | 1,609.0 | 785.9 |
| May | 5,131.2 | 1,017.5 | 4,101.9 | 14,225.1 | 11,805.1 | 12,179.2 | 4,719.2 | 5,981.8 | 949.7 | 154.4 | 1,627.1 | 793.0 |
| June | 5,300.8 | 1,005.8 | 4,283.3 | 14,245.5 | 11,783.1 | 12,165.5 | 4,717.7 | 5,993.9 | 917.8 | 153.7 | 1,644.2 | 818.2 |
| July ^(p) | 5,589.1 | 1,003.6 | 4,573.7 | 14,126.8 | 11,813.4 | 12,183.2 | 4,729.6 | 6,015.7 | 914.0 | 154.1 | 1,496.8 | 816.6 |
| Transactions | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 287.5 | -43.7 | 330.6 | 363.2 | 274.2 | 316.4 | 84.9 | 173.2 | 19.7 | -3.5 | 63.6 | 25.4 |
| 2018 | 90.3 | -28.4 | 118.7 | 374.8 | 307.3 | 382.1 | 123.6 | 166.3 | -0.4 | 17.8 | 88.1 | -20.6 |
| 2019 | -88.3 | -23.5 | -65.2 | 453.0 | 378.7 | 426.0 | 115.0 | 199.9 | 42.5 | 21.2 | 30.6 | 43.8 |
| 2019 Q3 | -2.6 | -0.9 | -1.7 | 129.7 | 102.3 | 104.5 | 27.2 | 52.0 | 9.2 | 13.9 | 20.7 | 6.6 |
| Q4 | -5.2 | -15.6 | 10.2 | 90.2 | 78.5 | 104.6 | 2.8 | 60.2 | 9.1 | 6.5 | -7.8 | 19.5 |
| 2020 Q1 | 134.0 | 21.9 | 112.2 | 228.6 | 246.0 | 238.3 | 135.7 | 41.8 | 59.6 | 8.8 | 15.0 | -32.3 |
| Q2 | 506.4 | -1.7 | 508.0 | 194.8 | 102.5 | 110.3 | 123.1 | 33.0 | -45.9 | -7.7 | 80.8 | 11.5 |
| 2020 Feb. | 6.7 | -1.5 | 8.2 | 40.7 | 20.9 | 26.1 | 6.5 | 22.9 | -5.0 | -3.4 | 20.6 | -0.9 |
| Mar. | 136.3 | 13.8 | 122.5 | 143.5 | 167.1 | 176.9 | 118.6 | -11.6 | 48.7 | 11.4 | 8.9 | -32.6 |
| Apr. | 194.0 | 8.3 | 185.6 | 68.4 | 38.2 | 38.0 | 71.6 | -5.3 | -23.5 | -4.7 | 46.7 | -16.4 |
| May | 159.0 | 1.6 | 157.5 | 103.8 | 79.1 | 76.9 | 51.4 | 22.1 | 7.9 | -2.4 | 19.2 | 5.6 |
| June | 153.4 | -11.5 | 164.9 | 22.6 | -14.8 | -4.6 | 0.0 | 16.2 | -30.4 | -0.6 | 14.9 | 22.4 |
| July ^(p) | 96.6 | -2.1 | 98.7 | 75.0 | 47.7 | 37.7 | 21.6 | 24.4 | 1.1 | 0.6 | 26.7 | 0.7 |
| Growth rates | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 6.6 | -4.1 | 10.2 | 2.8 | 2.6 | 2.9 | 2.0 | 3.2 | 2.4 | -3.2 | 4.6 | 3.2 |
| 2018 | 2.0 | -2.8 | 3.4 | 2.9 | 2.8 | 3.4 | 2.9 | 3.0 | -0.1 | 16.4 | 6.1 | -2.6 |
| 2019 | -1.9 | -2.3 | -1.8 | 3.4 | 3.4 | 3.7 | 2.6 | 3.5 | 5.0 | 16.2 | 2.0 | 5.6 |
| 2019 Q3 | -1.1 | -0.5 | -1.3 | 3.2 | 3.2 | 3.6 | 2.9 | 3.2 | 3.5 | 14.4 | 3.3 | 2.6 |
| Q4 | -1.9 | -2.3 | -1.8 | 3.4 | 3.4 | 3.7 | 2.6 | 3.5 | 5.0 | 16.2 | 2.0 | 5.6 |
| 2020 Q1 | 1.6 | 0.4 | 1.9 | 4.2 | 4.8 | 5.0 | 4.9 | 3.3 | 11.4 | 20.7 | 3.0 | -0.6 |
| Q2 | 13.6 | 0.4 | 17.3 | 4.7 | 4.7 | 4.8 | 6.5 | 3.2 | 4.1 | 16.3 | 7.1 | 0.7 |
| 2020 Feb. | -2.0 | -1.0 | -2.2 | 3.4 | 3.5 | 3.7 | 2.4 | 3.9 | 5.0 | 14.8 | 2.0 | 4.1 |
| Mar. | 1.6 | 0.4 | 1.9 | 4.2 | 4.8 | 5.0 | 4.9 | 3.3 | 11.4 | 20.7 | 3.0 | -0.6 |
| Apr. | 6.2 | 1.5 | 7.5 | 4.4 | 4.7 | 4.9 | 6.0 | 3.0 | 7.7 | 21.2 | 6.3 | -3.4 |
| May | 9.8 | 1.1 | 12.2 | 4.9 | 5.2 | 5.3 | 6.7 | 3.3 | 8.5 | 20.9 | 6.8 | -2.4 |
| June | 13.6 | 0.4 | 17.3 | 4.7 | 4.7 | 4.8 | 6.5 | 3.2 | 4.1 | 16.3 | 7.1 | 0.7 |
| July ^(p) | 15.5 | 0.2 | 19.8 | 5.0 | 4.7 | 4.7 | 6.5 | 3.3 | 4.0 | 14.8 | 9.3 | 0.4 |

