



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

8/2023



Sisällys

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	8
2 Talouskehitys	14
3 Hinnat ja kustannukset	22
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	29
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	35
6 Julkisen talouden kehitys	44
Kehikot	48
1 Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteet ja maailmanmarkkinoiden reaktiot Yhdysvaltojen rahapolitiikkaan	48
2 Geopoliittinen riski ja öljyn hinta	54
3 Potentiaalinen tuotanto tilapäisten tarjontasokkien aikana	59
4 Rahapolitiikan vaikutus tehdasteollisuuden ja palvelusektorin viimeaikaiseen heikkenemiseen	65
5 Kotitalouksien tulojen mittaamisen perusteet	70
6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 2.8.–31.10.2023	78
7 Kotitalouksien ja yritysten nettokorkotulot	84
8 Rahan määrän kehitys rahapolitiikan kiristymisjakson aikana	90
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 14.12.2023 pitää EKP:n kolme ohjauskorkoa ennallaan. Inflaatio on viime kuukausina hidastunut, mutta se todennäköisesti nopeutuu jälleen tilapäisesti lähitulevaisuudessa. Euroalueen talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuisissa arvioissa inflaation odotetaan vaimenevan vähitellen vuoden 2024 kuluessa ja lähestyvän EKP:n neuvoston asettamaa kahden prosentin tavoitetta vuonna 2025. Kokonaisinflaation odotetaan olevan keskimäärin 5,4 % vuonna 2023 ja 2,7 % vuonna 2024 sekä 2,1 % vuonna 2025 ja 1,9 % vuonna 2026. Vuoden 2023 ja etenkin vuoden 2024 inflaatio on nyt arvioitu hitaammaksi kuin euroalueen talousnäkyviä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuisissa arvioissa.

Pohjainflaatio on vaimentunut entisestään, mutta euroalueen sisäiset hintapaineet ovat edelleen koholla lähinnä yksikkötyökustannusten voimakkaan kasvun takia. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvion mukaan ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaation odotetaan olevan keskimäärin 5,0 % vuonna 2023 ja 2,7 % vuonna 2024 sekä 2,3 % vuonna 2025 ja 2,1 % vuonna 2026.

Aiempien koronnostojen vaikutus välittyy talouteen edelleen voimakkaasti. Rahoitusolojen kiristyminen vaimentaa kysyntää, mikä auttaa hidastamaan inflaatiota. Eurojärjestelmän asiantuntijat odottavat talouskasvun pysyvän lähiaikoina vaimeana. Sen jälkeen talouden odotetaan elpyvän, sillä ihmisten reaalitytulot kasvavat, kun inflaatio hidastuu ja palkat nousevat ja kun euroalueen ulkoinen kysyntä kohenee. Eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa kasvun ennakoitaankin piristyvän siten, että se on 0,8 % vuonna 2024 ja 1,5 % vuosina 2025 ja 2026. Vuonna 2023 talouden arvioidaan kasvavan keskimäärin 0,6 %.

EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. EKP:n neuvosto katsoo tämänhetkisen arvionsa perusteella EKP:n ohjauskorkojen olevan tasolla, jota riittävän pitkään ylläpitämällä edesautetaan tuntuvasti tämän päämäärän saavuttamista. EKP:n neuvoston tulevilla korkopäätöksillä varmistetaan, että ohjauskorot pitävät rahapolitiikan riittävän rajoittavana niin kauan kuin on tarpeen.

EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin tuoreimpien tietojen perusteella. Sen korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkyviä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen.

Rahapolitiikan mitoitus määritetään ensisijaisesti EKP:n ohjauskorkojen avulla. EKP:n neuvosto päätti tänään myös edetä nopeammin eurojärjestelmän taseen normalisoinnissa. Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan täysimääräisesti uudelleen vielä vuoden 2024 alkupuoliskon ajan. Vuoden 2024 jälkipuoliskolla PEPP-salkkua aiotaan pienentää keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa. Uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa aiotaan lopettaa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

Taloudellinen toiminta

Euroalueen talous supistui hieman vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä lähinnä varastojen pienenemisen vuoksi. Aiempaa kireämmät rahoitusolot ja vaisu ulkoinen kysyntä todennäköisesti vaimentavat talouden toimeliaisuutta edelleen lähitulevaisuudessa. Näkymät ovat erityisen heikot rakennusalalla ja teollisuustuotannossa, joihin korkojen nousu vaikuttaa eniten. Myös palvelutuotannon odotetaan vaimenevan tulevien kuukausien aikana, sillä teollisen toiminnan väheneminen alkaa tuntua myös muilla toimialoilla, talouden uudelleen käynnistymisen vaikutus väistyy ja korkeampien korkojen vaikutus ulottuu laajemmalle.

Työmarkkinat vahvistavat taloutta edelleen. Työttömyysaste oli lokakuussa 6,5 %, ja työllisyys kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä 0,2 %. Talouden heikkeneminen vaimentaa kuitenkin työvoiman kysyntää, ja yritysten työpaikkailmoitusten määrä onkin viime kuukausina vähentynyt. Lisäksi työtuntien kokonaismäärä pienentyi 0,1 % kolmannella vuosineljänneksellä, vaikka työllisiä oli aiempaa enemmän.

Joulukuun 2023 asiantuntija-arvioiden mukaan käytettävissä olevat lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat siihen, että taloudellinen toimeliaisuus pysyy heikkona vuoden 2023 neljännellä neljänneksellä. Talouskasvun odotetaan kuitenkin vahvistuvan alkuvuodesta 2024 lähtien, sillä inflaation hidastuminen, palkkojen vakaa kasvu ja vahvana pysynyt työllisyys voimistavat käytettävissä olevien reaalitytöiden kasvua, ja viennin kasvu nopeutuu euroalueen ulkopuolisen kysynnän piristymisen myötä. EKP:n rahapolitiikan tiukentuminen ja kiristyneet luottoehdot vaikuttavat edelleen taloudessa ja heikentävät kasvunäkymiä lähitulevaisuudessa. Näiden talouskasvua hidastavien vaikutusten odotetaan väistyvän myöhemmin arviointijakson aikana, ja kasvu vahvistuu. Euroalueen BKT:n keskimääräinen vuotuinen kasvu vuonna 2022 oli 3,4 %, ja vuonna 2023 sen odotetaan hidastuvan 0,6 prosenttiin. Sen jälkeen kasvun odotetaan elpyvän niin, että se on 0,8 % vuonna 2024 ja 1,5 % vuosina 2025 ja 2026. Tuoreiden tilastotietojen ja heikkojen kyselytutkimustulosten perusteella BKT:n kasvunäkymät vuosiksi 2023–2024 on arvioitu nyt hieman heikommiksi kuin syyskuun 2023 asiantuntija-arvioissa. Vuotta 2025 koskeva arvio pysyy sen sijaan ennallaan.

Energiakriisin väistyessä valtioiden tulisi jatkaa energiatukitoimiensa vähentämistä. Se on välttämätöntä, jotta keskipitkän aikavälin inflaatiopaineet eivät kasvaisi ja vaatisi vielä kireämpää rahapolitiikkaa. Finanssipolitiikalla tulisi pyrkiä kohentamaan

talouden tuottavuutta ja pienentämään asteittain julkisen velan suurta määrää. Euroalueen tuotantokapasiteettia parantavat rakenneuudistukset ja investoinnit, joita Next Generation EU –ohjelman täysimääräinen täytäntöönpano vahvistaa, voivat auttaa vähentämään hintapaineita keskipitkällä aikavälillä sekä tukemaan vihreää ja digitaalista siirtymää. Siksi EU:n talouden ohjausjärjestelmän uudistamisesta on päästävä ripeästi sopimukseen. Lisäksi on ensiarvoisen tärkeää, että pääomamarkkinaunionin kehittämisessä ja pankkiunionin toteuttamisessa edistytään nopeammin.

Inflaatio

Inflaatio hidastui vuoden 2023 loka- ja marraskuussa, ja Eurostatin ennakoarvion mukaan vuotuinen inflaatiovauhti oli marraskuussa 2,4 %. Inflaation hidastuminen oli laaja-alaista. Energiahintojen inflaatio hidastui edelleen ja myös elintarvikkehintojen inflaatio hidastui, vaikka se pysyikin kaiken kaikkiaan melko nopeana. Inflaatio todennäköisesti kiihtyy joulukuussa 2023 energian hintakehitykseen liittyvän vertailuajankohdan vaikutuksen vuoksi. Vuonna 2024 inflaation odotetaan hidastuvan verkkaisemmin, sillä vertailuajankohta vaikuttaa edelleen inflaatiota nopeuttavasti ja valtiot luopuvat vähitellen aiemmista finanssipoliittista toimenpiteistä, joilla lievennettiin energian hintasokin jälkivaikutuksia.

Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio hidastui loka-marraskuussa 2023 lähes kokonaisen prosenttiyksikön ja oli marraskuussa 3,6 %. Hidastumisen taustalla ovat toimitustilanteen koheneminen, energian aiemman hintasokin vaikutusten hiipuminen sekä rahapolitiikan kiristymisen vaikutus kysyntään ja yritysten hinnoitteluvoimaan. Tavaroiden hintainflaatio hidastui 2,9 prosenttiin ja palvelujen hintainflaatio 4,0 prosenttiin.

Kaikki pohjainflaation mittarit laskivat lokakuussa, mutta euroalueen sisäiset hintapaineet pysyivät voimakkaina lähinnä palkkojen vahvan nousun ja tuottavuuden heikkenemisen vuoksi. Pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat enimmäkseen kahden prosentin tuntumassa, ja eräät koholla olleet inflaatiokompensaation markkinapohjaiset indikaattorit ovat laskussa.

Joulukuun 2023 asiantuntija-arvioiden mukaan inflaation hidastuminen jatkuu taustalla, vaikka sen odotetaan väliaikaisesti kiihtyvän. Työmarkkinoiden arvioidaan pysyvän kireinä, vaikka ne ovatkin hieman rauhoittumassa. Kireät työmarkkinat ja aiemman nopean inflaation aiheuttamat kompensatiovaikutukset pitävät todennäköisesti nimellispalkkojen kasvun voimakkaana. Palkkojen kasvun odotetaan kuitenkin laantuvan arviointijaksolla, kun sitä voimistava inflaatiokompensatio vähitellen hiipuu. Voitot kasvoivat huomattavasti vuonna 2022, mutta niiden kehityksen odotetaan heikkenevän arviointijaksolla ja hillitsevän työvoimakustannusten välittymistä hintoihin. Keskipitkän aikavälin inflaatio-odotusten arvioidaan pysyvän EKP:n kahden prosentin inflaatiotavoitteen mukaisina. YKHI-indeksillä mitatun kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan 5,4 prosentista vuonna 2023 siten, että se on keskimäärin 2,7 % vuonna 2024 ja 2,1 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. YKHI-inflaatio on vuosina 2023 ja 2024 arvioitu nyt

alemmaksi kuin syyskuun 2023 asiantuntija-arvioissa lähinnä siksi, että tuoreiden tietojen mukaan inflaatio on ollut odotettua hitaampaa ja energiaraaka-aineiden hinta-arviota on alennettu. Vuotta 2025 koskeva inflaatioarvio on sen sijaan ennallaan.

Riskiarvio

Taloukasvuun kohdistuvat riskit painottuvat edelleen arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. Kasvu voi jäädä heikommaksi, jos rahapolitiikan vaikutukset osoittautuvat odotettua voimakkaammiksi. Kasvu voi hidastua myös, jos maailmantalouden kehitys heikkenee tai maailmankaupan kasvu vaimenee entisestään. Venäjän oikeudeton sota Ukrainassa ja Lähi-idän murheellinen konflikti suurentavat merkittävästi geopoliittista riskiä, minkä vuoksi yritysten ja kotitalouksien luottamus tulevaisuuteen saattaa heiketä. Kasvu voi olla odotettua vahvempaa, jos reaalityulojen kasvu lisää kulutusta enemmän tai maailmantalous kasvaa voimakkaammin kuin mitä on arvioitu.

Inflaatio saattaa olla ennakoitua nopeampaa, jos esimerkiksi voimakkaat geopoliittiset jännitteet saavat energian hinnat nousemaan lähitulevaisuudessa ja jos sään ääri-ilmiöt johtavat elintarvikkeiden kallistumiseen. Inflaatio voi osoittautua ennakoitua nopeammaksi myös, jos inflaatio-odotukset kohoavat EKP:n neuvoston tavoitteen yläpuolelle tai jos palkat nousevat tai voittomarginaalit kasvavat odotettua enemmän. Inflaatio saattaa sen sijaan jäädä ennakoitua hitaammaksi siinä tapauksessa, että rahapolitiikka vaimentaa kysyntää odotettua enemmän tai talouden toimintaympäristö muualla maailmassa odottamatta huononee – osin esimerkiksi geopoliittisten riskien viimeaikaisen kasvun vuoksi.

Rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden tilanne

Markkinakorot ovat laskeneet tuntuvasti EKP:n neuvoston 26.10.2023 pitämän rahapolitiikkakokouksen jälkeen, ja ne ovat nyt alemmalla tasolla kuin asiantuntija-arvioissa. EKP:n neuvoston rajoittava rahapolitiikka välittyi yhä voimakkaasti talouden laajempiin rahoitusoloihin. Antolainauskorot nousivat edelleen lokakuussa, yrityslainat 5,3 prosenttiin ja asuntolainat 3,9 prosenttiin.

Antolainauskorkojen nousu sekä lainojen vaisu kysyntä ja kiristynyt tarjonta ovat heikentäneet luotonannon kasvua entisestään. Yritysluotonannon vuotuinen kasvu hidastui lokakuussa 0,3 prosenttiin, ja luotonanto kotitalouksillekin oli vaimeaa: sen vuotuinen kasvu oli 0,6 %. Luotonannon kasvun vaimetessa ja eurojärjestelmän taseen pienetessä lavean rahan määrä (raha-aggregaatti M3) on supistunut entisestään. Lokakuussa sen vuotuinen kasvu supistui 1,0 %.

EKP:n neuvosto on laatinut rahapolitiikan strategiansa mukaisesti yksityiskohtaisen arvion rahapolitiikan ja rahoitusvakauden keskinäisistä suhteista. Euroalueen pankit ovat osoittautuneet kestävykyisiksi. Niillä on vahvat vakavaraisuussuhteet, ja niiden kannattavuus on parantunut huomattavasti viimeksi kuluneen vuoden aikana.

Rahoitusvakauden näkymät pysyvät kuitenkin hauraina nykyisessä kiristyvien rahoitusolojen, heikon kasvun ja geopoliittisten jännitteiden leimaamassa tilanteessa. Tilanne voi huonontua varsinkin, jos pankkien varainhankinnan kustannukset kasvavat odotettua enemmän ja jos yhä useammalla lainansaajalla on vaikeuksia lainansa takaisinmaksussa. Tämän skenaarion kokonaisvaikutus talouteen jää kuitenkin todennäköisesti vähäiseksi, jos rahoitusmarkkinat reagoivat tilanteeseen maltillisesti. Makrovakauserien politiikka on edelleen tärkein keino torjua rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuden kasvua, ja käytössä olevat toimenpiteet auttavat pitämään rahoitusjärjestelmän häiriönsietokykyisenä.

Rahapoliittisia päätöksiä

Perusrahoitusoperaatioiden korko on edelleen 4,50 %, maksuvalmiusluoton korko 4,75 % ja talletuskorko 4,00 %.

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

PEPP-ohjelmassa hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan täysimääräisesti uudelleen vielä vuoden 2024 alkupuoliskon ajan. Vuoden 2024 jälkipuoliskolla PEPP-salkkua aiotaan pienentää keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa. Uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa aiotaan lopettaa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

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

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

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 14.12.2023 pitää EKP:n kolme ohjauskorkoa ennallaan. EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. Tämänhetkisen arvion perusteella EKP:n neuvosto katsoo korkojen olevan tasolla, jota riittävän pitkään ylläpitämällä edesautetaan tuntuvasti inflaation palautumista kohtuullisessa ajassa tavoitteen mukaiseksi. Tulevilla korkopäätöksillä varmistetaan, että EKP:n ohjauskorot pitävät rahapolitiikan riittävän rajoittavana niin kauan kuin on tarpeen, jotta inflaatio palautuu tavoitetasolleen kohtuullisen ajan kuluessa. EKP:n neuvosto määrittää rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin tuoreimpien tietojen perusteella.

EKP:n neuvosto aikoo pienentää PEPP-salkkua vuoden 2024 jälkipuoliskolla ja luopua uudelleensijoituksista PEPP-ohjelmassa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

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

Ulkoinen ympäristö

Maailmantalouden arvioidaan kasvaneen maltillisesti mutta vakaasti vuonna 2023 yksityisen kulutuksen ja työmarkkinoiden vahvuuden tukemana. Maailmantalouden kasvun arvioidaan hidastuvan hieman vuonna 2024 pääasiassa kehittyneiden talouksien rahapolitiikan kiristymisen vaikutuksesta. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arviot ovat pitkälti ennallaan, ja maailmantalouden odotetaan edelleen kasvavan arviointijaksolla historiallista keskimääräistä kasvuvauhtiaan hitaammin. Maailmankaupan kasvun odotetaan piristyvän heikon vuoden 2023 jälkeen arviointijakson loppua kohden ja kasvavan jokseenkin samaa tahtia maailmantalouden kanssa. Syyskuun arvioihin verrattuna sekä globaalia tuontia että euroalueen ulkoista kysyntää koskevia arvioita vuodelle 2023 on korotettu pääasiassa siksi, että toisen ja kolmannen vuosineljänneksen toteumat olivat odotettua paremmat. Arviointijakson lopun ulkoista kysyntää koskevaa kasvuarviota on kuitenkin alennettu syyskuuseen verrattuna. Euroalueen kilpailijamaiden (kansallisten valuuttojen määräisten) vientihintojen arvioidaan laskeneen voimakkaasti vuoden 2023 toisella neljänneksellä, jolloin raaka-aineiden hinnat jatkoivat laskuaan ja tuotantoketjun sisäiset ja ulkoiset hintapaineet helpottuivat. Kilpailijamaiden vientihintojen arvioidaan elpyvän asteittain ja lähentyvän pitkän aikavälin keskimääräistä kasvuvauhtiaan arviointijakson mitta.

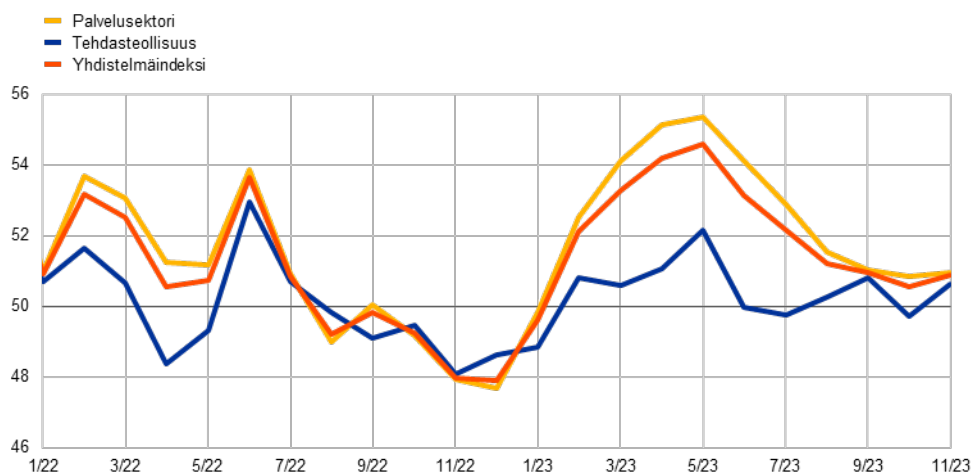
Maailmantalouden kasvu vuonna 2023 oli maltillista mutta vakaata, kun yksityinen kulutus ja työmarkkinatilanne pysyivät vahvoina. Maailmantalouden kasvua ovat kannatelleet sekä kehittyvät markkinataloudet, mukaan lukien Kiina, että kehittyneistä talouksista Yhdysvallat.¹ Yhdysvaltojen vankka kotimainen kysyntä ja vahva työmarkkinatilanne johtivat vakaaseen talouskasvuun rahapolitiikan merkittävästä kiristymisestä huolimatta. Kiinassa pandemiarajoitukset poistettiin vuoden alussa ja yksityisen kulutuksen laaja-alainen elpyminen tasoitti asuinkiinteistösektorin heikon kehityksen vaikutuksia. Tuoreimmat tiedot suurista kehittyneistä talouksista ovat vaihtelevia. Siinä missä sekä Kiinan että Yhdysvaltojen BKT:n määrän kasvu vahvistui kolmannella vuosineljänneksellä, BKT:n määrä pysyi ennallaan Isossa-Britanniassa ja supistui Japanissa, kun nopea inflaatio heikensi kummassakin maassa sekä taloudellista toimeliaisuutta että kulutusta. Globaalin BKT:n määrän kasvun odotetaan hidastuneen hieman viimeisellä vuosineljänneksellä taannoisten positiivisten kasvutekijöiden hälvennyttyä, mikä olisi sopusuunnissa myös globaalia kokonaistuotantoa kuvaavan PMI-ostopääällikköindeksin kehityksen kanssa. Laskettuaan kuusi kuukautta peräkkäin kyseinen indeksi vakaantui marraskuussa ja pysyi positiivisen kasvun puolella. Tehdasteollisuuden ostopääällikköjen kyselytiedot pysyivät vaisuina, ja sektorin PMI-indeksi oli suunnilleen nollakasvua kuvaavissa lukemissa. Samaan aikaan koronapandemian jälkeinen kasvusysäys palvelusektorilla näyttää olevan hiipumassa, ja sektorin PMI-indeksi laski tasaisesti vuoden jälkipuoliskolla vakaantuen sitten marraskuussa hieman nollakasvua kuvaavan raja-arvon yläpuolelle (kuvio 1).