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 Money and credit

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

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

| | Non-financial corporations ²⁾ | | | | | Households ³⁾ | | | | |
|----------------------------|--|------------------------------|--------------|--------------------------|--------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------|
| | Total | | Up to 1 year | Over 1 and up to 5 years | Over 5 years | Total | | Loans for consumption | Loans for house purchase | Other loans |
| | | Adjusted loans ⁴⁾ | | | | | Adjusted loans ⁴⁾ | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | |
| 2017 | 4,323.4 | 4,358.7 | 986.2 | 821.2 | 2,516.1 | 5,600.3 | 5,867.4 | 654.8 | 4,216.4 | 729.0 |
| 2018 | 4,402.3 | 4,487.6 | 993.0 | 843.7 | 2,565.6 | 5,742.1 | 6,025.2 | 682.6 | 4,356.8 | 702.7 |
| 2019 | 4,472.5 | 4,575.5 | 970.7 | 877.0 | 2,624.8 | 5,930.9 | 6,224.3 | 719.8 | 4,524.2 | 686.9 |
| 2019 Q3 | 4,488.5 | 4,581.9 | 982.0 | 873.5 | 2,633.0 | 5,876.3 | 6,165.7 | 711.2 | 4,473.5 | 691.6 |
| Q4 | 4,472.5 | 4,575.5 | 970.7 | 877.0 | 2,624.8 | 5,930.9 | 6,224.3 | 719.8 | 4,524.2 | 686.9 |
| 2020 Q1 | 4,601.8 | 4,703.7 | 1,002.0 | 915.8 | 2,683.9 | 5,966.5 | 6,254.2 | 715.5 | 4,566.5 | 684.5 |
| Q2 | 4,717.7 | 4,827.0 | 957.9 | 991.5 | 2,768.3 | 5,993.9 | 6,277.6 | 700.6 | 4,602.9 | 690.3 |
| 2020 Feb. | 4,488.9 | 4,586.3 | 957.4 | 880.0 | 2,651.5 | 5,983.3 | 6,264.7 | 728.4 | 4,567.3 | 687.6 |
| Mar. | 4,601.8 | 4,703.7 | 1,002.0 | 915.8 | 2,683.9 | 5,966.5 | 6,254.2 | 715.5 | 4,566.5 | 684.5 |
| Apr. | 4,670.7 | 4,775.2 | 988.4 | 961.2 | 2,721.1 | 5,960.9 | 6,247.1 | 701.0 | 4,574.6 | 685.3 |
| May | 4,719.2 | 4,822.8 | 958.1 | 997.9 | 2,763.2 | 5,981.8 | 6,265.1 | 698.6 | 4,593.9 | 689.3 |
| June | 4,717.7 | 4,827.0 | 957.9 | 991.5 | 2,768.3 | 5,993.9 | 6,277.6 | 700.6 | 4,602.9 | 690.3 |
| July ^(p) | 4,729.6 | 4,831.4 | 950.7 | 997.9 | 2,781.1 | 6,015.7 | 6,292.4 | 703.2 | 4,620.5 | 692.0 |
| Transactions | | | | | | | | | | |
| 2017 | 84.9 | 134.8 | 0.6 | 39.1 | 45.2 | 173.2 | 165.6 | 45.0 | 134.0 | -5.9 |
| 2018 | 123.6 | 175.7 | 18.6 | 32.7 | 72.3 | 166.3 | 188.6 | 41.3 | 134.3 | -9.3 |
| 2019 | 115.0 | 144.7 | -11.7 | 43.1 | 83.6 | 199.9 | 217.2 | 40.7 | 168.7 | -9.4 |
| 2019 Q3 | 27.2 | 34.0 | 3.6 | 6.3 | 17.3 | 52.0 | 54.9 | 8.4 | 46.5 | -2.9 |
| Q4 | 2.8 | 21.7 | -5.3 | 7.5 | 0.5 | 60.2 | 63.7 | 9.4 | 53.7 | -2.9 |
| 2020 Q1 | 135.7 | 135.2 | 28.9 | 43.4 | 63.3 | 41.8 | 37.6 | -2.9 | 45.9 | -1.1 |
| Q2 | 123.1 | 130.4 | -38.0 | 80.8 | 80.3 | 33.0 | 30.0 | -13.2 | 36.8 | 9.4 |
| 2020 Feb. | 6.5 | 7.5 | -8.0 | 4.2 | 10.3 | 22.9 | 22.3 | 4.5 | 17.5 | 0.9 |
| Mar. | 118.6 | 121.4 | 48.0 | 36.1 | 34.6 | -11.6 | -4.3 | -11.9 | 3.5 | -3.1 |
| Apr. | 71.6 | 72.8 | -13.4 | 47.0 | 38.0 | -5.3 | -6.1 | -14.2 | 7.0 | 1.9 |
| May | 51.4 | 50.5 | -28.4 | 39.1 | 40.8 | 22.1 | 18.8 | -2.1 | 19.7 | 4.6 |
| June | 0.0 | 7.2 | 3.9 | -5.3 | 1.5 | 16.2 | 17.3 | 3.2 | 10.1 | 3.0 |
| July ^(p) | 21.6 | 15.9 | -6.0 | 10.2 | 17.4 | 24.4 | 18.4 | 3.0 | 18.8 | 2.6 |
| Growth rates | | | | | | | | | | |
| 2017 | 2.0 | 3.2 | 0.1 | 5.0 | 1.8 | 3.2 | 2.9 | 7.3 | 3.3 | -0.8 |
| 2018 | 2.9 | 4.1 | 1.9 | 4.0 | 2.9 | 3.0 | 3.2 | 6.4 | 3.2 | -1.3 |
| 2019 | 2.6 | 3.2 | -1.2 | 5.1 | 3.3 | 3.5 | 3.6 | 6.0 | 3.9 | -1.3 |
| 2019 Q3 | 2.9 | 3.6 | -0.8 | 5.1 | 3.6 | 3.2 | 3.4 | 6.0 | 3.5 | -1.6 |
| Q4 | 2.6 | 3.2 | -1.2 | 5.1 | 3.3 | 3.5 | 3.6 | 6.0 | 3.9 | -1.3 |
| 2020 Q1 | 4.9 | 5.5 | 2.9 | 9.1 | 4.3 | 3.3 | 3.4 | 3.8 | 4.0 | -1.2 |
| Q2 | 6.5 | 7.1 | -1.1 | 16.1 | 6.2 | 3.2 | 3.0 | 0.2 | 4.1 | 0.4 |
| 2020 Feb. | 2.4 | 3.0 | -2.1 | 5.0 | 3.2 | 3.9 | 3.7 | 6.2 | 4.3 | -1.0 |
| Mar. | 4.9 | 5.5 | 2.9 | 9.1 | 4.3 | 3.3 | 3.4 | 3.8 | 4.0 | -1.2 |
| Apr. | 6.0 | 6.6 | 1.1 | 13.7 | 5.3 | 3.0 | 3.0 | 1.3 | 3.9 | -0.8 |
| May | 6.7 | 7.3 | -1.5 | 17.5 | 6.3 | 3.3 | 3.0 | 0.3 | 4.2 | 0.1 |
| June | 6.5 | 7.1 | -1.1 | 16.1 | 6.2 | 3.2 | 3.0 | 0.2 | 4.1 | 0.4 |
| July ^(p) | 6.5 | 7.0 | -2.2 | 16.5 | 6.4 | 3.3 | 3.0 | 0.2 | 4.2 | 0.9 |