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

Kuvio 1

Globaali kokonaistuotannon PMI-indeksi (ilman euroaluetta)

(diffuusioindeksit)



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

Maailmantalouden arvioidaan kasvavan arviointijaksolla historiallista

keskiarvovauhtiaan hitaammin. Maailmantalouden kasvun arvioidaan hidastuvan hieman vuonna 2024 (3,1 prosenttiin vuonna 2023 olleesta 3,3 prosentista), mikä johtuu pääasiassa kehittyneiden talouksien rahapolitiikan kiristymisen viipeellisistä vaikutuksista. Kehittyneiden talouksien kasvunäkymiin on tehty tarkistuksia: Yhdysvaltojen BKT:n reaaliaikaisesta kasvu-arviosta on korotettu, kun talouden viimeaikainen vahvuus on tukenut odotuksia talouskasvun hallitummasta kehityksestä ja inflaation vakaammasta hidastumisesta. Ison-Britannian arvioidaan välttävän taantumaa, mutta vuosien 2024 ja 2025 kasvu-arviota on alennettu, mikä johtuu tuoreiden taloustietojen heikkoudesta ja rahapolitiikan kiristämisen vaikutuksesta nopean inflaation myötä. Kehittyvän Aasian ja Kiinan kasvua koskevat arviot ovat kutakuinkin ennallaan. Kiinan talouskasvun arvioidaan hidastuvan asteittain arviointijaksolla rakenteellisten tekijöiden, kuten väestön vanhenemisen, takia. Maailmantalouden kasvun arvioidaan jatkuvan 3,2 prosentin vauhtia sekä vuonna 2025 että 2026 eli vuosien 2012–2019 keskimääräistä 3,6 prosentin kasvuvauhtia hitaampana. Globaalin BKT:n määrän kasvu vuosina 2023 ja 2024 on nyt arvioitu 0,1 prosenttiyksikköä nopeammaksi kuin syyskuun 2023 asiantuntija-arvioissa.

Kun kulutuksen rakenne normalisoituu pandemian jäljiltä, maailmankaupan kasvun odotetaan pysyvän heikkona vuonna 2023 ja palautuvan sen jälkeen.

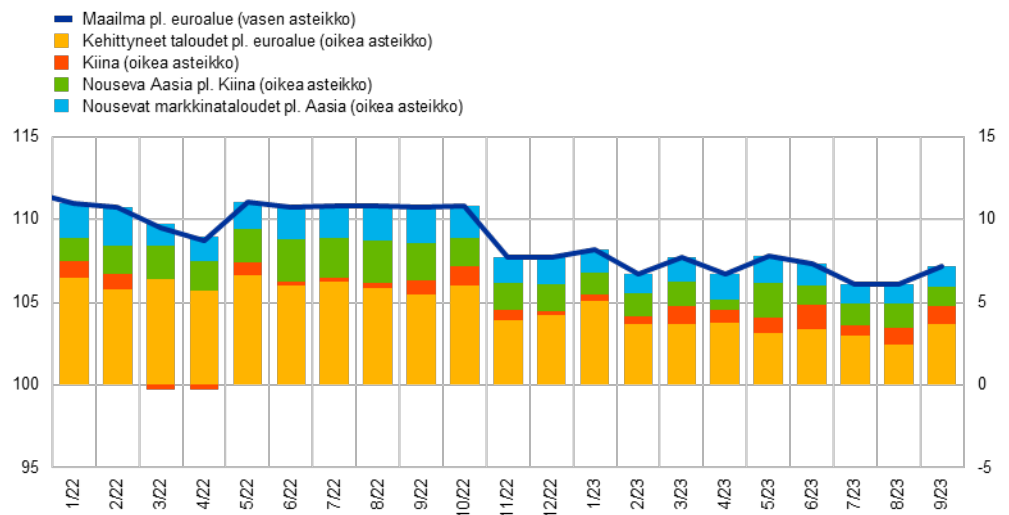
Maailmankaupan vuotuisen kasvun arvioidaan jääneen 1,1 prosenttiin vuonna 2023 negatiivisen kasvuperinnön takia, mutta siinä on ollut paranemisen merkkejä jo vuoden 2023 toisesta neljänneksestä lähtien. Maailmankaupan kasvun heikkous vuositasolla selittyy sillä, että maailmantalouden kasvun rakenne painottui normaalia vähemmän ulkomaankauppaan, kun kulutus muodosti tavanomaista suuremman osan kotimaisesta kysynnästä ja kauppajoustoiltaan jäykemmät kehittyvät taloudet muodostivat kasvusta suuremman osuuden. Maailmankaupan kasvua vuonna 2023 jarrutti myös palvelujen kulutuksen elpyminen, kun pandemiarajoitukset päättyivät kokonaan. Arviointijakson mittaan maailmankaupan odotetaan elpyvän asteittain ja

alkavan kasvaa samaa tahtia maailmantalouden kanssa, kun yritykset alkavat täyttää varastojaan ja yksityinen kulutus painottuu jälleen tavaroiden suuntaan. Arvio on sopusoinnussa tuoreimpien globaalien tavarakaupan tietojen kanssa, jotka alkoivat osoittaa positiivista kasvua syyskuussa oltuaan kaksi edellistä kuukautta jokseenkin muuttumattomina (kuvio 2). Maailmankaupan arvioidaan nyt kasvavan 3,0 % vuosina 2024 ja 2025 sekä 3,2 % vuonna 2026, joten arvioita on alennettu syyskuisista (-0,2 prosenttiyksikköä vuodelle 2024 ja -0,3 prosenttiyksikköä vuodelle 2025). Muutos perustuu uuteen arvioon nopeudesta, jolla maailmantalouden kauppajousto palautuu odotetulle pitkän aikavälin tasolle. Euroalueen ulkoisen kysynnän arvioidaan kasvavan 2,6 % vuonna 2024 ja 2,9 % vuonna 2025 sekä 3,1 % vuonna 2026, eli näitäkin arvioita on alennettu edellisistä arvioista vuosien 2024 ja 2025 osalta (-0,4 ja -0,1 prosenttiyksikköä).

Kuvio 2

Globaali tavaratuonnin kasvu (ilman euroaluetta)

(kontribuutit indeksiin, joulukuu 2019 = 100)



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

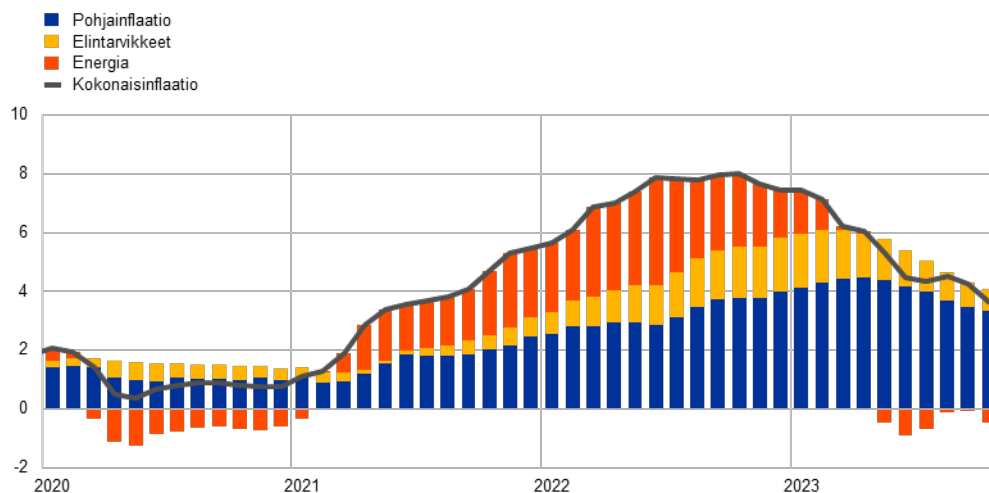
Globaali kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio on hidastumaan päin energian ja elintarvikkeiden hintojen laskun myötä, vaikka pohjainflaatio on edelleen voimakas. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio hidastui lokakuussa 5,6 prosenttiin (syyskuun 6,2 prosentista), kun energian ja vähäisemmässä määrin myös elintarvike-erien kontribuutit supistuivat. Pohjainflaatio (kokonaisinflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja) hidastui vähemmän eli 6,5 prosenttiin (syyskuun 6,6 prosentista). Turkin vuotuinen inflaatio on edelleen erittäin nopeaa, vaikka se hidastuikin lokakuussa hieman eli 72 prosenttiin (syyskuun 75 prosentista). Ilman Turkia laskettu kokonaisinflaatio hidastui 3,6 prosenttiin edelliskuun 4,2 prosentista ja pohjainflaatio 4,2 prosenttiin 4,4 prosentista (kuvio 3). Euroalueen kilpailijamaiden vientihintojen nousun arvioidaan hidastuneen vuoden 2023 toisella neljänneksellä alle pitkäaikaisen keskiarvonsa, koska raaka-aineiden hinnat ovat jatkaneet laskuaan ja tuotantoketjujen sisäiset ja ulkoiset hintapaineet ovat helpottuneet. Kilpailijamaiden vientihintojen odotetaan nouseen vuodenvaihteessa,

koska raaka-aineiden hintojen lasku ei enää jarruttanut vientihintakehitystä aiemmassa määrin.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. OECD:n kokonaisluku ei sisällä Turkia, ja se on laskettu OECD:n kuluttajahintaindeksin vuotuisten painojen perusteella. Pohjainflaatio tarkoittaa inflaatiota, joka käsittää kaikki muut erät paitsi energian ja elintarvikkeet. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2023.

Raakaöljyn hinta on laskenut syyskuun 2023 arvioiden jälkeen globaalin kysynnän heikennyttyä. Kansainvälisen energiajärjestön IEA:n mukaan öljyn kysyntä Euroopassa supistui noin 0,8 miljoonaa barreilia vuorokaudessa kolmannella vuosineljänneksellä ja myös Yhdysvalloissa kysyntä on sittemmin alkanut heikentyä. Kysynnän heikkeneminen kehittyneissä talouksissa vaikutti öljyn hintaan voimakkaammin kuin Kiinan vahvana jatkuneesta öljyn kysynnästä aiheutuneet hinnannousupaineet, OPECin ja eräiden muiden öljyntuottajamaiden päätös jatkaa vapaaehtoisia tuotantorajoituksia vuoden 2024 ensimmäisellä neljänneksellä ja kasvattaa niitä määrällä, joka vastaa 0,9:ää prosenttia globaalista tarjonnasta, sekä Lähi-idän konfliktista aiheutuneet tarjontariskit. Myös kaasun hinta Euroopassa laski, kun kysyntä pysyi lämmityskauden alussa historiallista keskiarvoaan heikompana. Lisäksi viimeaikaiset tarjontariskit, jotka aiheutuivat israelilaisen kaasukentän sulkemisesta, Suomen ja Viron välisen kaasuputken rikkoutumisesta sekä uusien lakkojen mahdollisuudesta Itävallan nestekaasuterminaaleilla, ovat ratkenneet eivätkä enää näy kaasun markkinahinnassa. Mahdollisuutta uusista heilahteluista kaasumarkkinoilla ei kuitenkaan voida sulkea kokonaan pois, koska hinnat ovat edelleen alttiina vastaaville tarjontasokeille kuin pitkin vuotta 2023 koetut sokit.

Syyskuun 2023 arviointiin verrattuna globaalit rahoitusolot vaihtelivat, mutta viime kädessä ne helpottuivat kehittyneillä markkinoilla hieman. Arviointijakson alussa (14.9.–13.12.2023) rahoitusolot kiristyivät merkittävästi kehittyneillä markkinoilla pitkien valtionlainojen tuottojen noustessa, kun lyhyiden korkojen kehitysnäkymien epävarmuuden kasvu johti riskilisien nousuun. Tämä kiristyminen kuitenkin peruuntui, kun useiden talouksien toteutuneet inflaatioluvut jäivät hieman odotettua maltillisemmiksi ja eräät keskuspankit myös pehmensivät viestintäänsä

mahdollisten lisäkoronnostojen tarpeellisuudesta. Yhdysvalloissa markkinoiden odotukset inflaation rauhoittumisen jatkumisesta talouskasvun hidastuessa hiljalleen johtivat myös rahapolitiikkaa koskevien odotusten kevenemiseen ja riskinottohalukkuuden kasvuun. Yleisesti ottaen riskipitoisempien omaisuuserien arvojen kehitys myötäili korkojen kehitystä, ja ne olivat jakson lopussa hieman aiempaa korkeammat.

Yhdysvaltojen talouskasvu vuonna 2023 on ollut aiemmin odotettua sitkeämpää, mutta sen odotetaan hidastuvan lyhyellä aikavälillä, kun rahapolitiikan kiristyminen hillitsee kulutusta ja työmarkkinatilanne väljenee.

BKT:n määrä kasvoi vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä 1,3 % edellisestä neljänneksestä (vuositasolle laskettuna 5,2 %) viikkaan yksityisen kulutuksen, yksityisten varastoinvestointien elpymisen ja vahvan julkisen kulutuksen tukemana. Tiheästi päivittyvät indikaattorit, kuten luottokorttimaksut ja vähittäismyynti, viittaavat yksityisen kulutuksen kasvun hidastumiseen viimeisellä vuosineljänneksellä. Lisäksi opintolainojen lyhennysten jatkuminen lokakuussa ja ylimääräisten säästöjen voimakas supistuminen rasittavat kotitalouksien taloudellista asemaa. Talouskasvun odotetaan elpyvän vuoden 2024 jälkipuoliskosta alkaen. Lokakuussa kuluttajahintaindeksin mukainen vuotuinen kokonaisinflaatio hidastui 3,2 prosenttiin (0,5 prosenttiyksikköä vähemmän kuin syyskuussa) pääasiassa energian hinnan laskun takia, kun taas pohjainflaatio loiveni hieman eli 4,0 prosenttiin (0,1 prosenttiyksikköä vähemmän kuin syyskuussa). Vaikka palvelujen inflaatio (pl. asuminen) on hidastunut viime vuoden alkuun verrattuna, se pysyi lokakuussa koholla hieman vajaassa 4 prosentissa, kun taas pohjainflaation tavaroiden ja palvelujen pääalaerien inflaatiot ovat hidastumassa.

Kiinan viimeaikaiset indikaattorit viittaavat talouskasvun tasaantumiseen kiinteistösektorin heikkoudesta huolimatta. BKT:n määrän kasvu kiihtyi vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä markkinoiden odotuksia ripeämpään 1,3 prosenttiin neljännesvuositasolla. Nousu johtui pääasiassa yksityisen kulutuksen vahvistumisesta, kun taas asuinrakennusinvestointien kuoppa syveni entisestään, joskin aiempia kuukausia hitaammin. Teollisuustuotannon ja vähittäiskaupan kuukausittaiset indikaattorit elpyivät edelleen lokakuussa. Kotitalouksien kulutus oli odotettua voimakkaampaa erityisesti autokaupan ja matkustuksen alarissä lokakuussa, johon ajoittui myös kiinalaisen ns. kultaisen viikon lomajakso. Samaan aikaan tiiviisti kiinteistömarkkinoihin liittyvien tavaroiden ja palvelujen tuotannon ja kulutuksen kasvu pysyi vaimeana, mikä kuvastaa Kiinan talouden elpymisen kaksitahtisuutta. Vuotuinen kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio painui nollatasoisen syyskuun jälkeen lokakuussa taas negatiiviseksi 0,2 prosenttiin. Kokonaisinflaation hidastuminen johtui pääasiassa elintarvikkeiden hintojen laskun jyrkentyemisestä. Erityisesti porsaanlihan hinta laski 30,1 % vuotta aiemmasta, ja sen odotetaan laskevan edelleen ylitarjonnan takia. Elintarvikkeiden hintakehityksen sekä heikon koti- ja ulkomaisen kysynnän odotetaan pitävän inflaatiopaineet vatedeskin vaimeina.

Japanin talouden elpyminen pysähtyi vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä, mutta kasvun odotetaan palanneen positiiviseksi viimeisellä neljänneksellä.

BKT:n määrä supistui vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä odotettua enemmän

eli 0,7 % edellisestä neljänneksestä. Tämä johtui pääasiassa varastojen muutoksen ja kotimaisen kysynnän negatiivisesta kasvuvaikutuksesta sekä jossain määrin nopean inflaation vaikutuksesta reaalityloihin. BKT:n määrän kasvun odotetaan jatkuvan positiivisena mutta vaimeana viimeisellä vuosineljänneksellä, kun reaalin kulutus elpyy maltillisesti. Sekä kokonais- että pohjainflaatiovauhdit kiihtyivät lokakuussa laaja-alaisten hintapaineiden myötä. Vuotuinen kokonaisinflaatio kiihtyi 3,0 prosentista 3,3:een pääasiassa energian hinnan laskun hidastumisen takia ja korkeana pysyneen elintarvikkeiden inflaation pienestä hidastumisesta huolimatta. Vuotuinen pohjainflaatio (ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja) oli lokakuussa 2,7 % (0,1 prosenttiyksikköä enemmän kuin syyskuussa), kun tavaroiden ydininflaatio kiihtyi hieman ja palvelujen inflaatio jatkui vahvana.

Isossa-Britanniassa rahapolitiikan taannoinen kiristyminen heikentää nyt enenevässä määrin kotitalouksien kulutusta ja yksityisiä investointeja.

Reaalinen talouskasvu mateli nollan tuntumassa vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä, kun heikko kotimainen kulutus kumosi palveluviennin positiivisen kasvuvaikutuksen. Kotimaisen kysynnän heikkeneminen viittaa siihen, että rahapolitiikan kiristyminen rasittaa taloutta yhä enemmän. Tuoreimmat taloustiedot ovat edelleen epäyhtenäisiä, sillä vähittäiskauppa on supistunut ja kokonaistuotannon PMI-indeksi on ollut yleisesti heikko (joskin se palasi marraskuussa neutraalia kasvua kuvaavan kynnysarvon yläpuolelle), kun taas muut yritysten luottamusindikaattorit ovat parantuneet vakaasti ja kotitalouksien reaalitylot ovat kasvussa. Talouskasvu näyttää pysyvän maltillisena seuraavilla neljänneksillä, kun talous- ja rahapolitiikka jatkuvat kireinä. Kasvun odotetaan piristyvän vuoden loppua kohti reaalipalkkojen jatkuvan elpymisen tukemana. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui lokakuussa selvästi eli 4,6 prosenttiin edelliskuun 6,7 prosentista, kun energian hinnan kontribuutio kääntyi negatiiviseksi. Samaan aikaan pohjainflaatio putosi 5,7 prosenttiin 6,1 prosentista, kun sekä tavaroiden että palvelujen ydininflaatio hidastuivat. Joka tapauksessa inflaation odotetaan vastedes hidastuvan loivemmin, koska palvelujen inflaatio näyttää jatkuvan nopeana palkkojen nousun jatkuessa ripeänä.

Euroalueen talous heikkeni entisestään vuoden 2023 jälkipuoliskolla, kun vaisu luottamus, taannoiset kilpailukykytappiot, geopoliittisten jännitteiden uusiutuminen ja rahoitusolojen kiristymisen kiristivät toimeliaisuutta. BKT:n määrä, joka oli kasvanut vuoden alkupuoliskolla hyvin minimaalisesti, supistui hieman kolmannella vuosineljänneksellä pääasiassa varastojen supistumisen takia. Sektoreittain tarkastellen teollisuuden tuotanto on supistunut vuoden 2022 viimeisestä neljänneksestä lähtien – vaikka tehdasteollisuus saikin välillä jonkin verran tukea vanhan tilauskannan purkautumisesta – kun taas palvelusektori vaikutti yhä positiivisesti talouskasvuun vuoden kolmannella neljänneksellä. Samaan aikaan työllisyys kasvoi edelleen tehtyjen työtuntien kokonaismäärän pienestä supistumisesta huolimatta, kun työvoiman ylimitoitus jatkui sitkeästi. Tuoreet tiedot vuoden 2023 viimeiseltä neljännekseltä kertovat talouskasvun todennäköisesti pysyneen vaimeana, ja myös työmarkkinakehityksen odotetaan alkaneen hiipua. Sikäli kuin uusilta sokeilta vältytään, kasvun odotetaan alkavan piristyä alkuvuonna 2024 huolimatta epäsuotuisien rahoitusolojen haittavaikutuksista, joiden odotetaan väistyvän ajan myötä. Inflaation hidastumisen voi myös odottaa tukevan reaalityulojen kasvua ja viennin kasvun paranevan ulkoisen kysynnän vahvistumista vastaavasti.