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

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

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

| | MFI liabilities | | | | | | MFI assets | | | |
|----------------------------|---|---|--|--|---|----------------------|---------------------|---|---|-------|
| | Central government holdings ²⁾ | Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents | | | | | Net external assets | Other | | |
| | | Total | Deposits with an agreed maturity of over 2 years | Deposits redeemable at notice of over 3 months | Debt securities with a maturity of over 2 years | Capital and reserves | | Total | | |
| | | | | | | | | Repos with central counterparties ³⁾ | Reverse repos to central counterparties ³⁾ | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| Outstanding amounts | | | | | | | | | | |
| 2017 | 342.7 | 6,771.1 | 1,967.5 | 59.8 | 2,017.5 | 2,726.2 | 933.7 | 316.3 | 143.5 | 92.5 |
| 2018 | 379.3 | 6,818.7 | 1,940.7 | 56.1 | 2,099.1 | 2,722.8 | 1,033.7 | 443.4 | 187.0 | 194.9 |
| 2019 | 350.3 | 7,062.0 | 1,946.5 | 50.1 | 2,156.1 | 2,909.3 | 1,459.9 | 429.9 | 178.9 | 187.2 |
| 2019 Q3 | 388.0 | 7,101.1 | 1,948.1 | 57.2 | 2,162.2 | 2,933.6 | 1,484.9 | 445.6 | 184.2 | 198.1 |
| Q4 | 350.3 | 7,062.0 | 1,946.5 | 50.1 | 2,156.1 | 2,909.3 | 1,459.9 | 429.9 | 178.9 | 187.2 |
| 2020 Q1 | 413.2 | 7,036.8 | 1,935.5 | 47.2 | 2,121.7 | 2,932.4 | 1,573.5 | 530.7 | 183.7 | 196.5 |
| Q2 | 676.1 | 7,039.4 | 1,931.4 | 43.9 | 2,080.5 | 2,983.7 | 1,555.9 | 495.6 | 158.3 | 173.7 |
| 2020 Feb. | 417.1 | 7,130.4 | 1,942.5 | 48.2 | 2,162.2 | 2,977.4 | 1,613.8 | 469.2 | 177.9 | 191.2 |
| Mar. | 413.2 | 7,036.8 | 1,935.5 | 47.2 | 2,121.7 | 2,932.4 | 1,573.5 | 530.7 | 183.7 | 196.5 |
| Apr. | 521.0 | 7,059.6 | 1,930.3 | 46.1 | 2,125.7 | 2,957.4 | 1,568.2 | 560.6 | 187.6 | 203.3 |
| May | 598.8 | 7,046.5 | 1,934.1 | 45.1 | 2,101.8 | 2,965.4 | 1,543.7 | 540.8 | 196.5 | 211.4 |
| June | 676.1 | 7,039.4 | 1,931.4 | 43.9 | 2,080.5 | 2,983.7 | 1,555.9 | 495.6 | 158.3 | 173.7 |
| July ^(p) | 756.4 | 7,041.6 | 1,931.5 | 43.7 | 2,046.7 | 3,019.8 | 1,529.3 | 556.1 | 159.8 | 172.6 |