Samankaltainen näkemys välittyi myös euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioista, joissa euroalueen BKT:n kasvun ennakoidaan hidastuvan 0,6 prosenttiin vuonna 2023 ja kiihtyvän 0,8 prosenttiin vuonna 2024 sekä edelleen 1,5 prosenttiin vuosiksi 2025 ja 2026. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioihin verrattuna BKT:n kasvunäkymiä on tarkistettu hieman heikommiksi vuosille 2023 ja 2024, mutta vuoden 2025 näkymät pidettiin ennallaan.

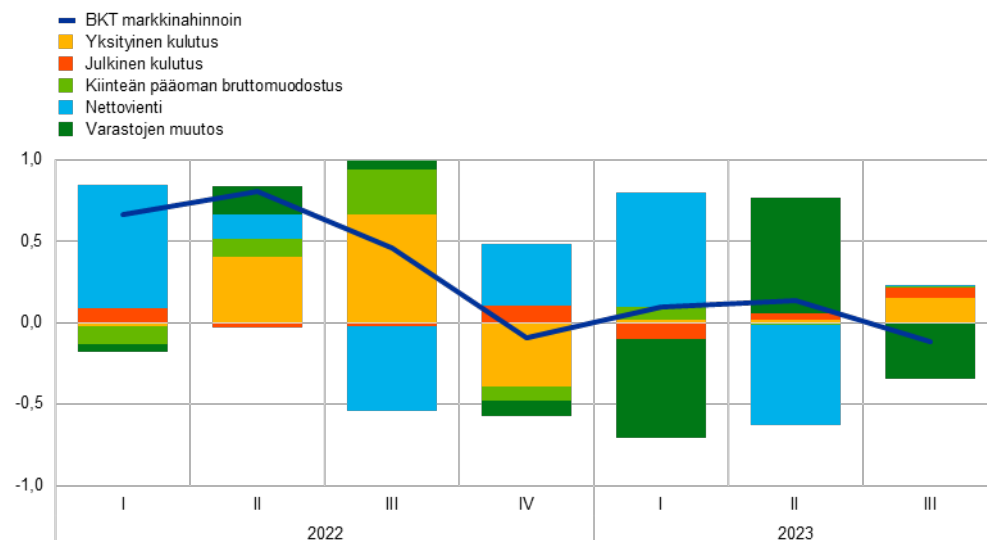
Euroalueen talous supistui hieman vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä.

BKT:n määrä supistui 0,1 % edellisestä neljänneksestä vuoden kolmannella neljänneksellä, kun varastojen muutos, joka johtui osittain edellisellä neljänneksellä voimakkaasti kerrytettyjen varastojen purkamisesta, jarrutti kasvua (kuvio 4). Kahden nollakasvuisen vuosineljänneksen jälkeen yksityinen kulutus kasvoi maltillisesti kolmannella neljänneksellä, jolloin myös julkinen kulutus vaikutti BKT:n kasvuun positiivisesti, joskin vähäisemmässä määrin. Investointien kasvuvaikutus oli kokonaisuutena niukasti positiivinen mutta selvästi kaksijakoinen, sillä rakennusinvestointien supistuminen jatkui ja muut investoinnit taas kasvoivat edelleen. Viennin ja tuonnin kasvuvaikutukset nettoutuivat nollan tuntumaan. Arvonlisäyksen jakauma korostaa sektorien eriytynyttä kehitystä kolmannella neljänneksellä, jolloin arvonlisäys kasvoi maltillisesti palvelusektorilla mutta supistui kaikilla muilla sektoreilla, erityisesti tehdasteollisuudessa.

Kuvio 4

Euroalueen BKT ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaikutukset prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä.

Toimeliaisuuden odotetaan pysyneen heikkona vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä.

Lokakuun tiedot teollisuustuotannosta viittaavat tehdasteollisuuden tuotannon supistumisen jatkumiseen viimeisellä vuosineljänneksellä. Tuoreet kyselytutkimusten tiedot – jotka ovat saatavissa marraskuuhun saakka – viittaavat toimeliaisuuden laaja-alaisempaan heikkenemiseen viimeisellä neljänneksellä. Tämä johtuu sekä tehdasteollisuuden heikkouden jatkumisesta että aiemmin vahvuutta osoittaneen palvelusektorin kasvun hidastumisesta. Kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopääällikköindeksi putosi yhä kauemmas nollakasvua kuvaavasta 50 pisteen raja-arvosta ja kolmannen neljänneksen keskiarvonsa alapuolelle, joskin marraskuun lukema oli hieman korkeampi kuin lokakuussa, mikä saattaa kertoa negatiivisen trendin päättymisestä. Tehdasteollisuuden tuotantoa kuvaava PMI-indeksi on pysynyt syvällä negatiivisen kasvun alueella, kun toimitusketjun tilanteen taannoisen paranemisen vaikutukset näyttävät päättyneen, tilauskannat ehtyvät ja uusien tilausten kertymä supistuu edelleen (kuvio 5, kohta a). Myös palvelusektorilla on selviä, joskaan ei yhtä voimakkaita, merkkejä toimeliaisuuden heikkenemisestä: sekä tuotannon että uusien tilausten PMI-indeksit ovat elokuusta lähtien olleet negatiivisen kasvun puolella (kuvio 5, kohta b). Euroopan komission talouden ilmapiiri-indikaattori ESI laski loka- marraskuussa hieman syvemmälle kolmannen vuosineljänneksen keskiarvonsa alapuolelle, kun sekä kuluttajien että yritysten luottamus heikkeni, joskin marraskuussa luottamuksen laskutrendin päättymisestä oli orastavia merkkejä. Samaan aikaan palvelusektorin ja erityisesti tehdasteollisuuden yritykset nimesivät heikentyneen kysynnän ja kiristyvät rahoitusolot tuotantaan rajoittaviksi tekijöiksi viimeisellä vuosineljänneksellä.²

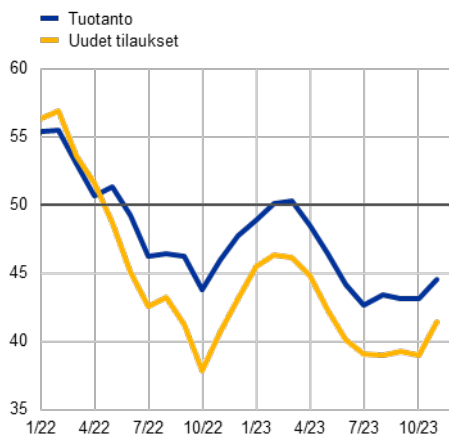
² Ks. myös tämän *Talouksatsauksen* kehikko ”Rahapolitiikka ja tehdasteollisuuden sekä palvelusektorin kasvun viimeaikainen hidastuminen”.

Kuvio 5

Sektorikohtaiset PMI-indikaattorit

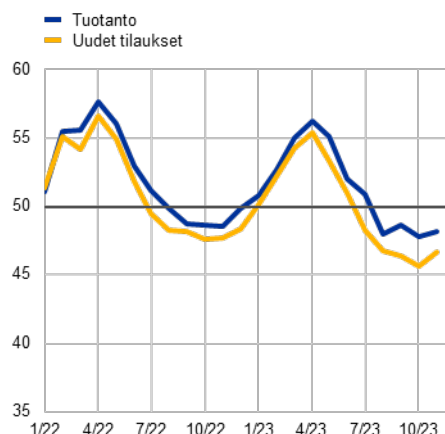
a) Tehdasteollisuus

(diffuusioindeksit)



b) Palvelusektori

(diffuusioindeksit)



Lähde: S&P Global Market Intelligence.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2023.

Työmarkkinatilanne pysyi kaiken kaikkiaan vahvana suhteessa talouskasvun hidastumiseen vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä.

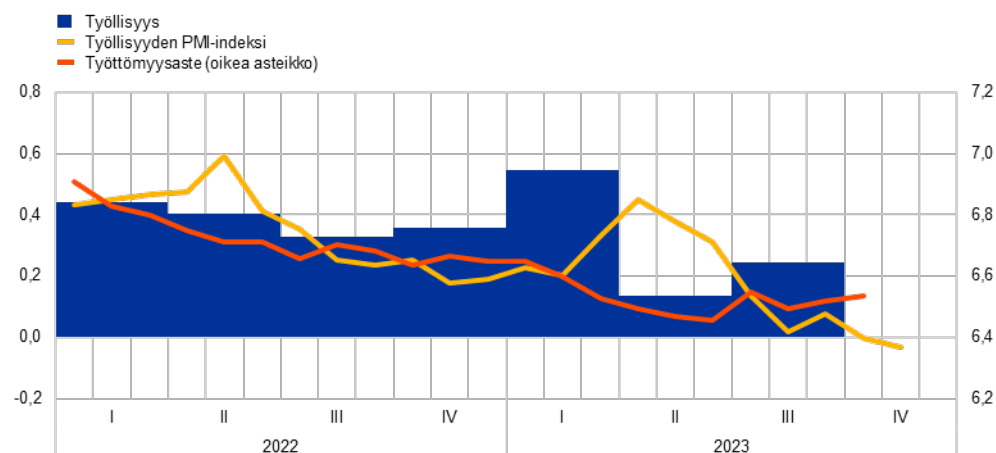
Työllisten määrä kasvoi 0,2 % kolmannella neljänneksellä, kun taas tehtyjen työtuntien määrä supistui 0,1 % (kuvio 6, kohta a). Työllisten määrä on kasvanut 3,5 % vuoden 2019 viimeisestä neljänneksestä ja tehdyt työtunnit 2,1 %. Keskimääräisten työtuntien määrä väheni siis 1,3 %, mikä johtuu jatkuneesta työvoiman ylimitoituksesta (jolla tarkoitetaan sellaisen työpanoksen osuutta, jota yritys ei tarkasteluhetkellä hyödynnä täysimääräisesti tuotantoprosessissaan) sekä muun muassa sairauslomien lisääntymisestä. Työvoima kasvoi edelleen 0,1 % vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä ja vielä 0,2 % lokakuussa. Sen arvioidaan kasvaneen 1,5 miljoonalla henkilöllä joulukuusta 2022. Työttömyysaste oli lokakuussa 6,5 % eli jokseenkin sama kuin syyskuussa ja edelleen lähellä alinta tasoaan euron käyttöönotosta lähtien. Työvoiman kysyntä vähenee asteittain mutta on edelleen suurta, ja vapaiden työpaikkojen aste oli 2,9 % eli 0,1 prosenttiyksikköä pienempi kuin edellisellä neljänneksellä.

Kuvio 6

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

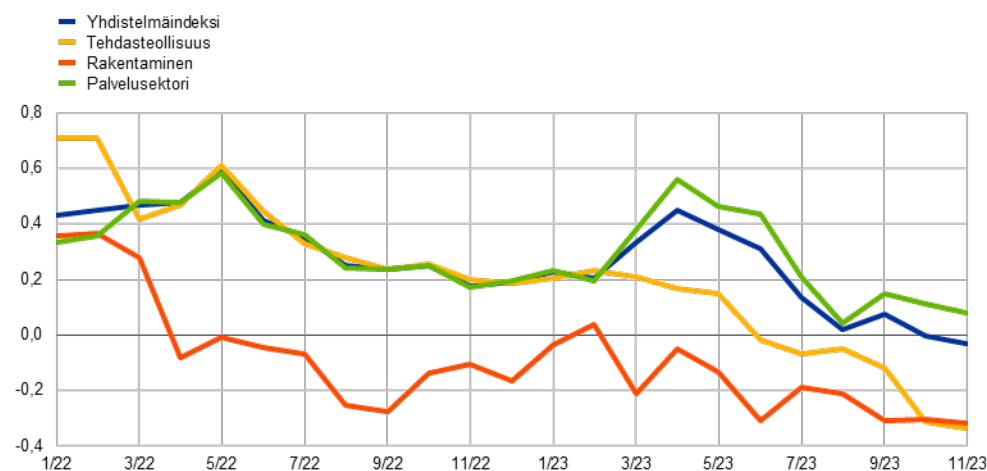
a) Työllisyys, työllisyyden PMI-indeksi ja työttömyysaste

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



b) Sektorikohtaiset työllisyyden PMI-indeksit

(diffuusioindeksit)



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

Huom. Kohdan a) kaksi viivaa kuvaa kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä, työllisyyden PMI-indeksistä marraskuulta 2023 ja työttömyysasteesta lokakuulta 2023. Kohdassa b) PMI-indeksit ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä.

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

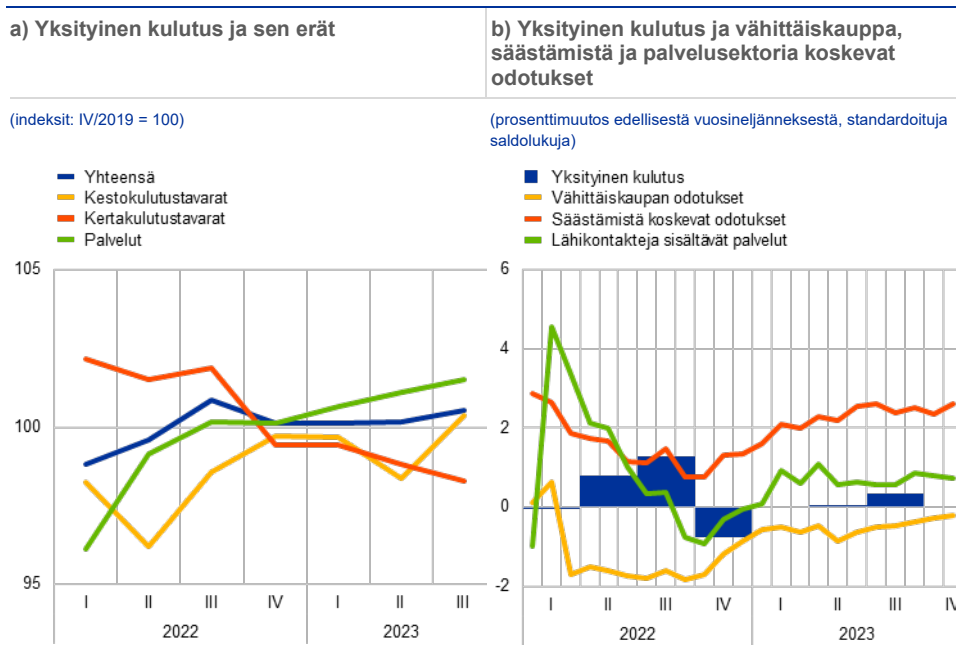
Kokonaistyöllisyyttä kuvaava PMI-ostopäälikköindeksi laski lokakuun 50,0 pisteestä marraskuussa 49,7 pisteeseen. Siten se pysyi edelleen 50 pisteen yläpuolella, jota alempi arvo kuvaa työllisyyden supistumista. Tämä indikaattori on laskenut tuntuvasti huhtikuudesta 54,5 pisteen huipustaan. Lasku on perustunut laaja-alaisesti kaikkien sektorien kehitykseen (kuvio 6, kohta b). Sektorikohtaiset PMI-indeksit kertovat työllisyyden heikkenemisen riskistä tehdasteollisuudessa ja rakentamisessa, joiden indeksit ovat alle 50 pisteessä. Palvelusektorin PMI-indeksi on edelleen positiivisen kasvun puolella, mutta sekin on laskenut lähelle 50 pisteen kynnyksensä.

Yksityinen kulutus kasvoi 0,3 % vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä kasvuttoman alkuvuoden jälkeen (kuvio 7, kohta a). Kolmannen

vuosineljänneksen kasvu perustui pääasiassa kotitalouksien palvelukulutukseen, joka saa edelleen tukea talouden avautumisen viipeellisistä vaikutuksista. Toisella neljänneksellä tuntuvasti heikentynyt kestokulutushyödykkeiden kulutus elpyi kolmannella neljänneksellä pitkälti aiemmin ostettujen sähkö- ja hybridiajoneuvojen viivästyneiden toimitusten myötä. Aiemmin voimakkaasti elpyneet uusien henkilöautojen rekisteröinnit vähenivät lokakuussa hivenen jääden 0,8 % kolmannen neljänneksen tasostaan. Sitä vastoin kertakulutushyödykkeiden (ja puolittaisten kestokulutushyödykkeiden) kulutus supistui edelleen kolmannella neljänneksellä. Tämä näkyi vähittäismyynnin heikkoutena: vaikka sen määrä kasvoikin lokakuussa hieman edellisestä, se jäi 0,2 % kolmannen neljänneksen keskiarvostaan.

Kuvio 7

Reaalinen yksityinen kulutus ja sitä koskevat odotukset



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

Huom. Kohdassa a kulutuksen erät (kotimarkkinat) on sovitettu skaalaamalla yksityisen kulutuksen kokonaistasoon (kansantalous). "Kertakulutustavaroihin" sisältyvät myös puolittaiset kestokulutushyödykkeet. Kohdassa b säästämistä koskevat odotukset seuraaville 12 kuukaudelle sekä vähittäiskaupan liiketoimintaodotukset seuraaville kolmelle kuukaudelle on standardoitu ajanjaksolle 1985–2019. Lähikontakteja sisältävien palvelujen odotettu kysyntä seuraavien kolmen kuukauden aikana on standardoitu ajanjaksolle 2005–2019 (kunkin aikasarjan pituuden mukaisesti); "lähikontakteja sisältävillä palveluilla" tarkoitetaan majoitus-, matkailu- ja ravitsemistoimintaa. Tuoreimmat havainnot kohdassa a ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä ja kohdassa b marraskuulta 2023.

Tuoreet kyselytiedot kertovat edelleen tavaroiden kulutuksen yleisestä heikkoudesta vuodenvaihteessa. Euroopan komission kuluttajien

luottamusindikaattori nousi marraskuussa heikennyttyään kolme kuukautta peräkkäin mutta pysyi kuitenkin pitkän aikavälin keskiarvoaan heikompana. Marraskuun toteuma kuvastaa yleistä talouskehitystä ja kotitalouksien omaa talustilannetta koskevien odotusten kohenemista. Samaan aikaan komission indikaattorit kuluttajien suuria hankintoja koskevista odotuksista ja yritysten vähittäiskaupan odotuksista pysyivät heikkoina, vaikka viimeksi mainittu paranikin hieman (kuvio 7, kohta b). Sitä vastoin lähikontakteja sisältävien palvelujen odotetussa kysynnässä ei tapahtunut suurta notkahdusta, vaan se pysyi marraskuussa vahvana ja historiallisen

keskiarvonsa yläpuolella. Samoin EKP:n lokakuun kuluttajaodotusten kyselytutkimus (CES) kertoi vilkkaasta lomavarauksien kysynnästä. Rahoitusolojen kiristymisen välittyminen reaaliatalouteen todennäköisesti rajoittaa kotitalouksien lainanottoa ja pitää säästämistä koskevat odotukset korkeina ja yksityisen kulutuksen vaimeana lyhyellä aikavälillä.³ Yksityisen kulutuksen voi samalla odottaa hyötyvän ostovoiman paranemisesta inflaation hidastumisen ja vahvana pysyvän työmarkkinatilanteen tuella.