| Transactions | | | | | | | | | | |
| 2017 | 39.0 | -73.4 | -83.5 | -6.6 | -71.1 | 87.8 | -96.1 | -58.2 | -61.2 | -28.5 |
| 2018 | 40.5 | 51.2 | -37.8 | -4.9 | 16.0 | 77.9 | 89.0 | 32.3 | 16.2 | 23.6 |
| 2019 | -28.2 | 106.9 | -5.3 | -3.3 | 27.5 | 88.1 | 310.1 | 11.1 | -2.7 | -2.5 |
| 2019 Q3 | 14.6 | 12.7 | -14.6 | -1.0 | 4.8 | 23.6 | 93.5 | 15.8 | 6.9 | 7.4 |
| Q4 | -37.5 | 4.3 | -1.4 | -3.7 | -14.3 | 23.7 | -1.0 | -29.4 | -5.3 | -10.9 |
| 2020 Q1 | 63.2 | -47.7 | -8.9 | -2.9 | -45.2 | 9.3 | 74.3 | 50.2 | 4.7 | 9.3 |
| Q2 | 263.0 | -4.7 | -2.3 | -3.3 | -16.0 | 16.9 | -47.6 | 10.2 | -25.4 | -22.8 |
| 2020 Feb. | 45.0 | 0.5 | -6.8 | -0.6 | -5.0 | 12.8 | 58.2 | 41.6 | 6.8 | 9.0 |
| Mar. | -3.9 | -40.8 | 0.5 | -1.0 | -42.7 | 2.4 | -27.2 | 28.2 | 5.8 | 5.3 |
| Apr. | 107.9 | -19.3 | -6.0 | -1.0 | -1.1 | -11.1 | -62.5 | 41.9 | 4.0 | 6.8 |
| May | 77.8 | 16.4 | 5.7 | -1.0 | -8.1 | 19.6 | 1.8 | -7.0 | 8.9 | 8.1 |
| June | 77.4 | -1.8 | -2.0 | -1.2 | -6.8 | 8.3 | 13.2 | -24.7 | -38.2 | -37.6 |
| July ^(p) | 17.3 | -9.4 | -2.1 | -0.2 | -9.0 | 1.9 | -33.4 | 78.6 | 1.5 | -1.1 |
| Growth rates | | | | | | | | | | |
| 2017 | 12.6 | -1.1 | -4.0 | -9.6 | -3.4 | 3.4 | - | - | -29.8 | -23.5 |
| 2018 | 11.8 | 0.8 | -1.9 | -8.1 | 0.8 | 2.9 | - | - | 8.1 | 7.7 |
| 2019 | -7.4 | 1.6 | -0.3 | -6.0 | 1.3 | 3.2 | - | - | -1.5 | -1.5 |
| 2019 Q3 | -3.2 | 1.8 | -0.3 | -0.7 | 2.2 | 3.1 | - | - | 6.9 | 11.0 |
| Q4 | -7.4 | 1.6 | -0.3 | -6.0 | 1.3 | 3.2 | - | - | -1.5 | -1.5 |
| 2020 Q1 | 11.9 | 0.2 | -0.1 | -11.1 | -2.5 | 2.8 | - | - | -0.3 | 0.6 |
| Q2 | 81.3 | -0.5 | -1.4 | -19.6 | -3.3 | 2.5 | - | - | -10.9 | -9.2 |
| 2020 Feb. | 4.2 | 0.9 | -0.3 | -9.1 | -0.7 | 3.0 | - | - | -7.6 | -6.9 |
| Mar. | 11.9 | 0.2 | -0.1 | -11.1 | -2.5 | 2.8 | - | - | -0.3 | 0.6 |
| Apr. | 42.3 | 0.0 | -0.4 | -13.4 | -2.2 | 2.1 | - | - | -6.6 | -4.9 |
| May | 63.1 | 0.1 | 0.0 | -15.9 | -2.6 | 2.5 | - | - | -0.3 | 0.2 |
| June | 81.3 | -0.5 | -1.4 | -19.6 | -3.3 | 2.5 | - | - | -10.9 | -9.2 |
| July ^(p) | 85.6 | -0.6 | -0.1 | -20.2 | -4.1 | 2.2 | - | - | -16.6 | -16.3 |

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

| | Deficit (-)/surplus (+) | | | | | Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+) |
|---------|-------------------------|--------------------|------------------|------------------|-----------------------|---|
| | Total | Central government | State government | Local government | Social security funds | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| 2016 | -1.5 | -1.7 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.7 |
| 2017 | -1.0 | -1.4 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 1.0 |
| 2018 | -0.5 | -1.0 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 1.4 |
| 2019 | -0.6 | -1.0 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 1.0 |
| 2019 Q2 | -0.7 | . | . | . | . | 1.1 |
| Q3 | -0.8 | . | . | . | . | 0.9 |
| Q4 | -0.6 | . | . | . | . | 1.0 |
| 2020 Q1 | -1.0 | . | . | . | . | 0.6 |

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

6.2 Revenue and expenditure

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

| | Revenue | | | | | | Expenditure | | | | | | |
|---------|---------|-----------------|------|------|------|-----------------|-------------|---------------------|------|-----|-----|---------------------|-----|
| | Total | Current revenue | | | | Capital revenue | Total | Current expenditure | | | | Capital expenditure | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2016 | 46.2 | 45.7 | 12.6 | 13.0 | 15.3 | 0.5 | 47.7 | 44.1 | 10.0 | 5.3 | 2.1 | 22.7 | 3.6 |
| 2017 | 46.2 | 45.8 | 12.8 | 13.0 | 15.2 | 0.4 | 47.2 | 43.4 | 9.9 | 5.3 | 1.9 | 22.5 | 3.8 |
| 2018 | 46.5 | 46.0 | 13.0 | 13.0 | 15.2 | 0.5 | 47.0 | 43.3 | 9.9 | 5.3 | 1.8 | 22.3 | 3.7 |
| 2019 | 46.5 | 46.0 | 13.0 | 13.1 | 15.1 | 0.5 | 47.1 | 43.4 | 9.9 | 5.3 | 1.6 | 22.5 | 3.7 |
| 2019 Q2 | 46.4 | 46.0 | 12.9 | 13.1 | 15.1 | 0.5 | 47.1 | 43.4 | 9.9 | 5.3 | 1.8 | 22.4 | 3.7 |
| Q3 | 46.4 | 45.9 | 12.9 | 13.1 | 15.1 | 0.5 | 47.2 | 43.4 | 9.9 | 5.3 | 1.7 | 22.5 | 3.8 |
| Q4 | 46.5 | 46.0 | 13.0 | 13.1 | 15.1 | 0.4 | 47.1 | 43.4 | 9.9 | 5.3 | 1.6 | 22.5 | 3.7 |
| 2020 Q1 | 46.6 | 46.1 | 13.1 | 13.0 | 15.1 | 0.5 | 47.6 | 43.9 | 10.0 | 5.4 | 1.6 | 22.9 | 3.8 |

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

| | Total | Financial instrument | | | Holder | | | Original maturity | | Residual maturity | | | Currency | |
|---------|-------|-----------------------|-------|-----------------|--------------------|------------------------|------|-------------------|-------------|-------------------|--------------------------|--------------|----------------------------------|------------------|
| | 1 | Currency and deposits | Loans | Debt securities | Resident creditors | Non-resident creditors | 7 | 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 |
| | | 2 | 3 | 4 | 5 | MFIs | | 6 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2016 | 90.0 | 3.3 | 15.7 | 71.0 | 47.5 | 30.9 | 42.5 | 9.4 | 80.7 | 17.9 | 29.8 | 42.3 | 87.9 | 2.1 |
| 2017 | 87.8 | 3.2 | 14.6 | 70.0 | 48.3 | 32.2 | 39.5 | 8.6 | 79.1 | 16.4 | 29.0 | 42.3 | 86.0 | 1.8 |
| 2018 | 85.8 | 3.1 | 13.8 | 68.9 | 48.1 | 32.5 | 37.8 | 8.0 | 77.8 | 16.0 | 28.4 | 41.3 | 84.4 | 1.5 |
| 2019 | 84.1 | 3.0 | 13.1 | 68.0 | 45.5 | 30.7 | 38.6 | 7.7 | 76.4 | 15.7 | 28.0 | 40.4 | 82.8 | 1.3 |
| 2019 Q2 | 86.2 | 3.1 | 13.4 | 69.7 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| Q3 | 85.9 | 3.2 | 13.3 | 69.3 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| Q4 | 84.1 | 3.0 | 13.1 | 68.0 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2020 Q1 | 86.3 | 3.1 | 13.4 | 69.8 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |

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 |
| 2016 | -0.8 | -0.7 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.3 | 1.6 |
| 2017 | -2.3 | -1.0 | -0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.0 | -0.2 | 0.1 | -0.1 | -0.4 | -1.2 | 0.9 |
| 2018 | -1.9 | -1.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.9 | 0.8 |
| 2019 | -1.7 | -1.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | -0.2 | 0.1 | -0.8 | 0.9 |
| 2019 Q2 | -1.0 | -1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | -0.8 | 1.4 |
| Q3 | -1.2 | -0.9 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | -0.1 | 0.3 | -0.9 | 1.4 |
| Q4 | -1.7 | -1.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | -0.2 | 0.1 | -0.9 | 0.9 |
| 2020 Q1 | -0.1 | -0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | -0.2 | 0.1 | -0.1 | 1.8 |