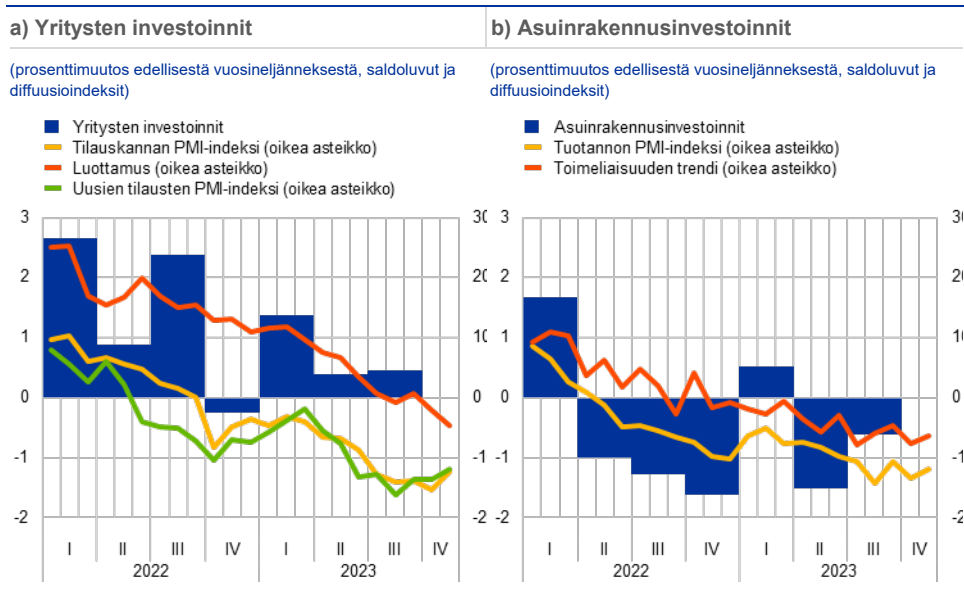
Yritysten investoinnit kasvoivat vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä, mutta niiden odotetaan supistuneen viimeisellä neljänneksellä. Jos Irlannin henkisiä omaisuustuotteita ei oteta huomioon, ei-rakennusinvestoinnit kasvoivat vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä 0,5 % edellisestä neljänneksestä, kun erityisesti investoinnit sekä henkisiin omaisuustuotteisiin että koneisiin ja laitteisiin kasvoivat (kuvio 8, kohta a). Viimeisellä vuosineljänneksellä Euroopan komission luottamuskysely sekä tuotannon ja uusien tilausten PMI-indeksit viittasivat investointien heikkenemiseen. Yritykset kärsivät myös negatiivisista nettokorkotuloista, ja tilauskantojen antama tuki heikkenee edelleen.⁴ Komission kysely pääomahyödykkeiden tuotannon rajoitteista viimeisellä vuosineljänneksellä vahvisti kuvaa kysynnän heikkenemisestä, kun yhä harvempi vastaaja katsoi laitteiden ja kapasiteetin puutteen rajoittaviksi tekijöiksi. Viimeksi mainittu liittyi koko talouden kapasiteetin käyttöasteen laskuun, mikä viittaa siihen, että lyhyellä aikavälillä ei ole paljonkaan tarvetta investoida tuotantokapasiteetin kasvuun. Investointien odotetaan kuitenkin elpyvän asteittain vuonna 2024 ja sen jälkeen, kun kysyntä palautuu, epävarmuus väistyy ja nykyiset rahapolitiikan kiristymisen ja epäsuotuisan luotonantotilanteen kasvua jarruttavat vaikutukset hälvenevät keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi Next Generation EU -ohjelman täytäntöönpanosta voi olettaa syntyvän vetoapua yksityisille investoinneille.

³ Yksityisen kulutuksen vaisut näkymät saattavat johtua osaltaan myös kuluttajien pessimistisestä arviosta heidän reaalitytönsä viimeaikaisen kehityksen suhteen. Ks. tämän *Talouksatsauksen* kehikko "Kotitalouksien tulojen mittaamisen perusteet".

⁴ Ks. tämän *Talouksatsauksen* kehikko "Kotitalouksien ja yritysten nettokorkotulot".

Kuvio 8

Reaali-investointien kehitys ja kyselytiedot



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

Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja. PMI-indeksit ilmaistaan poikkeamana 50:stä. Kohdassa a yritysten investoinnit tarkoittavat muita kuin rakennusinvestointeja pois lukien Irlannin henkiset omaisuustuotteet. Viivat viittaavat pääomahyödykesektorilta saatuihin vastauksiin, ja luottamusta kuvaavat tiedot ovat peräisin Euroopan komission kyselytutkimuksesta. Kohdassa b viivat kuvaavat talonrakennussektoria. "Toimeliaisuuden trendi" viittaa Euroopan komission kyselytutkimuksella mitattuun toimeliaisuuden trendiin kolmeen edelliseen kuukauteen verrattuna. Tuoreimmat havainnot yritys- ja asuinrakennusinvestoinneista ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä ja kaikista muista eristä marraskuulta 2023.

Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat jälleen vuoden 2023 kolmannelta neljänneksellä ja todennäköisesti hiipuvat edelleen lähitulevaisuudessa.

Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat vuoden 2023 kolmannelta neljänneksellä 0,6 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne putosivat 1,5 % (kuvio 8, kohta b).

Lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat kasvun supistumisen jatkumiseen myös viimeisellä neljänneksellä. Loka- marraskuussa Euroopan komission indikaattori talonrakennustuotannosta kolmen edellisen kuukauden aikana putosi kolmannen vuosineljänneksen keskiarvonsa alapuolelle ja asuinrakentamisen PMI-indeksi pysyi selvästi nollakasvua kuvaavan 50 pisteen raja-arvon alla. Myös asuntomarkkinatunnelma, jota mitataan Euroopan komission neljännesvuotuisessa kotitalouksien lyhyen aikavälin asunnon remontointi-, osto- tai rakennussuunnitelmia koskevassa kyselytutkimuksessa, on heikentynyt hieman vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä. Niin ikään EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksessa (CES) kotitalouksien arvio asunnosta sijoituskohteena heikkeni lokakuussa.

Asuinrakennusinvestointien heikot näkymät lyhyellä aikavälillä ovat sopusoinnussa uusien asuinrakennuslupien yleisesti merkittävän vähenemisen kanssa. Niiden taustalla on rahoitusolojen merkittävä kiristymisen, joka latistaa asuntojen kysyntää. Kotitalouksien asuntolainakysyntä pysyi lokakuussa vaimeana, ja sen perusteella asuntojen kysynnän elpymisestä ei ole vielä merkkejä.

Viennin kasvu jatkui vaimeana vuoden 2023 kolmannelta neljänneksellä globaalin kysynnän heikkouden, euron vahvistumisen viipeellisten vaikutusten sekä energian korkean hinnan takia. Viennin määrän kasvu oli kolmannelta neljänneksellä jälleen negatiivinen, kun maailmankaupan heikkous painoi

euroalueen tavaroiden ulkomaista kysyntää. Lisäksi loppuvuonna 2022 alkaneen euron kauppapainotteisen valuuttakurssin vahvistumisen viipeelliset vaikutukset ovat heikentäneet euroalueen kilpailukykyä, ja korkea energian hinta myötävaikutti viennin heikkouteen erityisesti energiapainotteisilla sektoreilla. Tuonti supistui kolmannella neljänneksellä kotimaisen kysynnän heikkoutta ja varastojen supistumista vastaavasti. Siten nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli kolmannella neljänneksellä hivenen positiivinen. Kyselytutkimukset viittaavat euroalueen viennin heikkouden jatkumiseen lyhyellä aikavälillä, koska sekä tehdateollisuuden että palvelujen uusien vientitilausten indikaattorit ovat negatiivisen kasvun puolella.

Hieman pidemmällä aikavälillä euroalueen talouskasvun odotetaan elpävän asteittain, kun se saa tukea reaalityöiden kasvusta, epäsuotuisien rahoitusolojen kohenemisesta sekä ulkomaisen kysynnän paranemisesta.

Kunhan uusilta sokeilta vältytään, BKT:n kasvun odotetaan vahvistuvan asteittain sitä mukaa, kun kulutus saa vauhtia inflaatiopaineiden väistymisestä ja voimakkaan palkkojen nousun myötä sitkeästä työtulojen kasvusta. Lisäksi viimeaikaisten epäsuotuisien rahoitusolojen kasvua jarruttava vaikutus investointeihin väistyy, ja ulkomaisen kysynnän paranemisen voi odottaa tukevan euroalueen vientikysynnän elpymistä.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioissa euroalueen BKT:n määrän kasvun ennakoidaan hiipuneen 0,6 prosenttiin vuonna 2023, kiihtyvän sitten 0,8 prosenttiin vuonna 2024 ja edelleen 1,5 prosenttiin sekä vuonna 2025 että 2026. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioihin verrattuna BKT:n kasvu vuosina 2023 ja 2024 on nyt arvioitu hieman hitaammaksi, kun taas vuoden 2025 arvio on ennallaan.⁵

⁵ Ks. "Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot, (joulukuun 2023)".

3 Hinnat ja kustannukset

Euroalueen vuotuinen kokonaisinflaatiovauhti oli 2,4 % marraskuussa 2023, kun se oli edellisvuonna ollut 2,9 %. Inflaatio kuitenkin todennäköisesti kiihtyy jälleen lyhyellä aikavälillä energian hintaan liittyvien vertailuajankohdan vaikutusten takia. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu inflaatio hidastui marraskuussa 3,6 prosenttiin ja kaikki pohjainflaatioindikaattorit jatkoivat lokakuussa laskuaan. Kotimaiset hintapaineet kuitenkin pysyivät koholla pääasiassa yksikkötyökustannusten voimakkaan kasvun takia. Useimmat pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat 2 prosentin tuntumassa, ja eräät markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ovat laskussa kohonneilta tasoiltaan pääasiassa inflaatoriskipreemion alentumisen takia. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen vuotuinen inflaatiovauhti hidastuu asteittain ja on keskimäärin 2,7 % vuonna 2024 ja 2,1 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026.

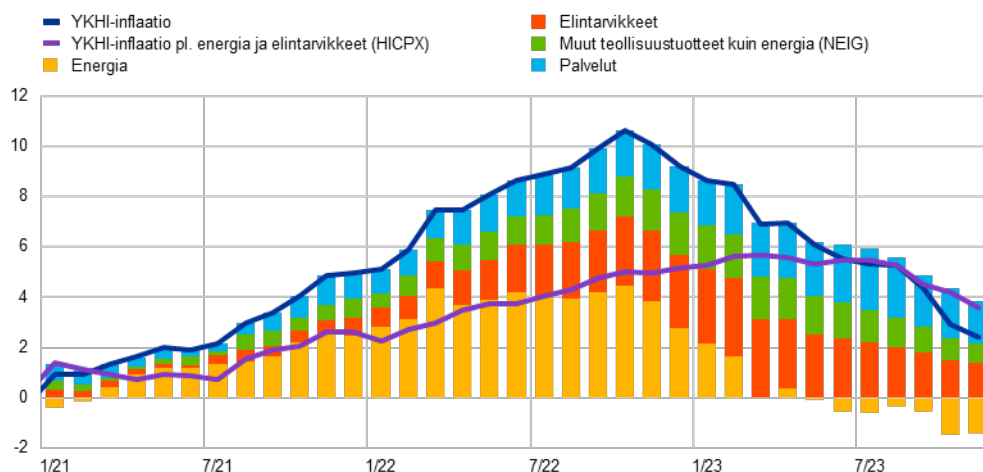
Eurostatin pika-arvion mukaan YKHI-inflaatio hidastui marraskuussa edelleen 2,4 prosenttiin lokakuun 2,9 prosentista (kuvio 9).⁶ Kokonaisinflaation hidastuminen johtui kaikkien pääerien (energia, elintarvikkeet, muut teollisuushyödykkeet kuin energia (NEIG) sekä palvelut) inflaatiovauhtien hidastumisesta. Energian vuotuinen inflaatiovauhti lokakuun -11,2 prosentista marraskuussa -11,5 prosenttiin eli kuukausitason muutos oli 2,2 %. Myös elintarvikkeiden inflaatio hidastui marraskuussa edelleen lokakuun 7,4 prosentista 6,9 prosenttiin pysyen kuitenkin edelleen korkeana. Sen hidastuminen johtui jalostettujen elintarvikkeiden hintojen vuotuisen muutosvauhdin hidastumisesta. Sitä vastoin jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vuotuinen muutosvauhti kiihtyi voimakkaan kuukausitason muutoksen ja vertailuajankohtaan liittyvän vaikutuksen takia. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio (HICPX) hidastui marraskuussa 3,6 prosenttiin edellisvuonna 4,2 prosentista, mikä johtui sen molempien pääerien eli palvelujen sekä muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian laskusta. Muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatio hidastui lokakuussa olleesta 3,5 prosentista 2,9 prosenttiin marraskuussa, kun tarjontaketjun hintapaineiden helpottuminen jatkui. Palvelujen inflaatio hidastui lokakuun 4,5 prosentista 4,0 prosenttiin marraskuussa.

⁶ Tämän Talouskatsauksen viimeinen aineistopäivä oli 13.12.2023. Eurostatin 19.12.2023 vahvistama euroalueen YKHI-inflaatiovauhti oli 2,4 % marraskuussa.

Kuvio 9

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot marraskuulta 2023 (pika-arviot).

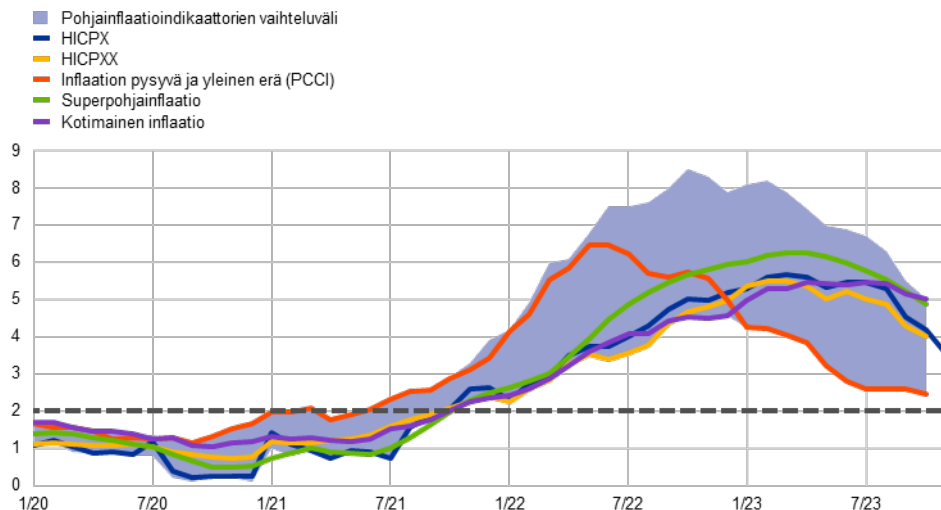
Kaikki pohjainflaatioindikaattorit laskivat lokakuussa tuoreimpien käytettävissä olevien tietojen mukaan, kun taannoisten energiakustannuksiin ja toimitusketjuun liittyvien sokkien vaikutukset jäivät taakse ja kysyntä heikkeni rahapolitiikan kiristymisen myötä (kuvio 10).

Vaikka kaikki pohjainflaation indikaattorit osoittivat laskua, inflaatiokehitykseen liittyvä epävarmuus on edelleen koholla. Tämä ilmenee pohjainflaatioindikaattorien leveästä vaihteluvälisestä, joka ulottuu inflaation pysyvän ja yleisen erän (PCCI) 2,5 prosentista kotimaisen inflaation 5,0 prosenttiin. Vaihtelu liittyy siihen, että aiempien sokkien vaikutuksen häviäminen kokonaan useimmista mittareista kestää kauan. Syklisistä YKHI-eristä koostuva vuotuinen superpohjainflaatio hidastui syyskuun 5,2 prosentista 4,9 prosenttiin lokakuussa, kun taas mallipohjainen inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) maltillistui samaan aikaan vain lievästi eli 2,6 prosentista 2,5 prosenttiin. Kotimaisen inflaation indikaattori (josta on suljettu pois suuren tuontisisällön erät) on pysynyt sitkeimmin koholla, sillä se oli syyskuussa 5,2 % ja lokakuussa 5,0 %, missä näkyi palkkapaineiden merkittävä vaikutus. Tämäkin indikaattori on kuitenkin laskenut nyt kolme kuukautta peräkkäin.

Kuvio 10

Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

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

Hinnoitteluketjun paineet kevenivät yhä, kun taannoisten sokkien

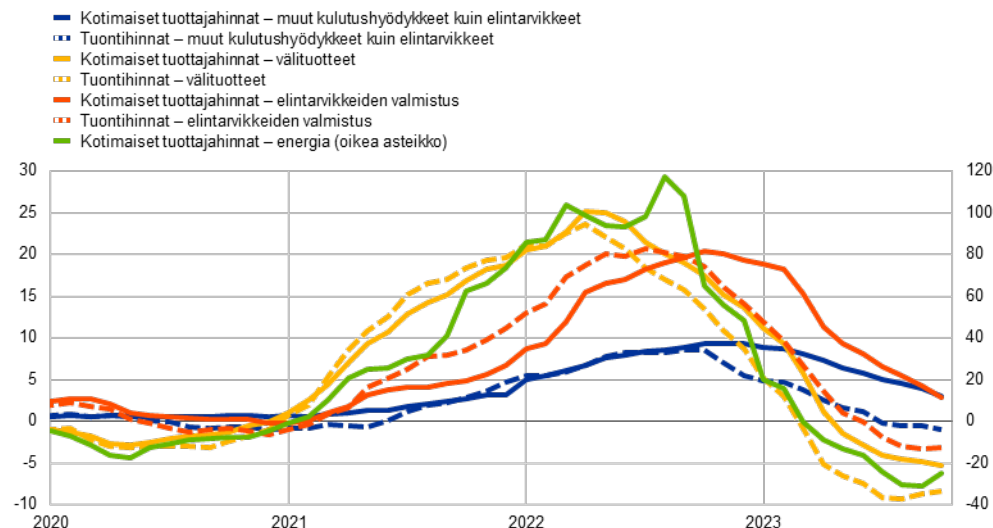
kumulatiiviset vaikutukset hälventyivät edelleen (kuvio 11).

Hinnoitteluketjun alkupään hintapaineet vähenivät yhä maltillisesti lokakuussa. Välituotteiden kotimaisten tuottajahintojen muutosvauhti on ollut negatiivinen toukokuusta saakka, ja muutosvauhti hidastui lokakuussa -5,3 prosenttiin syyskuun -4,8 prosentista. Samaan aikaan välituotteiden tuontihintojen nopea lasku jatkui, vaikka muutosvauhti hidastui -8,7 prosentista -8,4 prosenttiin. Energian tuottajahintainflaatio, joka on ollut huhtikuusta saakka negatiivinen, nousi lokakuussa -25,0 prosenttiin syyskuun -31,2 prosentista. Hinnoitteluketjun loppupäässä muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio hidastui lokakuussa 3,0 prosenttiin syyskuun 3,9 prosentista vahvistaen kuvaa hintapaineiden asteittaisesta helpottumisesta. Sama pätee kuluttajaelintarvike-erään, sillä valmistettujen elintarvikkeiden tuottajahintainflaatio hidastui lokakuussa edelleen 2,8 prosenttiin eli alimmilleen sitten huhtikuun 2021. Näiden kulutushyödykeryhmien tuontihintojen vuotuiset muutosvauhdit pysyivät negatiivisina. Muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuontihintojen vuotuinen muutosvauhti hidastui syyskuun -0,6 prosentista -1,0 prosenttiin lokakuussa, kun taas valmistettujen elintarvikkeiden hinnat eivät enää laskeneet.

Kuvio 11

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

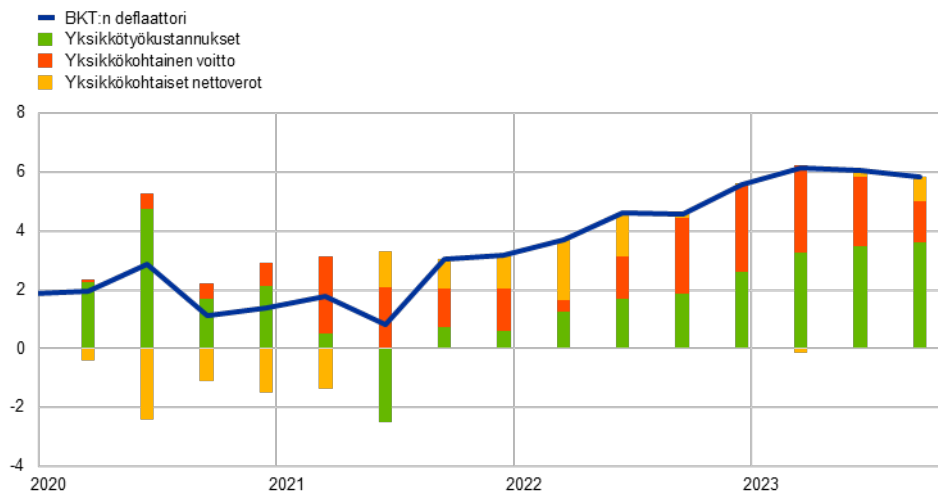
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2023.

Kotimaiset kustannuspaineet BKT:n deflaattorin kasvulla mitattuna supistuivat vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä 5,8 prosenttiin edellisen neljänneksen 6,1 prosentista, kun yksikkökohtaisten voittojen kontribuutio pieneni (kuvio 12). Yksikkökohtaisten voittojen kontribuutio BKT:n deflaattoriin laski 1,4 prosenttiyksikköön vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä edellisen neljänneksen 2,4 prosenttiyksiköstä, mikä viittaa siihen, että palkoista ja työvoimakustannuksista aiheutuneita inflaatiopaineita on alettu kompensoida voittojen kustannuksella. Yksikkötyökustannusten kontribuutio kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä hieman eli edellisen neljänneksen 3,5 prosenttiyksiköstä 3,6 prosenttiyksikköön. Yksikkötyökustannusten marginaalisesti voimakkaampi vuotuinen kasvu kolmannella neljänneksellä johtui osaltaan työvoiman tuottavuuden aiempaa nopeammasta heikkenemisestä, kun taas työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvuvauhti hidastui edellisen neljänneksen 5,5 prosentista 5,2 prosenttiin. Palkkojen kasvu mitattuna palkansaajakorvauksilla tehtyä työtuntia kohden pysyi 5,2 prosentissa, mikä kuvastaa voimakkaina jatkuvia työvoimakustannuspaineita. Sopimuspalkkojen nousuvauhti kiihtyi edelleen vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä 4,7 prosenttiin edellisen neljänneksen 4,4 prosentista. Lisäksi viimeaikaiset työehtosopimukset viittaavat voimakkaiden palkkapaineiden jatkumiseen myös lähitulevaisuudessa, eikä sopimuspalkkojen kasvussa ole vielä merkkejä selkeästä käänteestä.

Kuvio 12

BKT:n deflaattorin hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

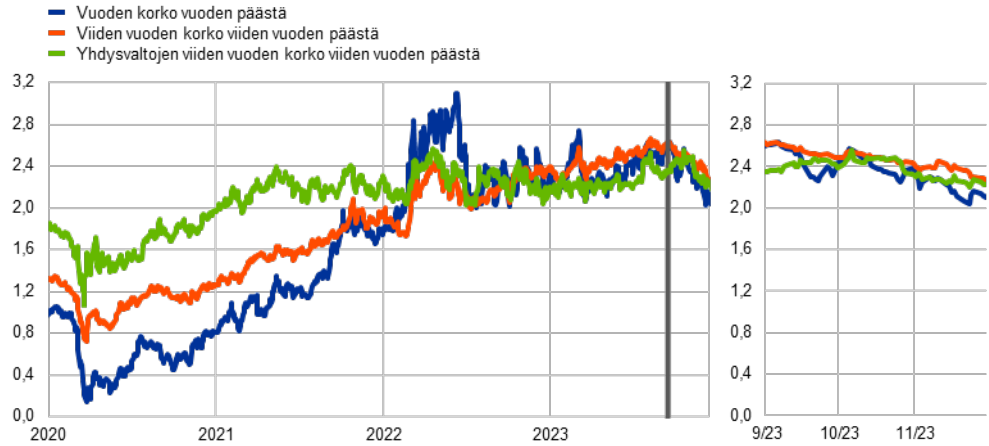
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä. Työntekijää kohden lasketuilla palkansaajakorvauksilla on yksikkötyökustannuksia lisäävä vaikutus ja työvoiman tuottavuudella puolestaan negatiivinen vaikutus.

Pidempiaikaisten inflaatio-odotusten kyselypohjaiset indikaattorit pysyvät kahden prosentin tasolla, kun taas markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit laskivat. Sekä EKP:n kolmannen vuosineljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen että EKP:n joulukuun 2023 Survey of Monetary Analysts -kyselytutkimuksen pidemmän aikavälin inflaatiota koskeva mediaaniodotus oli 2,0 %. Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit (jotka perustuvat YKHI-inflaatioon pl. tupakka) ovat pudonneet selvästi EKP:n neuvoston syyskuun kokouksen jälkeen erityisesti lyhyissä maturiteeteissa, kun syys-, loka- ja marraskuun odotettua alemmat inflaatiolukemat sekä vaimeat kasvunäkymät saivat markkinaosapuolet tarkistamaan inflaatio-odotuksiaan aiempaa pienemmiksi (kuvio 13). Yhden vuoden eteenpäin katsova inflaatioidonainen swapkorko vuoden päästä laski jakson aikana noin 0,50 prosenttiyksikköä 2,1 prosenttiin. Termiinikäyrän pidemmässä päässä viiden vuoden inflaatioidonainen swapkorko viiden vuoden päästä laski noin 0,35 prosenttiyksikköä päätyen 2,3 prosenttiin, mikä on alle elokuun alussa saavutetun usean vuoden huipun mutta historiallisesti katsoen kuitenkin edelleen korkea taso. On kuitenkin syytä huomata, etteivät markkinapohjaiset inflaatiokompensaation mittarit kuvaa pelkästään markkinaosapuolten aitoja inflaatio-odotuksia, vaan ne sisältävät myös inflaatoriskejä kattavia inflaatiopreemioita. Mallipohjaiset aitojen inflaatio-odotusten indikaattorit, joista inflaatoriskipreemiot on puhdistettu, laskivat maltillisesti tarkastelujaksolla ja kertovat myös markkinaosapuolten odottavan noin 2 prosentin inflaatiota pitkällä aikavälillä. Mitä taas tulee kuluttajien odotuksiin, EKP:n lokakuun 2023 kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen mukaan mediaaniarvio ensi vuoden kokonaisinflaatiosta pysyi ennallaan 4,0 prosentissa. Myös kolmen vuoden päähän katsova inflaatio-odotus pysyi ennallaan 2,5 prosentissa.

Kuvio 13

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Refinitiv, Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio osoittaa inflaatioidonnan koronvaihtosopimusten termiinkorot eri juoksuajalle euroalueella ja tuotot yhdistävän viiden vuoden inflaatiovauhdin viiden vuoden kuluttua Yhdysvalloissa. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alkua 14.9.2023. Tuoreimmat havainnot 13.12.2023.

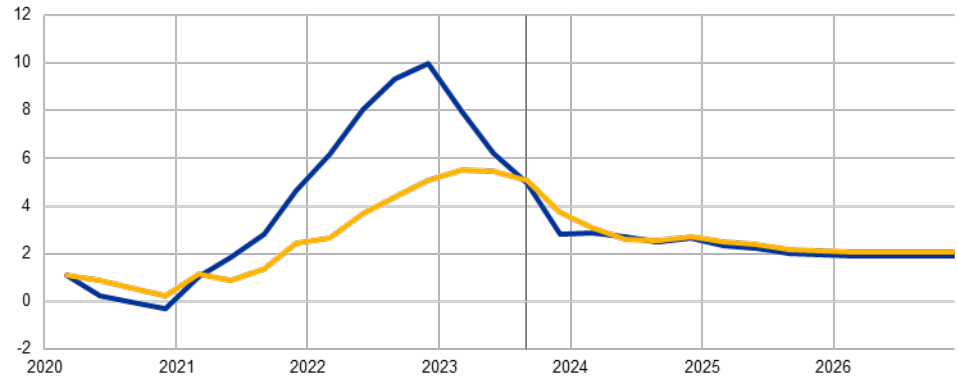
Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioissa vuotuisen kokonaisinflaation ennakoitaan hidastuvan vuonna 2023 olleesta keskimäärin 5,4 prosentista 2,7 prosenttiin vuonna 2024 sekä edelleen 2,1 prosenttiin vuonna 2025 ja 1,9 prosenttiin vuonna 2026 (kuvio 14). Inflaation asteittainen hidastuminen 2 prosentin tavoitetasoan kohti perustuu energian inflaatiovauhdin putoamiseen, rahapolitiikan kiristymisen vaikutuksiin, tarjontaketjun hintapaineiden ja kapeikkojen hälvenemiseen edelleen sekä pitkän aikavälin inflaatio-odotusten pysymiseen tavoitteen mukaisina. Palkkojen kasvun odotetaan hidastuvan arviointijaksolla sitä mukaa, kun inflaatiosta aiheutuva nousupaine asteittain hellittää, mutta työvoimakustannuksista on silti tulossa HICPX-inflaation pääasiallinen taustatekijä. Voittojen kehityksen odotetaan heikkenevän arviointijaksolla ja hillitsevän työvoimakustannusten välittymistä hintoihin. Kokonaisinflaatio vuosina 2023 ja 2024 on arvioitu nyt alemmaksi kuin syyskuun 2023 asiantuntija-arvioissa lähinnä siksi, että tuoreiden tietojen mukaan inflaatio on ollut odotettua hitaampaa ja energiahyödykkeiden hinta oletuksia on alennettu. Vuoden 2025 kokonaisinflaatioarvio on sen sijaan ennallaan.

Kuvio 14

Euroalueen YKHI- ja HICPX-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)

— YKHI-inflaatio
— YKHI-inflaatio pl. energia ja elintarvikkeet (HICPX)



Lähteet: Eurostat ja [Euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot](#) (joulukuu 2023).
Huom. Pystysuora viiva osoittaa tarkastelujakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä (toteutuneet tiedot), ja viimeisimmät arviot koskevat vuoden 2026 viimeistä neljänneistä. Euroalueen talousnäkymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arviot viimeisteltiin marraskuun lopussa, ja niiden tekniset oletukset perustuvat 23.11.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin. Sekä historialliset että nykyiset YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot ovat neljännesvuotuisia.

Rahoitusmarkkinoiden kehitys

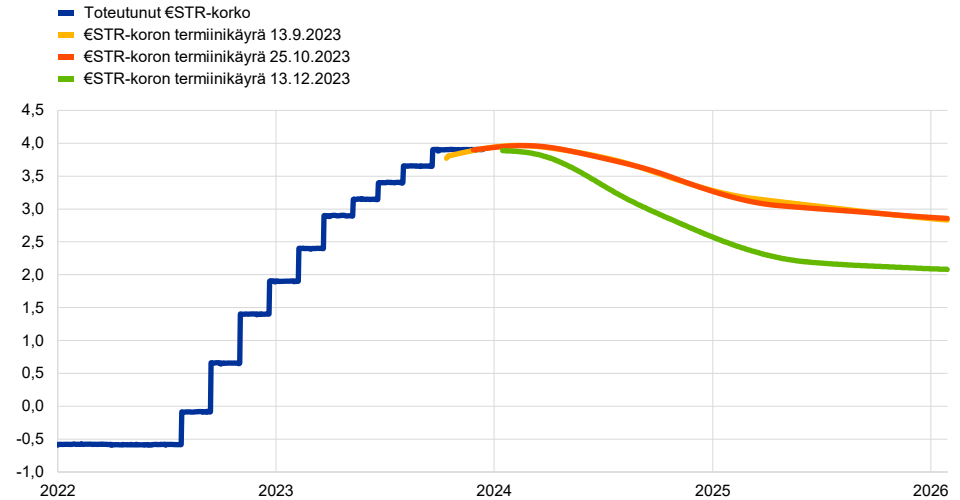
Aikavälillä 14.9.–13.12.2023 rahoitusmarkkinoiden kehitystä hallitsivat heijastusvaikutukset, jotka johtuivat Yhdysvaltain valtion joukkolainojen tuottojen huomattavasta vaihtelusta, sekä euroalueen odotettua heikommasta inflaatioluvusta. Lyhyissä riskittömissä koroissa heijastuvat odotukset euroalueen ohjauskorkojen kehityksestä seuraavissa EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokouksissa pysyivät pääosin ennallaan syyskuun ja lokakuun kokousten välillä. Tämä viittasi siihen, että markkinaosapuolten odotusten mukaan ohjauskorot ovat saavuttaneet huippunsa ja pysyvät jonkin aikaa ennallaan. Lokakuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen ohjauskorkoja koskevat odotukset muuttuivat huomattavasti alhaisempien korkojen suuntaan, kun ennakoitua alhaisemmat inflaatioluvut antoivat aihetta odottaa inflaation hidastuvan aiemmin arvioitua nopeammin. Pidemmät riskittömät korot nousivat aluksi, kun Yhdysvaltain vastaavan maturiteetin korkojen nousu heijastui myös euroalueelle. Myöhemmin ne kääntyivät kuitenkin taas laskuun Yhdysvaltain korkojen laskettua ja euroalueen inflaatiolukujen osoittaututtua odotettua alhaisemmiksi. Kaiken kaikkiaan euroalueen pitkät riskittömät nimelliskorot ovat huomattavasti alemmat kuin ennen syyskuun rahapolitiikkakokousta. Valtioiden joukkolainojen tuotot vähenivät lähes vastaavasti kuin riskittömät korot ja jokseenkin samaan tapaan kaikkialla euroalueella. Suurempiriskisten omaisuuserien hinnat laskivat aluksi diskonttokorkojen nousun vaikutuksesta. Ne kuitenkin nousivat edeltänyttä tasoa korkeammalle korkojen jälleen laskiessa ja olivat yleisesti korkeammat kuin syyskuun rahapolitiikka kokouksen aikaan. Valuuttamarkkinoilla kauppapainotteinen euron kurssi laski hieman.

Yön yli -indeksiswapkoron (OIS-koron) aikarakennetta kuvaava käyrä eli termiinikäyrä pysyi pääosin ennallaan EKP:n neuvoston syyskuun ja lokakuun rahapolitiikkakokousten välisenä aikana, mutta on sittemmin siirtynyt selvästi alaspäin (kuvio 15). Euromääräisten markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) oli tarkastelujaksolla keskimäärin 3,9 %. Se mukaili tiiviisti talletusmahdollisuuden korkoa, jota EKP:n neuvosto nosti 0,25 prosenttiyksiköllä (3,75 prosentista 4 prosenttiin) 14.9.2023 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa. Ylimääräisen likviditeetin määrä väheni noin 79 miljardilla eurolla ja oli 3 584 miljardia euroa. Se johtui pääasiassa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) suoritetuista takaisinmaksuista sekä omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistusten vähenemisestä, kun eurojärjestelmä ei enää sijoita omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa uudelleen. €STR-viitekorkoon perustuvat yön yli -indeksiswapkorot (OIS-korot), jotka ulottuvat seuraavien EKP:n neuvoston kokousten ajankohtiin, pysyivät enimmäkseen vakaina syyskuun ja lokakuun kokousten välisenä aikana. Tämä viittasi markkinaosapuolten odottavan, että ohjauskorot ovat syyskuun korotuksen myötä saavuttaneet huippunsa ja pysyvät nykyisellä tasollaan jonkin aikaa. Lokakuun kokouksen jälkeen termiinkorot laskivat selkeästi, kun inflaationäkymiä tarkistettiin euroalueen odotettua heikompien inflaatiolukujen sekä talouden vaimeiden kasvunäkymien vuoksi. Joulukuun 13. päivän termiinikäyrän perusteella markkinaosapuolet odottivat ensimmäistä 0,25 prosenttiyksikön koronlaskua keväällä 2024 ja pitivät erittäin todennäköisenä koronlaskua jo maaliskuun rahapolitiikkakokouksessa sekä yhteensä noin 1,40 prosenttiyksikön koronlaskuja vuoden 2024 mittaan.

Kuvio 15

€STR-terminikorot

(vuotuisia prosentteja)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

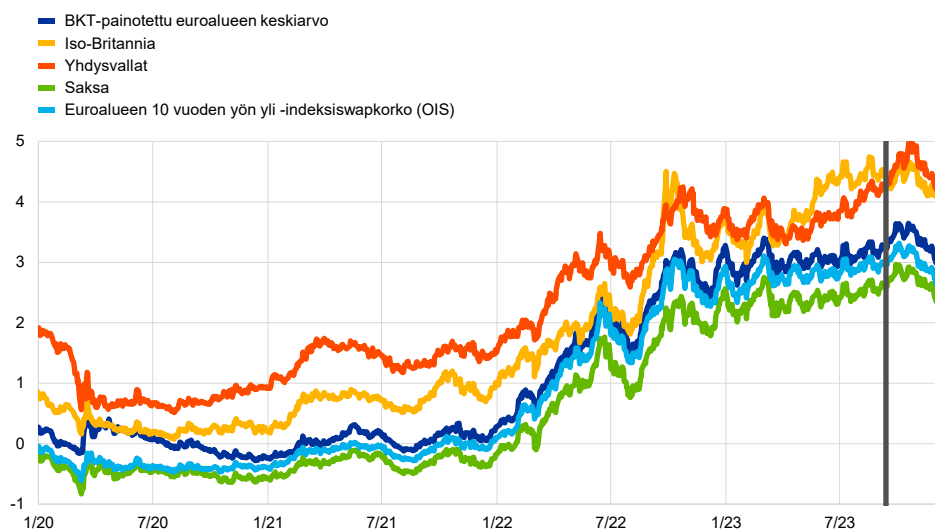
Huom. Termiinkäyrä on estimoitu €STR-viitekorkoon perustuvien OIS-spotkorkojen perusteella.

Euroalueen pitkät riskittömät korot ovat heilahdelleet huomattavasti pääasiassa Yhdysvaltain valtion joukkolainatuottojen liikkeiden mukaan ja päätyivät huomattavasti alemmas kuin ennen syyskuun rahapolitiikkakokousta (kuvio 16). Tarkastelujakson alussa pitkät riskittömät korot nousivat huomattavasti: euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko oli lokakuun puolivälissä noin 0,30 prosenttiyksikköä korkeampi kuin syyskuun rahapolitiikkakokousta edeltävänä päivänä. Nousun tärkeimpänä syynä olivat nähtävästi heijastusvaikutukset Yhdysvalloista, missä pitkien korkojen nousu oli vahvempaa kuin euroalueella. Myöhemmin euroalueen pitkät riskittömät korot laskivat aikaisempaa alemmas, kun Yhdysvaltain valtion joukkolainojen tuotot laskivat huippulukemistaan, euroalueen inflaatioluvut olivat ennakoitua heikommat ja talouden näkymät synkkenivät. Euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko oli tarkastelujakson päätteeksi 0,50 prosenttiyksikköä syyskuun puolivälin tasoa alempi (noin 2,4 %). Yhdysvaltain valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto laski noin 0,25 prosenttiyksikköä 4,0 prosenttiin, kun se tarkastelujakson alussa oli noussut yli 0,70 prosenttiyksikköä. Ison-Britannian vastaava joukkolainatuotto laski noin 0,45 prosenttiyksikköä noin 3,8 prosenttiin.

Kuvio 16

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

(vuotuisia prosentteja)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

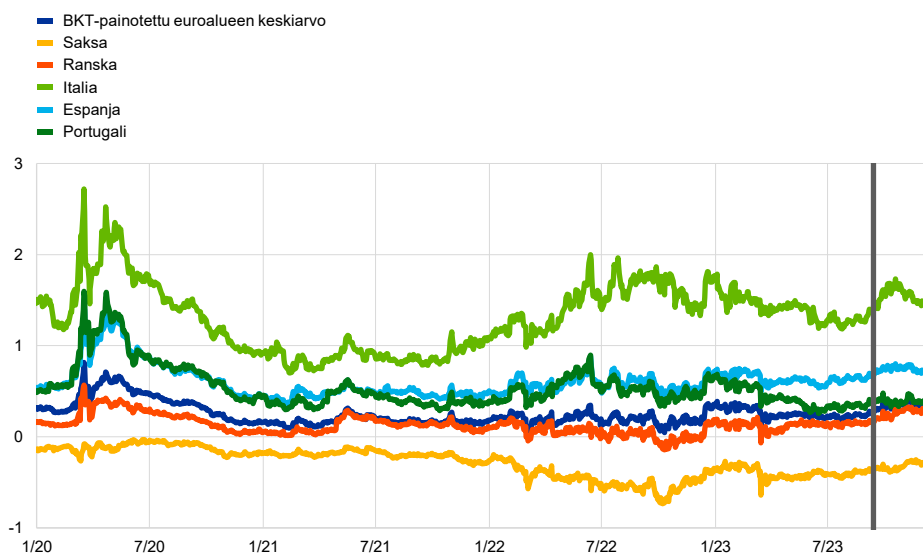
Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.9.2023. Tuoreimmat havainnot 13.12.2023.

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot vähenivät lähes samaa tahtia ja samassa suuruusluokassa kuin riskittömät korot, ja valtioiden joukkolainojen tuottoerot pysyivät lähes ennallaan (kuvio 17). Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuotto väheni noin 0,40 prosenttiyksikköä ja oli noin 2,8 %. Euroalueen valtioiden joukkolainojen BKT-painotettu keskimääräinen tuottoero €STR-viitekorkoon perustuvaan OIS-korkoon nähden kasvoi tarkastelujaksolla vain hieman. Vastaava kehitys näkyi myös useimpien euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoeroissa. Poikkeuksena tästä oli Kreikan valtion joukkolainojen tuottoero, joka kapeni 0,10 prosenttiyksikköä, kun Kreikan luottoluokitus nousi investointiluokkaan. Italian valtion joukkolainojen tuottoero kasvoi tarkastelujakson alussa ja sen jälkeen palasi lähes lähtötasolleen, kun luottoluokituslaitokset vahvistivat Italian luokituksen.

Kuvio 17

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

(prosenttiyksikköjä)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.9.2023. Tuoreimmat havainnot 13.12.2023.

Yritysten joukkolainojen tuottoerot pysyivät tarkastelujakson aikana kaiken kaikkiaan ennallaan riskinottohalun kasvaessa. High-yield -luokan

yritysjoukkolainojen tuottoerot mukailivat pitkien korkojen liikkeitä. Ne kasvoivat huomattavasti tarkastelujakson alkupuoliskolla ja kapenivat sitten. Sitä vastoin investointiluokassa tuottoerojen vaihtelu oli melko vähäistä. Tämä kehitys heijastaa sitä, että luottoluokitukseltaan heikompien yritysten kohdalla luottoriskipreemio reagoi herkemmin korkomuutoksiin. Pitemmällä aikavälillä – alkaen rahapolitiikan normalisoimisesta joulukuussa 2021 – yritysten joukkolainojen tuottoerot ovat kuitenkin kasvaneet vain maltillisesti, sillä hyvän häiriönsietokykyensä vuoksi euroalueen yrityssektori on pystynyt pitämään joukkolainojen rahoituskustannukset hallinnassa.