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 | |
| 2017 | 12.9 | 11.2 | 4.2 | 1.7 | 0.4 | 7.1 | 2.4 | 1.1 | -0.2 | 2.8 | 2.3 | 0.3 | 1.1 | |
| 2018 | 12.6 | 11.1 | 3.7 | 1.5 | 0.4 | 7.3 | 2.3 | 1.1 | -0.1 | 2.7 | 2.5 | 0.4 | 0.9 | |
| 2019 | 12.2 | 10.8 | 3.6 | 1.4 | 0.3 | 7.5 | 2.1 | 1.3 | -0.1 | 2.4 | 2.1 | 0.3 | 1.1 | |
| 2019 Q2 | 12.5 | 11.0 | 3.6 | 1.4 | 0.4 | 7.4 | 2.3 | 1.3 | 0.0 | 2.6 | 2.3 | 0.5 | 0.9 | |
| Q3 | 12.7 | 11.3 | 3.8 | 1.4 | 0.4 | 7.4 | 2.2 | 1.3 | -0.1 | 2.6 | 2.3 | 0.3 | 1.0 | |
| Q4 | 12.2 | 10.8 | 3.6 | 1.4 | 0.3 | 7.5 | 2.1 | 1.3 | -0.1 | 2.4 | 2.1 | 0.3 | 1.1 | |
| 2020 Q1 | 12.3 | 11.0 | 4.1 | 1.3 | 0.3 | 7.5 | 2.0 | 1.2 | -0.2 | 2.4 | 1.9 | 0.1 | 1.0 | |
| 2020 Feb. | 12.0 | 10.7 | 4.1 | 1.3 | 0.3 | 7.6 | 2.1 | 1.2 | -0.1 | 2.4 | 1.9 | 0.2 | 1.1 | |
| Mar. | 12.3 | 11.0 | 4.1 | 1.3 | 0.3 | 7.5 | 2.0 | 1.2 | -0.2 | 2.4 | 1.9 | 0.1 | 1.0 | |
| Apr. | 13.1 | 11.8 | 4.5 | 1.3 | 0.3 | 7.5 | 2.0 | 1.2 | -0.2 | 2.3 | 2.1 | 0.1 | 1.1 | |
| May | 14.1 | 12.7 | 4.2 | 1.4 | 0.4 | 7.4 | 2.0 | 1.2 | -0.2 | 2.4 | 2.1 | 0.1 | 1.1 | |
| June | 14.7 | 13.3 | 4.7 | 1.4 | 0.4 | 7.5 | 2.0 | 1.1 | -0.2 | 2.3 | 2.0 | 0.1 | 0.9 | |
| July | 14.5 | 13.2 | 4.6 | 1.4 | 0.4 | 7.5 | 1.9 | 1.1 | -0.2 | 2.3 | 2.0 | 0.1 | 1.0 | |