Euroalueen osakehinnat nousivat tarkastelujakson aikana, kun marraskuussa sitkeästi jatkunut nousu muodostui aiemmin tarkastelujakson aikana kertyneitä tappioita suuremmaksi (kuvio 18).

Euroalueen osakemarkkinaindeksit nousivat koko tarkastelujakson aikana 4,3 %. Marraskuusta 2023 lähtien ne ovat saaneet kiinni lokakuun loppuun mennessä kertyneet tappiot. Markkinaosapuolten luottamus oli aluksi heikko pitkien korkojen kehityksen ja geopoliittisen epävarmuuden heikentäessä osaketuottoja, mutta koheni myöhemmin, kun osakkeiden riskipreemio väheni ja korot jälleen laskivat. Pankkisektori menestyi muita toimialoja paremmin ja teki 6,0 prosentin nousun, kun voitonjako osakkeenomistajille nosti edelleen pankkiosakkeiden arvostusta osakemarkkinoilla. Sitä vastoin muiden kuin rahoitussektorin yritysten osakehinnat nousivat vain 2,6 %, joskin eri toimialojen välillä oli merkittäviä eroja. Tarkastelujakson aikana suurimmat hintamuutokset nähtiin korkojen vaikutukselle herkillä toimialoilla, kuten teknologia- ja kiinteistöalalla. Yhdysvalloissa osakehintojen kehitys oli samansuuntainen: laaja

osakemarkkinaindeksi nousi 4,5 % ja pankit menestyivät muiden toimialojen yrityksiä paremmin.

Kuvio 18

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2020 = 100)



Lähteet: Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.9.2023. Tuoreimmat havainnot 13.12.2023.

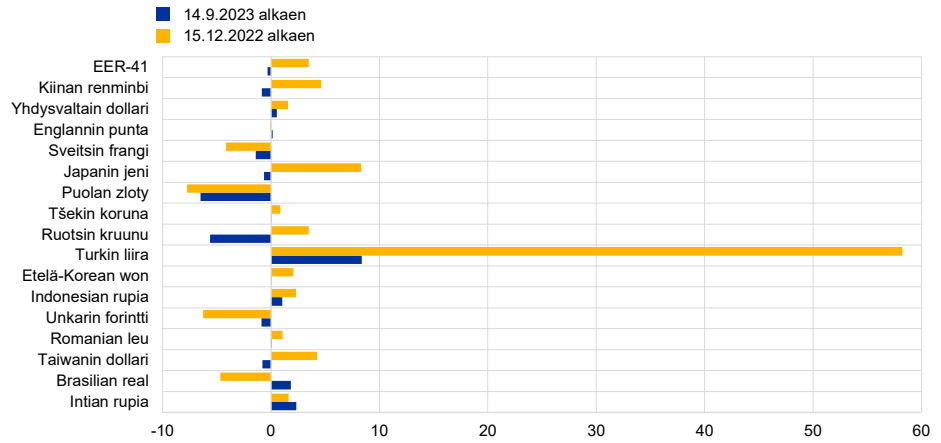
Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi heikkeni hieman (kuvio 19).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 41 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni tarkastelujaksolla 0,3 %. Kurssi vaihteli kuitenkin tarkastelujakson aikana, mikä johtui markkinaosapuolten etenkin Yhdysvaltojen korkokehitystä koskevien odotusten muutoksesta. Tärkeimmistä kauppakumppanimaista euro heikkeni Kiinan renminbiin (0,9 %) ja Sveitsin frangiin (1,4 %) nähden sekä joidenkin euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden valuuttoihin nähden (6,5 % Puolan zlotyyn nähden ja 5,6 % Ruotsin kruunuun nähden). Euro sen sijaan vahvistui suhteessa Intian rupiaan (2,3 %) ja Turkin liiraan (8,4 %). Lisäksi se vahvistui Yhdysvaltain dollariin nähden (0,5 %), mikä kuvasti sitä, että markkinaosapuolet odottavat Yhdysvaltain keskuspankin pitävän ohjauskorot ennallaan pitemmän aikaa. Euroa tukivat myös Yhdysvaltain odotettua heikommin kehittyneet kuluttajahintainflaatioluvut marraskuun puolivälissä, joskin vaikutusta hillitsi jonkin verran tieto euroalueen YKHI-inflaatiokehityksestä, joka myös jäi odotettua heikommaksi.

Kuvio 19

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP.

Huom. EER-41 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 41 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 13.12.2023 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

EKP:n rahapolitiikan tiukennukset ovat edelleen välittyneet vahvasti yleisiin rahoitusoloihin. Pankkien varainhankintakustannukset ja antolainauskorot jatkoivat lokakuussa 2023 nousuaan ja saavuttivat korkeimman tasonsa lähes 15 vuoteen sekä kotitalouksien että yritysten osalta. Samassa kuussa myös yritysten rahoituksen kokonaiskustannus kasvoi entisestään. Tarkastelujaksolla 14.9.–13.12.2023 sekä yritysten markkinaehtoisesta velkarahoituksen että niiden osakerahoituksen kustannukset supistuivat merkittävästi. Tuorein yritysten rahoituksensaantia koskeva kysely, joka kattaa jakson huhtikuusta syyskuuhun 2023, osoittaa, että yritysten rahoitusolot ovat laaja-alaisesti kiristyneet. Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille pysyi lokakuussa vaisuna lainakorkojen noustessa, lainakysynnän heikentyessä ja luotonantokriteerien tiukentuessa. Rahan määrän kasvu hidastui edelleen ja oli vuositasolla lähellä historiallisia pohjalukemiaan, mikä johtui suurista vaihtoehtokustannuksista, luotonannon kasvun hitaudesta ja eurojärjestelmän taseen supistumisesta.

Talletuskorkojen nousun jatkuessa euroalueen pankkien varainhankintakustannukset kasvoivat edelleen lokakuussa 2023. Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus kasvoi lokakuussa ja ylsi suurimmalle tasolleen yli kymmeneen vuoteen sekä vaihteli maittain entistä enemmän (kuvion 20 kohta a). Vaikka pankkien joukkolainojen tuotot alkoivat marraskuussa supistua tuottokäyrän kehityksen mukaisesti (kuvion 20 kohta b), talletuskorot nousivat edelleen tasaisesti, joskin nousussa oli vaihtelua eri instrumenttien ja sektorien välillä. Määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten välinen suuri ja kasvava korkoero sai tallettajat siirtämään suuressa määrin varoja yön yli -talletuksista määräaikaistalletuksiin ja muihin korkeakorkoisempiin instrumentteihin. Yritysten määräaikaistalletuksille tarjotut korot olivat lähellä EKP:n talletuskorkoa ja pysyivät kotitalouksille tarjottuja korkoja korkeampina. Lisäksi ohjaukorkojen välittyminen talletuskorkoihin on edelleen vaihdellut huomattavasti pankkien välillä, mikä johtuu pääasiassa kilpailun, pankkien saamisten ja velkojen duraatioiden sekä sääntelyjärjestelyjen synnyttämistä eroista.

Kohdennettujen pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) käynnissä oleva päätösvaihe on osaltaan vähentänyt ylimääräistä likviditeettiä tilanteessa, jossa likviditeettiä on pankkijärjestelmässä edelleen runsaasti. Kolmannen kohdennettujen pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan (TLTRO III) kokonaiskannan määrä on 20.12.2023 tehdyn selvityksen jälkeen pienentynyt 1 721 miljardilla eurolla 392 miljardiin euroon. Tämä määrä alittaa 81 prosentilla sen kannan määrän, joka edelsi TLTRO III -operaatioiden korkoon lokakuussa 2022 tehtyjä muutoksia (2 113 miljardia euroa).⁷ EKP:n tarjoaman likviditeetin vähenemistä kompensoidakseen pankit ovat lisänneet velkapapereiden ja rahamarkkinainstrumenttien liikkeeseenlaskua ja kilpailleet entistä aktiivisemmin keskenään talletuksista nostamalla näiden instrumenttien korkoja. Säästäjät ovat siirtäneet talletuksiaan vähätuottoisemmista pankeista pankkeihin, jotka ovat nostaneet talletuskorkojaan ripeämmin. Pankkien joukkolainoja, jotka ovat pankeille

⁷ Ks. EKP:n lehdistötiedote "ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term", 27.10.2022.

kalliimpia kuin talletukset, on syyskuusta 2022 alkaen laskettu yhä enemmän liikkeeseen samaan aikaan, kun TLTRO-operaatiot ovat tulleet päätösvaiheeseensa ja yön yli -talletusten suosio on vähentynyt.

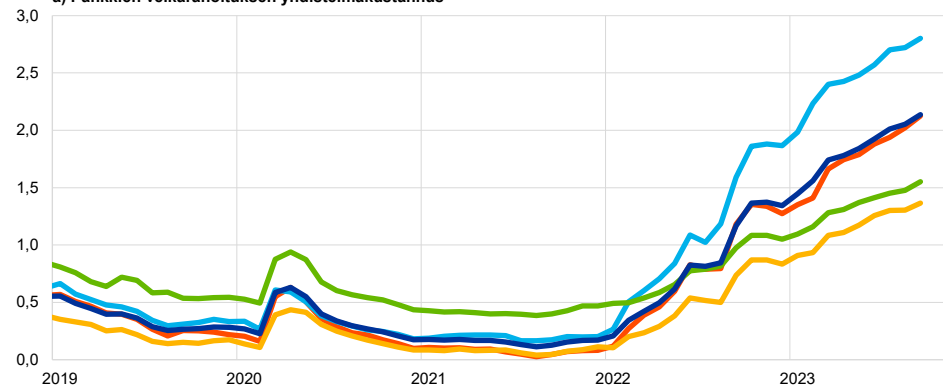
Kuvio 20

Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

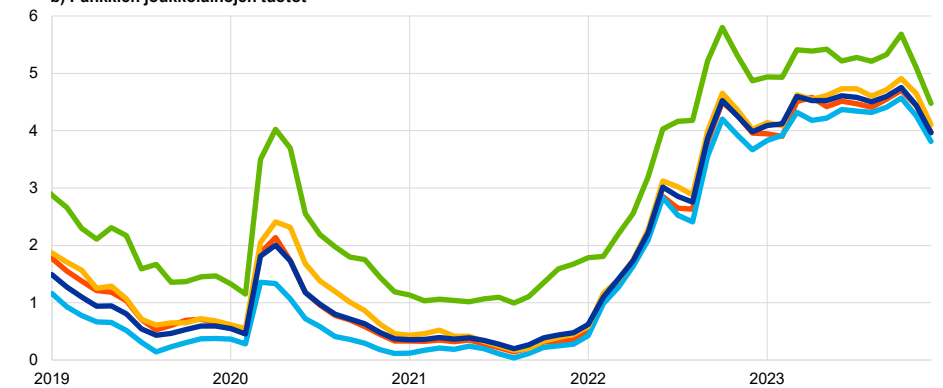
(prosentteja vuositasolla)



a) Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus



b) Pankkien joukkolainojen tuotot



Lähteet: EKP, S&P Dow Jones Indices LLC ja/tai sen tytäryhtiöt sekä EKP:n laskelmat.

Huom. Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus on talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen painotettu keskiarvo. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuna näiden talletuskantojen määrällä. Pankkien joukkolainojen tuotot ovat riskittömimmän etuoikeusluokan joukkolainojen kuukausikeskiarvoja. Tuoreimmat havainnot on päivätty lokakuussa 2023 pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen osalta ja 13.12.2023 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta.

Pankkien taseet ovat yleisesti olleet vankkoja heikosta taloustilanteesta

huolimatta. Vuoden 2023 alkupuoliskolla pankit kasvattivat edelleen pääomapuskureitaan, ja niiden ydinpääoman suhteet olivat selvästi vaadittua suuremmat. Pankkijärjestelmän hyvät pääomapuskurit ovat keskeinen keino, jolla voidaan taata luoton kestävä tarjonta reaalityaloudelle asianmukaisin ehdoin. Vaikka pankkien varainhankintakustannukset kasvoivat, antolainausvolyymit supistuivat ja saamisten laatu heikkeni, pankkien kannattavuus sai tukea nettomarginaalien kasvusta, jossa tosin oli huomattavaa maittaista vaihtelua. Pankkien nettomääräiset korkotuotot kasvoivat erityisen selvästi niissä maissa, joissa suurin osa

lainanannosta on vaihtuvakorkoista ja joissa pankkien varainhankintakustannuksen kasvu on ollut vähäisempää. Pankkien järjestämättömät lainat pysyivät vuoden 2023 toisella neljänneksellä alhaisella tasolla, mutta sekä yrityssektorin että vähittäiskauppasektorin maksuhäiriöasteet ovat jo alkaneet nousta, mikä enteilee järjestämättömien lainojen lisääntymistä edelleen. Pankkien riskinä saattaa olla varainhankintakustannusten nousu, jos muiden toimialojen riskit toteutuvat taloustilanteen jäädessä odotettua heikommaksi.

Lokakuussa 2023 yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen korot jatkoivat nousuaan myötäillen EKP:n ohjauskorkojen nostoja ja luotonantokriteerien tiukentumista.

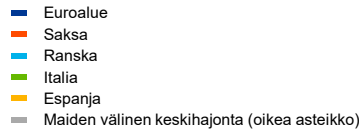
Heinäkuun 2022 alusta syyskuuhun 2023 EKP:n ohjauskorot nousivat nopeasti ja huomattavassa määrin, kaiken kaikkiaan 4,50 prosenttiyksikköä. Tämän myötä sekä yritysten että kotitalouksien lainakorot ovat nousseet jyrkästi kaikissa euroalueen maissa (kuvio 21). Uusien yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen pankkilainojen korot ovat nousseet korkeimmalle tasolleen lähes 15 vuoteen samalla, kun uusien lainojen myöntäminen on vähentynyt ja luotonantokriteerit ovat tiukentuneet. Alkaen toukokuusta 2022, jolloin EKP ei ollut vielä ilmoittanut nykyisen rahapolitiikan kiristymisjakson ensimmäisestä koronnostosta, yrityslainojen korot ovat nousseet noin 3,50 prosenttiyksikköä ja kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen korot noin 2,10 prosenttiyksikköä. Lokakuussa 2023 yrityslainojen korot nousivat 5,27 prosenttiin, kun ne syyskuussa olivat 5,09 %. Tämä nousu oli laaja-alaista kaikilla koronmääräytymisjaksoilla, ja suurinta se oli 1–5 vuoden koronmääräytymisjaksoilla. Pankkien kotitalouksille myöntämien uusien kulutusluottojen korot pysyivät pitkälti ennallaan ja olivat lokakuussa 7,90 %. ”Muiden kotitalouksille myönnettyjen lainojen” luokassa, joka sisältää myös yksinyrittäjille myönnettyt lainat, uusien lainojen korot nousivat lokakuussa 5,55 prosenttiin, kun ne syyskuussa olivat 5,38 %. Kotitalouksille myönnettyjen uusien asuntolainojen korot nousivat vain hieman: lokakuussa ne olivat 3,91 %, kun syyskuun taso oli 3,89 %. Korkojen nousuvauhdin hidastumisessa näkyy jo pitkään jatkunut rahapolitiikan kiristymisjakso sekä se, että uudelleen neuvoteltujen lainojen kasvavat määrät ovat laskeneet uusien lainojen korkoja joissakin euroalueen maissa.⁸ Koronnousu oli myös nopeampaa joustavakorkoisissa asuntolainoissa kuin kiinteäkorkoisissa lainasopimuksissa, joskin se vaihteli maittain. EKP:n [kuluttajaodotuksia selvittävän CES-kyselyn](#) lokakuun 2023 tulokset viittaavat siihen, että kuluttajat odottavat asuntolainakorkojen vakautuvan seuraavan vuoden aikana nykyistä hieman korkeammalle tasolle. Samalla ajanjaksolla suuri netto-osuus kyselyn vastaajista piti luotonantokriteereitä tiukkoina ja odotti asuntolainojen saamisen vaikeutuvan. Maiden välinen hajonta sekä yritysten että kotitalouksien lainakoroissa pysyi vähäisenä (kuvion 21 kohdat a ja b).

⁸ Näiden lainaneuvottelujen tarkoituksena on tehdä lainanottajalle helpommaksi hoitaa tulevat maksut ajallaan ja varmistaa, että lainantaja saa aikanaan lainansa takaisin.

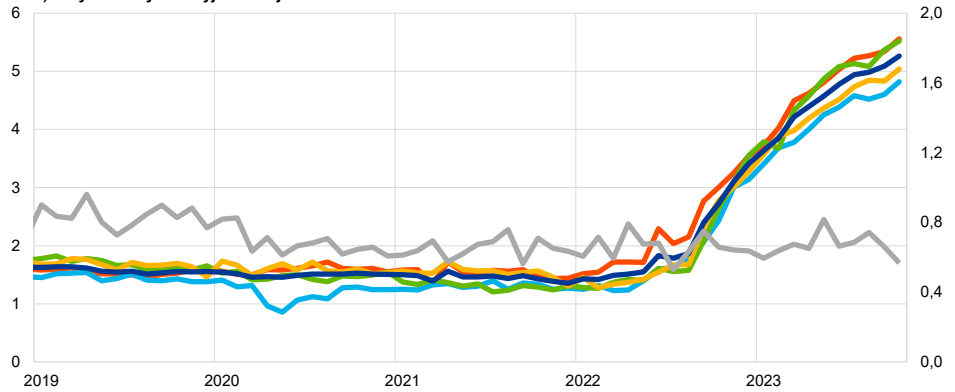
Kuvio 21

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorot joissakin maissa

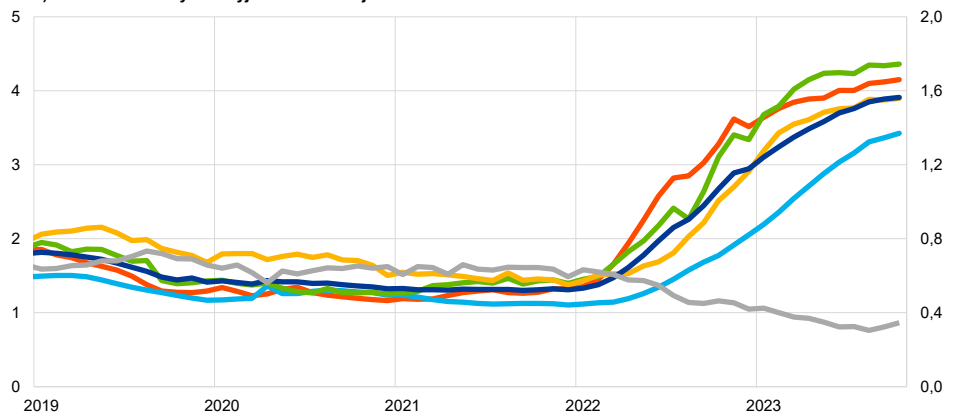
(prosentteja vuositasolla; keskihajonta)



a) Yrityksille myönnettyjen lainojen korot



b) Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen korot



Lähde: EKP.

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

Aikavälillä 14.9.–13.12.2023 sekä yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen että niiden osakerahoituksen kustannukset supistuivat merkittävästi.

Lokakuussa yritysten rahoituksen kokonaiskustannus eli pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen yhdistelmäkustannus oli suurimmillaan moneen vuoteen. Se kasvoi syyskuusta 0,11 prosenttiyksiköllä saavuttaen 6,54 prosentin tason, jolla se oli viimeksi ollut vuoden 2010 jälkipuoliskolla (kuvio 22).⁹ Yhdistelmäkustannuksen kasvu johtui pääasiassa lyhyt- ja pitkäaikaisen pankkilainanoton kustannuksen kasvusta. Koko tarkastelujaksolla 14.9.–13.12.2023 sekä osakerahoituksen että markkinaehtoisen velkarahoituksen

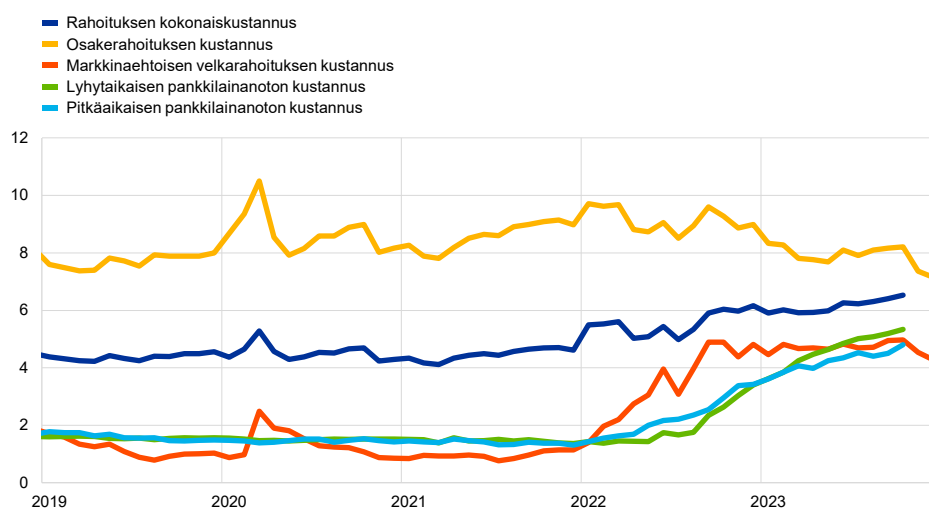
⁹ Pankkilainanoton kustannuksesta saatavien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannuksesta on saatavilla tietoja vain lokakuuhun 2023 asti.

kustannukset kuitenkin supistuivat. Osakerahoituksen kustannuksen supistumisen syynä oli sekä osakerahoituksen riskipreemion että pitkän riskittömän koron (jota edustaa 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko) lasku. Markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen supistuminen johtui lähes kokonaan riskittömän koron laskusta, sillä muiden yritysten kuin rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerot pysyivät kutakuinkin ennallaan (ks. osa 4).

Kuvio 22

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(prosentteja vuositasona)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu kuukausittaisista tiedoista pankkilainanoton (kuukausikeskiarvot), markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen (kuukausittaiset tiedot) kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrin perusteella. Tuoreimmat havainnot on päivätty 13.12.2023 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen ja osakerahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistiedot) sekä lokakuussa 2023 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

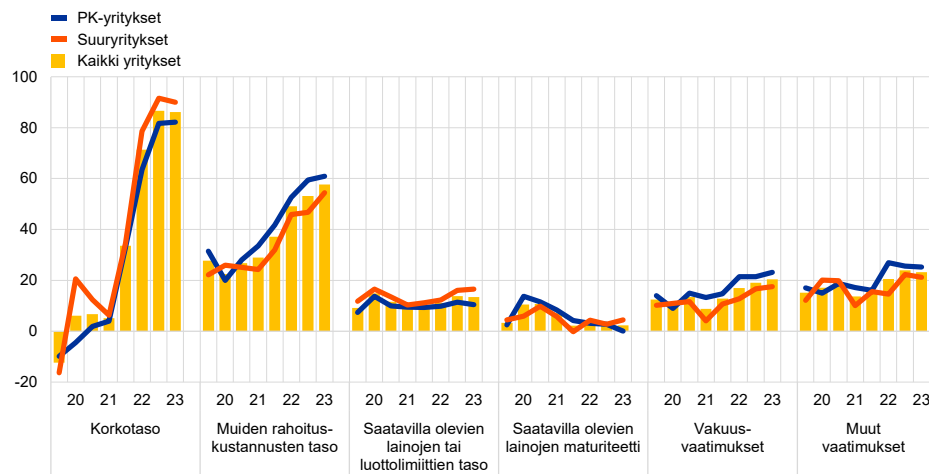
Yritysten rahoituksensaantia kartoittavan EKP:n kyselyn huhti–syyskuun 2023 jaksolla yritykset ilmoittivat edelleen pankkikorkojen nousseen yleisesti ja muiden pankkirahoituksen kustannusten kasvaneen.

Tuoreimmalla kyselyjaksolla 86 prosentin netto-osuus yrityksistä ilmoitti pankkikorkojen nousseen, kun vastaava osuus edellisellä jaksolla oli 87 % (kuvio 23). Samaan aikaan ennätyskellisen suuri 58 prosentin netto-osuus yrityksistä (edellisellä kyselyjaksolla 53 %) ilmoitti myös muiden rahoituskustannusten (eli palvelu- ja toimitusmaksujen sekä palkkioiden) kasvaneen. Pankkikorkojen noususta ilmoitettiin yleisimmin suuryritysten ryhmässä, kun taas pienet ja keskisuuret yritykset ilmoittivat useammin pankkilainanoton muiden kustannusten kasvaneen. Netto-osuus yrityksistä ilmoitti myös vakuusvaatimusten tiukentuneen. Rahoitusolojen kiristymisestä huolimatta vain harvat yritykset ilmoittivat esteistä pankkilainanotolle.

Kuvio 23

Muutokset euroalueen yritysten pankkirahoituksen ehdoissa

(nettomääräisiä prosenttiosuuksia vastaajista)



Lähde: Yritysten rahoituksensaantia koskeva EKP:n kysely.

Huom. PK-yrityksillä tarkoitetaan pieniä ja keskiuuria yrityksiä. Luvut perustuvat yrityksiin, jotka ovat hakeneet pankkilainoja (mukaan lukien subventoidut pankkilainat), luottolimiittejä tai pankkitiliin taikka luottokortin luottorajan ylityksiä. Nettomääräiset prosenttiosuudet ovat tietyn tekijän kasvusta ilmoittaneiden ja sen vähenemisestä ilmoittaneiden yritysten prosenttiosuuksien välinen erotus. Luvut ovat kyselyn jaksoilta 22–29 (lokakuusta 2019–maaliskuusta 2020 huhti–syyskuuhun 2023).

Yritykset ilmoittivat myös rahoitusvajeensa edelleen kasvaneen jonkin verran ja odottivat useimpien ulkoisten rahoituslähteiden saatavuuden heikkenevän tulevaisuudessa.

Euroalueella ulkoisen rahoitusvajeen – eli ulkoisen rahoituksen tarpeen muutoksen ja sen saatavuuden muutoksen välisen eron, kun kaikki rahoitusinstrumentit otetaan huomioon – suuruudeksi ilmoitettiin 8 % (edellisellä kyselyjaksolla 6 %). Rahoitusvajeen kasvusta ilmoittaneiden yritysten osuus oli suuryrityksissä suurempi kuin PK-yrityksissä, mikä liittyy siihen, että suuryritysten rahoitustarpeet ovat useimmissa rahoitusinstrumenteissa suuremmat. Yritysten tulevaisuudenodotukset ovat hieman aiempaa pessimistisemmät, mitä tulee ulkoisen rahoituksen saatavuuteen seuraavan puolen vuoden aikana. Pankkien luotonantotilanteen jatkuva kiristyminen näkyy siinä, että 18 prosentin netto-osuus yrityksistä odottaa pankkilainojen saatavuuden heikkenevän edelleen seuraavan puolen vuoden aikana; luottolimiittien osalta vastaava netto-osuus oli 15 % ja velkapapereiden osalta 17 %. Sekä pankkilainojen että luottolimiittien saatavuuden heikkenemistä odottavien yritysten osuus oli suurempi PK-yrityksissä kuin suuryrityksissä. Sen sijaan niiden yritysten osuus, jotka odottivat velkapaperien saatavuuden heikkenevän, oli suurempi suuryrityksissä kuin PK-yrityksissä.

Yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvu muuttui lokakuussa 2023

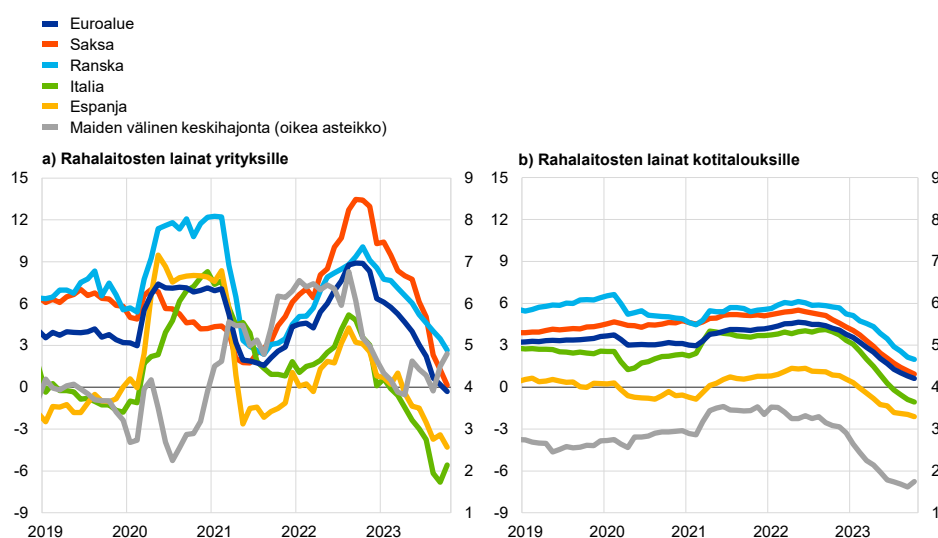
negatiiviseksi. Näiden lainojen kasvuvauhti laantui lokakuussa -0,3 prosenttiin, kun se syyskuussa oli 0,2 % (kuvion 24 kohta a), joskin eri maturiteettien ja maiden välillä oli huomattavaa vaihtelua. Hidastumisesta näkyi sekä lainojen kysynnän että niiden tarjonnan jyrkkä supistuminen. Kysynnän väheneminen johtui osittain lainakorkojen noususta ja sen aiheuttamista kulutussuunnitelmien leikkauksista, ja tarjonnan supistumisen taustalla taas oli luotonantokriteerien tiukentuminen entisestään vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä. Lyhyen aikavälin kasvu pysyi vaisuna, mikä näkyy siinä, että kuukausittaiset virrat olivat keskimäärin negatiiviset lokakuuhun päättyvällä kolmen kuukauden jaksolla. Kotitalouksille suunnatun

luotonannon vuotuinen kasvuvauhti, joka syyskuussa oli 0,8 %, hidastui lokakuussa 0,6 prosenttiin (kuvion 24 kohta b) negatiivisen asuntomarkkinakehityksen, luotonantokriteerien jatkuvan kiristymisen ja lainakorkojen nousun myötä. Hidastumisen tärkeimpänä taustatekijänä oli asuntolainojen ja yksityisyrityksille myönnettyjen lainojen kehitys, kun taas kulutusluottojen kehitys pysyi vankempana luotonantokriteerien tiukentumisesta ja kuluttajien luottamuksen heikkenemisestä huolimatta. Lyhyen aikavälin kehityksessä ei kolmen viime kuukauden aikana näy juuri lainkaan uutta nettoluotonantoa.

Kuvio 24

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuisia prosenttimuutoksia; keskihajonta)



Lähde: EKP.

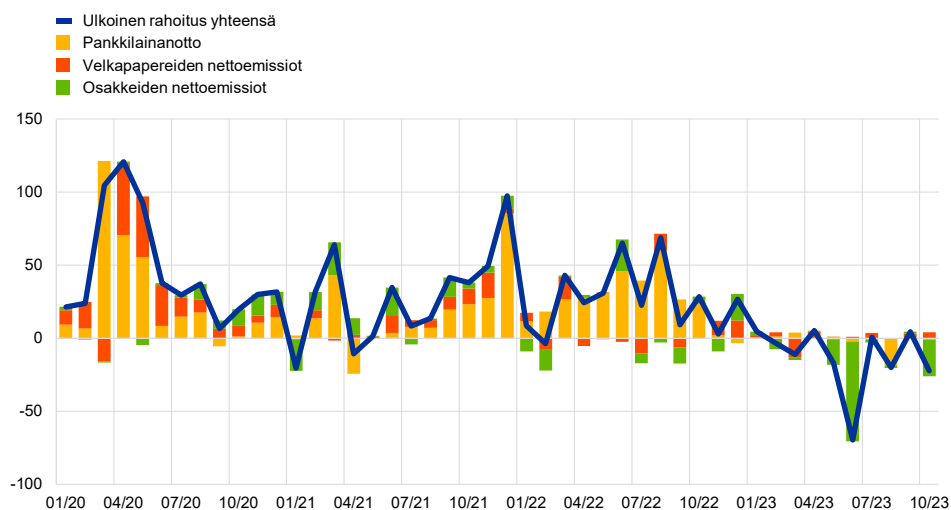
Huom. Rahalaitosten lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus; yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu myös laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen keskihajonta lasketaan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

Euroalueen yritysten nettomääräisen ulkoisen rahoituksen kasvu oli vuoden 2023 kolmannella neljänneksellä ja lokakuussa heikkoa erityisesti velkarahoituksen vähäisyyden vuoksi. Nettomääräisen ulkoisen rahoituksen vuotuinen kasvuvauhti hidastui lokakuussa -0,7 prosenttiin, kun se kesäkuussa 2023 oli 0,5 % (kuvio 25). Aiemmistä heikon lainakehityksen jaksoista poiketen yritysten joukkolainojen liikkeeseenlasku ei kompensoinut pankkilainojen kasvun hidastumista. Osakkeiden liikkeeseenlasku oli yleisesti vaisua, ja yritykset pyrkivät myös tukemaan osakkeenomistajien saamaa tuottoa osakkeiden takaisinostoilla.

Kuvio 25

Euroalueen yritysten nettomääräinen ulkoinen rahoitus

(kuukausitasolla, mrd. euroa)



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

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

Varojen siirtäminen yön yli -talletuksista määräaikaistalletuksiin jatkuu

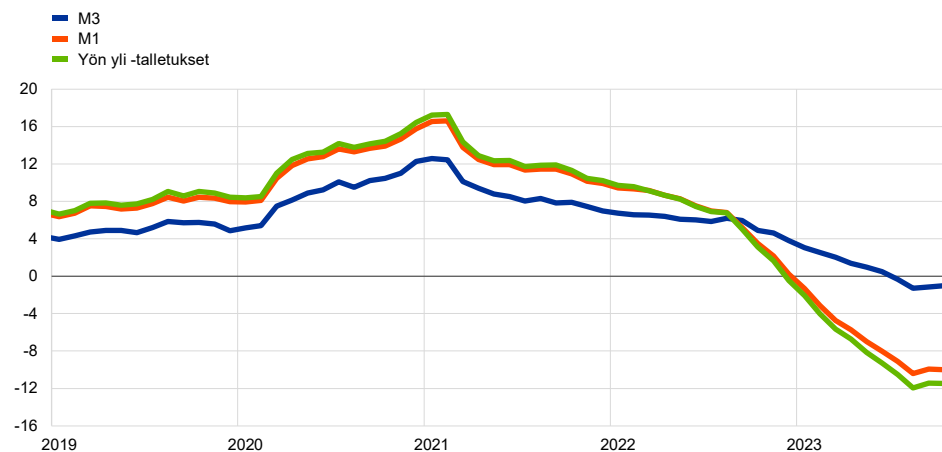
lokakuussa. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui lokakuussa edelleen kaksinumeroista tahtia -11,5 prosenttiin syyskuun -11,4 prosentista (kuvio 26).

Korkojen noususta on seurannut määräaikaistalletusten ja yön yli -talletusten välille suuri ja kasvava tuottoero, sillä aiempien rahapolitiikan kiristymisjaksojen tavoin yön yli -talletusten korot ovat nytkin mukautuneet ohjaukorkojen muutoksiin hitaammin kuin määräaikaistalletusten korot. Tämä on kasvattanut likvidien varojen hallussapidon vaihtoehtokustannusta ja saanut aikaan varojen käynnissä olevan siirtämisen yön yli -talletuksista määräaikaistalletuksiin. Kotitalouksien varojen siirtäminen yön yli -talletuksista määräaikaistalletuksiin kasvoi lokakuussa suurimmilleen sitten kiristymisjakson alun. Yritykset siirsivät varojaan näiden kahden instrumentin välillä nopeampaan tahtiin, kuten vuoden 2023 alkupuoliskollakin.

Kuvio 26

M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen kasvuvauhti, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2023.

Lokakuussa 2023 rahan määrän kasvu laantui edelleen ja oli vuositasolla lähellä viime aikojen pohjalukemiaan, mikä johtui suurista vaihtoehtokustannuksista, luotonannon kasvun hitaudesta ja eurojärjestelmän taseen supistumisesta. Lavean raha-aggregaatin (M3)

vuotuinen kasvuvauhti nopeutui lokakuussa hieman -1,0 prosenttiin, kun se syyskuussa oli -1,2 % (kuvio 26). Suppean raha-aggregaatin (M1) vuotuinen kasvu hidastui kaksinumeroista tahtia, kun sijoitusten siirrot voimistivat rahan määrän yleistä heikkenevää kehityssuuntaa. Lokakuussa M1:n vuotuinen kasvu oli -10,0 % eli hieman hitaampaa kuin syyskuussa (-9,9 %). Edellisten kuukausien tavoin eurojärjestelmän taseen supistuminen ja rahaa hallussa pitävän sektorin tekemät pankkien joukkolainojen ostot vaikuttivat edelleen supistavasti rahan määrän kehitykseen. Lisäksi TLTRO-operaatioissa lainattujen varojen takaisinmaksut ja likvidien varojen hallussapidosta tallettajille koituvan vaihtoehtokustannuksen kasvu ovat saaneet pankit laskemaan liikkeeseen maturiteetiltaan pitempiä joukkolainoja, jotka eivät sisälly M3:een. Samaan aikaan rahan määrän kehitystä ovat yhä enemmän tukeneet pankkien ja ulkomaisten sijoittajien tekemät valtion joukkolainojen ostot, jotka ovat tuoneet järjestelmään uutta rahaa, sekä kasvava vaihtotaseen ylijäämä, joka lisää rahan sisäänvirtausta euroalueen ulkopuolelta.

Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän oletetaan kohentuneen jonkin verran vuonna 2023, ja vuonna 2024 sen odotetaan edelleen jossakin määrin kohenevan. Vuosina 2025 ja 2026 kohenemisen arvioidaan jatkuvan vain vähäisenä. Kutakuinkin tämän kehityksen mukaisesti euroalueen finanssipolitiikan mitoitus kiristyi todennäköisesti jonkin verran vuonna 2023, ja sen odotetaan kiristyvän merkittävämmän vuonna 2024. Vuosille 2025–2026 odotetaan enää hyvin lievää kiristymistä. Euroalueen velan BKT-suhteen ennustetaan supistuvan vain hienoisesti arviointijaksolla niin, että oltuaan arviolta 89 % vuonna 2023 se olisi noin 88 % vuonna 2026. Tässä näkyy pandemiahuipun jälkeisen supistumisen hidastuminen. Energiakriisin hellittäessä valtioiden tulisi vähentää siihen liittyviä tukitoimiaan entisestään. Tämä on välttämätöntä, jotta voidaan välttää inflaatiopaineiden kasvattaminen keskipitkällä aikavälillä, mikä muutoin vaatisi vielä tiukempia rahapolitiittisia toimia. Finanssipolitiikalla olisi pyrittävä kasvattamaan euroalueen talouden tuottavuutta ja supistamaan vähitellen suurta julkista velkaa. On tärkeää, että jäsenvaltiot sopivat ripeästi EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamisesta.

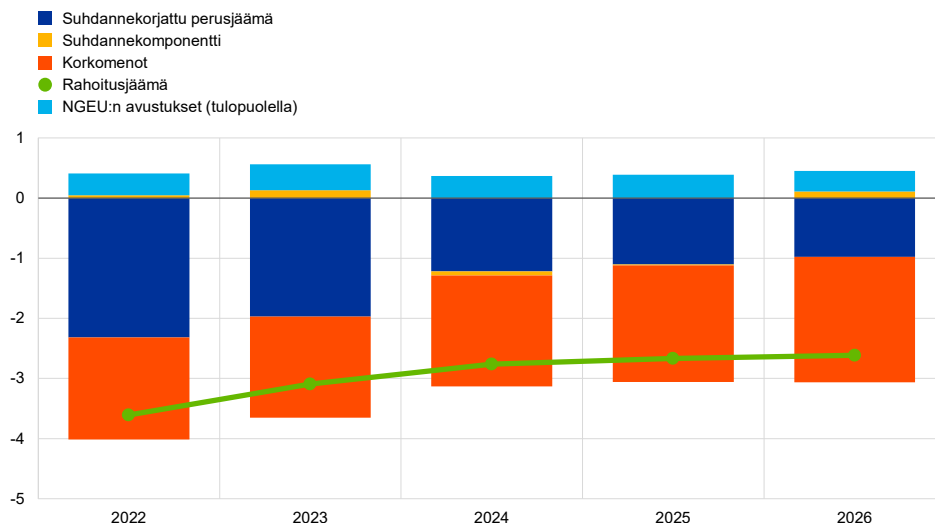
Euroalueen talousnäkyimiä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä kohenee hitaasti koko ennustejaksolla.¹⁰ Arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä on supistunut 3,1 prosenttiin BKT:stä vuonna 2023 ja supistuu sitten edelleen 2,8 prosenttiin vuonna 2024, 2,7 prosenttiin vuonna 2025 sekä 2,6 prosenttiin BKT:stä vuonna 2026 (kuvio 27). Tämän kehityksen takana odotetaan olevan ennen kaikkea negatiivisten suhdannekorjattujen perusjäämien pieneneminen, kun taas suhdannekomponentin odotetaan pysyvän arviointijaksolla melko vakaana. Korkomenojen arvioidaan kasvavan arviointijaksolla hieman, mutta kasvu jää markkinakorkojen nousuun verrattuna maltilliseksi. Koronnousu välittyi korkomenoihin näet hitaasti, sillä valtionvelan jäljellä olevien maturiteettien pituus on euroalueella tällä hetkellä keskimäärin hiukan alle 8 vuotta (kun se vuonna 2015 oli 6,5 vuotta). Suhdannekorjatun perusjäämän supistuminen, joka painottuu vuosiin 2023 ja 2024, johtuu pääasiassa valtion finanssipoliittisten tukitoimenpiteiden purkamisesta energiasokin ja nopean inflaation laantuessa. Näiden toimenpiteiden arvioidaan nyt olleen euroalueen tasolla laajuudeltaan 1,3 % BKT:stä vuonna 2023, mutta ne supistuvat merkittävästi vuonna 2024 ja ovat silloin 0,4 % BKT:stä sekä vuosina 2025 ja 2026 noin 0,1 % BKT:stä. Tämän suhdannekorjatun perusjäämän kohenemisen taustalla on myös Saksan liittotasavallan perustuslakituomioistuimen äskettäinen ratkaisu, joka koski hätäluottojen käyttöä ja sen vaikutusta ns. velkajarruun. Tästä vaikutuksesta esiintyy kuitenkin edelleen epävarmuutta, koska Saksan vuoden 2024 talousarvio ei vielä ole valmistunut.