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

| | Belgium 1 | Germany 2 | Estonia 3 | Ireland 4 | Greece 5 | Spain 6 | France 7 | Italy 8 | Cyprus 9 | |
|------------------------------------|--------------|-----------------|------------------|--------------|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Government deficit (-)/surplus (+) | | | | | | | | | | |
| 2016 | -2.4 | 1.2 | -0.5 | -0.7 | 0.5 | -4.3 | -3.6 | -2.4 | 0.3 | |
| 2017 | -0.7 | 1.2 | -0.8 | -0.3 | 0.7 | -3.0 | -2.9 | -2.4 | 2.0 | |
| 2018 | -0.8 | 1.9 | -0.6 | 0.1 | 1.0 | -2.5 | -2.3 | -2.2 | -3.7 | |
| 2019 | -1.9 | 1.4 | -0.3 | 0.4 | 1.5 | -2.8 | -3.0 | -1.6 | 1.7 | |
| 2019 Q2 | -1.6 | 1.7 | -0.9 | 0.4 | 0.6 | -2.8 | -2.9 | -2.2 | -4.9 | |
| Q3 | -1.8 | 1.4 | -1.0 | 0.5 | 0.6 | -2.7 | -3.2 | -2.0 | 2.2 | |
| Q4 | -1.9 | 1.5 | -0.3 | 0.4 | 1.5 | -2.8 | -3.0 | -1.6 | 1.7 | |
| 2020 Q1 | -2.7 | 1.3 | -1.3 | 0.0 | 1.0 | -3.3 | -3.5 | -2.4 | 2.2 | |
| Government debt | | | | | | | | | | |
| 2016 | 104.9 | 69.2 | 10.2 | 73.8 | 178.5 | 99.2 | 98.0 | 134.8 | 103.4 | |
| 2017 | 101.7 | 65.3 | 9.3 | 67.7 | 176.2 | 98.6 | 98.3 | 134.1 | 93.9 | |
| 2018 | 99.8 | 61.9 | 8.4 | 63.5 | 181.2 | 97.6 | 98.1 | 134.8 | 100.6 | |
| 2019 | 98.6 | 59.8 | 8.4 | 58.8 | 176.6 | 95.5 | 98.1 | 134.8 | 95.5 | |
| 2019 Q2 | 102.4 | 61.1 | 9.1 | 63.0 | 179.5 | 98.6 | 99.2 | 137.7 | 107.0 | |
| Q3 | 102.2 | 61.1 | 9.0 | 61.3 | 178.1 | 97.5 | 100.1 | 137.0 | 97.9 | |
| Q4 | 98.7 | 59.8 | 8.4 | 57.3 | 176.6 | 95.5 | 98.1 | 134.8 | 95.5 | |
| 2020 Q1 | 104.4 | 61.3 | 8.9 | 59.1 | 176.7 | 98.8 | 101.2 | 137.6 | 97.7 | |
| | Latvia 10 | Lithuania 11 | Luxembourg 12 | Malta 13 | Netherlands 14 | Austria 15 | Portugal 16 | Slovenia 17 | Slovakia 18 | Finland 19 |
| Government deficit (-)/surplus (+) | | | | | | | | | | |
| 2016 | 0.2 | 0.2 | 1.8 | 1.0 | 0.0 | -1.5 | -1.9 | -1.9 | -2.5 | -1.7 |
| 2017 | -0.8 | 0.5 | 1.3 | 3.3 | 1.3 | -0.8 | -3.0 | 0.0 | -1.0 | -0.7 |
| 2018 | -0.8 | 0.6 | 3.1 | 1.9 | 1.4 | 0.2 | -0.4 | 0.7 | -1.0 | -0.9 |
| 2019 | -0.2 | 0.3 | 2.2 | 0.5 | 1.7 | 0.7 | 0.2 | 0.5 | -1.3 | -1.1 |
| 2019 Q2 | -1.4 | 0.0 | 4.0 | 1.0 | 1.5 | 0.3 | 0.1 | 0.5 | -1.0 | -1.3 |
| Q3 | -1.1 | -0.3 | 3.2 | 0.5 | 1.3 | 0.3 | -0.1 | 0.6 | -1.1 | -1.9 |
| Q4 | -0.2 | 0.3 | 2.2 | 0.5 | 1.7 | 0.7 | 0.2 | 0.5 | -1.3 | -1.0 |
| 2020 Q1 | -0.6 | -0.4 | 1.2 | -1.7 | 1.5 | 0.4 | -0.1 | -0.8 | -1.9 | -1.1 |
| Government debt | | | | | | | | | | |
| 2016 | 40.9 | 39.7 | 20.1 | 55.5 | 61.9 | 82.9 | 131.5 | 78.7 | 52.0 | 63.2 |
| 2017 | 39.3 | 39.1 | 22.3 | 50.3 | 56.9 | 78.3 | 126.1 | 74.1 | 51.3 | 61.3 |
| 2018 | 37.2 | 33.8 | 21.0 | 45.6 | 52.4 | 74.0 | 122.0 | 70.4 | 49.4 | 59.6 |
| 2019 | 36.9 | 36.3 | 22.1 | 43.1 | 48.6 | 70.4 | 117.7 | 66.1 | 48.0 | 59.4 |
| 2019 Q2 | 37.5 | 35.9 | 20.3 | 45.5 | 51.0 | 71.7 | 120.7 | 67.7 | 48.7 | 61.5 |
| Q3 | 37.1 | 35.7 | 20.0 | 43.2 | 49.3 | 71.0 | 120.2 | 68.1 | 48.5 | 60.1 |
| Q4 | 36.9 | 36.2 | 22.1 | 42.9 | 48.7 | 70.3 | 117.7 | 66.1 | 48.0 | 59.2 |
| 2020 Q1 | 37.1 | 33.2 | 22.3 | 44.4 | 49.5 | 72.8 | 120.0 | 69.6 | 49.3 | 64.2 |

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2020

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 9.9.2020 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-20-006-FI-N