¹⁰ Ks. EKP:n verkkosivustolla 14.12.2023 julkaistut [euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(joulukuu 2023\)](#).

Kuvio 27

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2023 arviot.

Huom. Suhdannekorjatusta perusjäämästä on puhdistettu Next Generation EU -rahaston avustukset tulopuolelta. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin (mukaan lukien Kroatia).

EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2023 arvioihin verrattuna rahoitusjäämä on vuonna 2023 hieman eli 0,1 prosenttiyksikköä suurempi, vuonna 2024 ennallaan ja vuonna 2025 jonkin verran eli 0,3 prosenttiyksikköä suurempi.

Nämä korjaukset johtuvat suhdannekomponentin tarkistuksesta ylöspäin koko arviointijaksolla (0,4 prosenttiyksiköllä vuotta kohti). Vuosina 2023 ja 2024 tämän tarkistuksen vaikutuksen kompensoi lähes täysin suhdannekorjatun perusjäämän epäsuotuisampi kehitys. Vuonna 2025 kuitenkin suhdannekomponentin tarkistus ylöspäin kompensoituu enää vähäisessä määrin. Korkomenojen vaikutus pysyy ennallaan arviointijaksolla.

Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan kiristyvän jonkin verran ennustejaksolla, tuntevimmin vuonna 2024.¹¹ Suhdannekorjatun perusjäämän vuosimuutos, josta on puhdistettu NGEU-ohjelmasta maille myönnetty avustukset, viittaa siihen, että vuosina 2023–2024 euroalueen finanssipolitiikka kiristyy yhteensä merkittävästi, kun suuri osa vuonna 2022 käyttöön otetuista energia- ja inflaatiotukitoimista päättyy. Jos kuitenkin otetaan huomioon aiemmat tukitoimet, mukaan lukien pandemian alkuvaiheen toimet vuonna 2020 sekä viimeaikaisemmat energia- ja inflaatiolosokkien takia toteutetut toimenpiteet, euroalueen finanssipoliittisten tukien odotetaan pysyvän pitkälti kasvua tukevalla tasolla koko

¹¹ Finanssipolitiikan mitoituksen taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mitoituksen mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä, josta on poistettu valtion finanssisektorille antama tuki. Koska NGEU:n talousarviosta maksettujen NGEU-avustusten tuottamat suuremmat julkisen talouden tulot eivät vaikuta kysyntää supistavasti, suhdannekorjatusta perusjäämästä on tässä yhteydessä poistettu kyseiset tulot. Tarkempia tietoja euroalueen finanssipolitiikan mitoituksesta on *Talousskatsumuksen 4/2016* artikkelissa "[The euro area fiscal stance](#)".

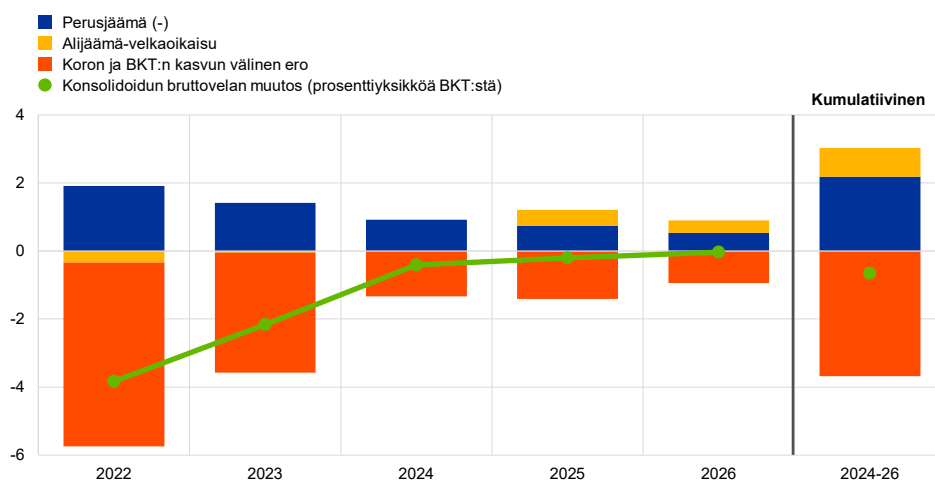
arviointijaksolla. Finanssipolitiikan mitoituksen odotettu lievä kiristyminen vuosina 2025 ja 2026 ei juuri muuta tätä kokonaisarviota.

Euroalueen velan BKT-suhteen arvioidaan pysyvän pandemiaa edeltäneen tasonsa yläpuolella ja supistuvan vain vähitellen niin, että kun se vuonna 2023 oli tasoltaan 88,7 %, vuonna 2026 se olisi 88,1 %. Vuonna 2020 velkasuhde kasvoi noin 13 prosenttiyksiköllä noin 97 prosenttiin, mutta sen jälkeen se on asteittain supistunut. Tarkastelujaksolla supistumisen odotetaan jatkuvan, joskin merkittävästi hitaampana. Arvioitu supistuminen perustuu korkojen ja BKT:n nimellisen kasvuvauhdin välisten erojen kaventumiseen mutta pysymiseen edelleen negatiivisina. Niiden vaikutuksen osittain kompensoivat jatkuvat perusjäämät sekä odotetut positiiviset alijäämä-velkakoikaisu arviointijakson jälkipuoliskolla (kuvio 28).

Kuvio 28

Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteja BKT:stä, ellei toisin ilmoiteta)



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

Energiasokin hellittäessä valtioiden olisi edelleen purettava siihen liittyviä tukitoimiaan. Tämä on välttämätöntä, jotta voidaan välttää inflaatiopaineiden kasvattaminen keskipitkällä aikavälillä, mikä muutoin vaatisi vielä tiukempia rahapoliittisia toimia. Euroryhmä kehotti 7.12. antamassaan lausunnossa niitä jäsenvaltioita, joilla on edelleen merkittäviä toimenpiteitä käytössä, luopumaan niistä mahdollisimman pian vuonna 2024 ja käyttämään näin syntyvät säästöt alijäämänsä supistamiseen. Euroryhmä katsoi, että vaikka politiikan on pysyttävä joustavana vallitsevan epävarmuuden vuoksi, koko euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen olisi asianmukaista olla tiukka vuonna 2024, jotta voitaisiin lujittaa julkisen talouden kestävyttä ja välttää ruokkimasta inflaatiopaineita. Tämän lisäksi on tärkeää, että finanssipolitiikalla pyrittäisiin kasvattamaan euroalueen talouden tuottavuutta ja supistamaan vähitellen suurta julkista velkaa. Tämä onnistuu parhaiten, jos käytävissä on tehokas EU:n talous- ja finanssipolitiikan koordinointi- ja valvontajärjestelmä. EKP antoi 5.7.2023 lausunnon ehdotuksesta unionin talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamiseksi ja kehotti siinä EU:n lainsäätäjiä

sopimaan talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamisesta mahdollisimman pian ja viimeistään vuoden 2023 loppuun mennessä.¹²

¹² EU:n neuvosto pääsi 21.12.2023 – siis tässä Talouskatsauksen numerossa käsitellyn EKP:n neuvoston joulukuun kokouksen jälkeen -- sopuun EU:n talouspolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamishdotuksesta, joka avaa väylän komission, neuvoston ja Euroopan parlamentin välisille kolmikantaneuvotteluille.

Kehikot

1 Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteet ja maailmanmarkkinoiden reaktiot Yhdysvaltojen rahapolitiikkaan

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu ja Peter McQuade

Yhdysvaltojen valtion joukkolainojen markkinat ovat maailman suurimmat ja likvideimmät valtioarvopaperimarkkinat. Yhdysvaltojen valtion rahoitukseen käytettävien arvopaperien liikkeeseen laskettu kanta on yli 25 biljoonaa dollaria, ja niillä on keskeinen tehtävä Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikan toteuttamisessa. Lisäksi Yhdysvaltojen valtion joukkolainojen tuottoa käytetään keskeisenä viitearvona sekä Yhdysvaltojen yksityisen sektorin rahoituksessa että kansainvälisillä markkinoilla. Siksi näiden markkinoiden likviditeettitilanteen muutoksilla voi olla huomattavia vaikutuksia kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin.

Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetti on viime aikoina heikentynyt useiden tekijöiden yhteisvaikutuksesta. Kuvio A (kohta a) osoittaa joukkolainamarkkinoiden likviditeetin kehitystä eräissä kehittyneissä talouksissa, ml. Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinat, mitattuna ns. spline-tuottoerolla (spline spread) eli tuottokäyrän keskimääräisellä mallivirheellä. Tämä tuottoero kuvaa joukkolainamarkkinoilla olevien arbitraasitilaisuuksien suuruutta siten, että suurempi arvo liittyy markkinoiden heikompaan likviditeettiin.¹³ Viime vuosina Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden sujuvaan toimintaan on kohdistunut haasteita useaan otteeseen – erityisesti maaliskuussa 2020 pandemian alkuvaiheessa. Nyttemmin rahapolitiikan kiristymisen (mukaan lukien Yhdysvaltojen keskuspankin valtionlainahankintojen supistuminen, jota kuvataan sinisellä viivalla kuvion A kohdassa b, sekä inflaatioon ja talouskasvuun liittyvän epävarmuuden lisääntyminen ovat todennäköisesti osaltaan heikentäneet markkinoiden likviditeettiä ja lisänneet sekä Yhdysvaltojen että globaalien valtion joukkolainamarkkinoiden herkkyyttä uudelle informaatiolle.¹⁴

¹³ Likviditeetti on myös käänteisessä korrelaatiossa volatilitettiin, sillä markkinatakaajat kasvattavat osto- ja myyntinoteeraustensa välistä eroa ja pienentävät tarjoustensa kokoa hallitakseen positioihin liittyvää riskiä voimakkaan volatilitietin olosuhteissa. Ks. M.Fleming, "How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?", *Liberty Street Economics*, 17.10.2023.

¹⁴ Ks. lisätietoja tämänhetkisen heikon likviditeetin taustatekijöistä julkaisusta [Quarterly Review](#), Bank for International Settlements (BIS), syyskuu 2023; [Global Financial Stability Review](#), IMF, lokakuu 2023, luku 1; ja D. Duffie, "Dealer Capacity and US Treasury market functionality", *BIS Working Papers* - julkaisusarjan nro 1138, BIS, lokakuu 2023.

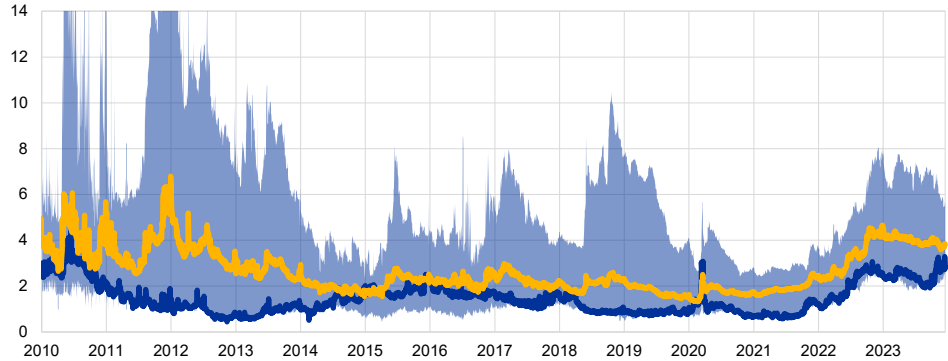
Kuvio A

Valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetin kehitys

a) Yhdysvaltojen ja eräiden muiden keskeisten kehittyneiden talouksien valtion joukkolainojen splini-tuottoerot

(prosentteja)

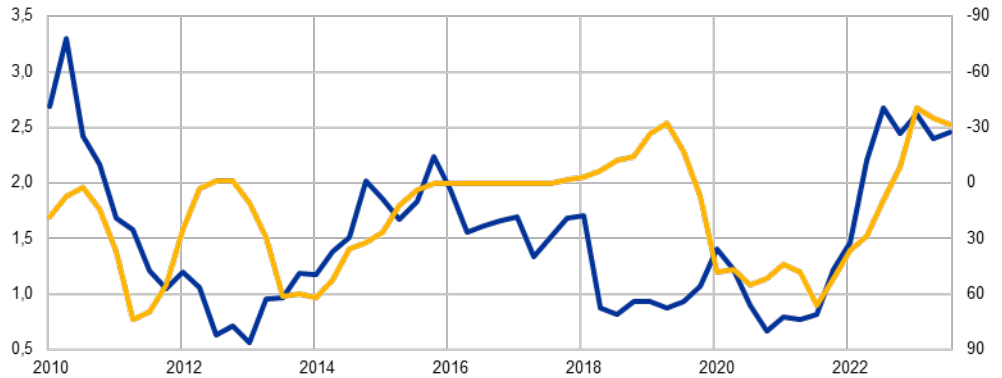
■ Yhdysvaltojen valtion joukkolainat
■ Kehittyneiden talouksien keskiarvo
■ Kehittyneiden talouksien vaihteluväli



b) Yhdysvaltojen valtion joukkolainojen splini-tuottoerot ja keskuspankin valtionlainahankinnat

(vasen asteikko: indeksin arvot; oikea asteikko: prosentteja (käänteinen))

■ Yhdysvaltojen keskuspankin hankkima osuus nettoemissioista (oikea asteikko)
■ Yhdysvaltojen valtionlainojen likviditeetti-indeksi



Lähteet: Bloomberg, Haver ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohta a: tuottokäyrän splini-tuottoero mittaa tuottokäyrän todellisten havaintojen ja cubic-spline-menetelmällä interpoloitujen arvojen poikkeaman itseisarvojen summaa. Tämä indikaattori tunnistaa arbitraasitilaisuuksien olemassaolon, joka kuuluu epälikvidien markkinoiden piirteisiin, ja on yksi monista markkinoiden likviditeetin indikaattoreista, jotka tyypillisesti korreloivat voimakkaasti keskenään. Tuottoeron kasvu tarkoittaa heikompa likviditeettiä. Muut kehittyneet taloudet ovat Espanja, Italia, Iso-Britannia, Japani, Kanada, Ranska ja Saksa. Vuosina 2011–2012 splini-tuottoero oli suurimmillaan 0,25 prosenttiyksikköä, mutta tämä on luettavuuden vuoksi jätetty kuvion ulkopuolelle. Kohdassa b kuvatut nettoemissioihin kohdistuvat Yhdysvaltojen keskuspankin velkakirjaostot on laskettu neljän vuosineljänneksen keskiarvona. Likviditeetti-indeksi kuvaa kaikkien jäljellä olevalta juoksuajaltaan vähintään yhden vuoden pituisten Yhdysvaltojen valtion velkasitoumusten ja joukkolainojen keskimääräistä tuottokäyrämallin virhettä. Oikea asteikko on käänteinen, joten korkeampi luku tarkoittaa valtionlainahankintojen supistumista.

Tuoreimmat havainnot: kohdassa a 15.12.2023 ja kohdassa b vuoden 2023 kolmas neljännes.

Myös vipurahastojen toimet Yhdysvaltojen valtionlainafutuuriin markkinoilla saattavat voimistaa markkinoiden herkkyyttä uudelle tiedolle. Vipurahastojen

nettomääräiset lyhyksimyntipositiot Yhdysvaltojen valtionlainafutuuriin markkinoilla ovat kasvaneet historiallisen suuriksi, noin 650 miljardiin Yhdysvaltain dollariin, josta 300 miljardia kohdistuu kahden vuoden maturiteettiin (kuvio B).¹⁵ Tämä saattaa liittyä eri kaupankäyntistrategioihin, kuten spot- ja futuurisopimusten

¹⁵ Vipurahastot ovat tyypillisesti hedgerahastoja, jotka strategiansa osana voivat ottaa position markkinoiden kehityssuunnasta tai hyödyntää eri markkinoiden välisiä arbitraasitilanteita. Lyhyksimyntipositio joukkolainafutuuriin on voitollinen, jos joukkolainan hinta laskee.

välisen arbitraasin hyödyntämiseen (ns. basis trade) tai koronnostoja koskeviin veikkauksiin.¹⁶ Vaikka tällainen toiminta voi periaatteessa ylläpitää spot-valtionlainamarkkinoiden likviditeettiä, on myös esitetty, että se saattaa toisinaan pahentaa markkinoiden herkkyttä.¹⁷

Kuvio B

Vipurahastojen spekulatiiviset positiot Yhdysvaltojen valtionlainafutuureissa

Nettopositiot Yhdysvaltojen valtionlainafutuureissa

(mrd. Yhdysvaltain dollaria)



Lähteet: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio havainnollistaa vipurahastojen yhteenlaskettuja nettopositiota Yhdysvaltojen valtion kahden, viiden ja kymmenen vuoden joukkolainoissa. Nettopositiolla tarkoitetaan pitkien positioiden arvoa vähennettynä lyhyiden positioiden arvolla.

Tuorein havainto: 15.12.2023

Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokkien vaikutukset joukkolainojen hintoihin saattavat vaihdella Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteiden mukaan.

Empiirisessä analyysissä tarkastellaan, voisiko Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoilla vallitsevilla olosuhteilla olla merkitystä sen kannalta, miten voimakkaasti Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokit vaikuttavat joukkolainamarkkinoihin. Empiirisessä kehikossa keskitytään Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokkien vaikutukseen, koska ne ovat tavallisesti keskeinen globaalien rahoitusolojen taustatekijä. Lokaalien projektoiden menetelmiä käyttäen tutkitaan, miten joukkolainamarkkinoilla näkyvät vaikutukset vaihtelevat Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteiden mukaan. Analyysin kohteena on kaksi erityyppistä tilariippuvuutta. Ensimmäisessä lähestymistavassa tarkastellaan, miten Yhdysvaltojen rahapolitiikan vaikutus vaihtelee Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeettitilanteen mukaan. Likviditeettitilannetta mitataan splini-tuottoerolla, joka tarkoittaa tuottokäyrän todellisten havaintojen ja interpoloidun splinikäyrän eroa (ks. kuvio A). Toisessa lähestymistavassa tarkastellaan,

¹⁶ Basis trade -strategiassa myydään lyhyeksi valtionlainafutuuria, ostetaan vastaavaa valtionlainaa ja lainataan varat kauppaan repomarkkinoilta. Se on aiemmin yhdistetty "dash for cash" -ilmiönä tunnettuun Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinan likviditeetin ankaraan heikkenemiseen maaliskuussa 2020. Ks. A. Vissing-Jorgensen, "The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 124, marraskuu 2021, s. 19–47, ja S. Schrimpf, H. S. Shin ja V. Sushko, "Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis", *BIS Bulletin*, nro 2, BIS, huhtikuu 2020.

¹⁷ Herkkyyden lisääntyminen saattaa liittyä esimerkiksi siihen, että tällaisissa kaupankäyntistrategioissa hyödynnetään usein voimakasta velkavipua ja ne ovat alttiita repokorkojen ja futuurien vakuusvaatimusten muutoksille. Ks. myös F. Avalos ja V. Sushko, "Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures", *BIS Quarterly Review*, BIS, syyskuu 2023, kehikko A; D. Barth, R. J. Kahn ja R. Mann, "Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade "Back"?", *FEDS Notes*, Yhdysvaltojen keskuspankin johtokunta, elokuu 2023.

vaihtelee Yhdysvaltojen rahapolitiikan vaikutus sen mukaan, miten suuria nettopositiota vipurahastot ovat ottaneet Yhdysvaltojen valtion joukkolainafutuureissa (ks. kuvio B). Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokit on tunnistettu etumerkkirajoitteisella päivittäisellä bayesilaisella vektoriautoregressiomallilla (BVAR), ja ne on kalibroitu vastaamaan keskimäärin 0,10 prosenttiyksikön suuruista nousua Yhdysvaltojen valtion 10 vuoden joukkolainan tuotossa yhden viikon aikana.¹⁸ Lokaalien projektoiden estimoinnissa on otettu huomioon osakemarkkinoiden volatiliiteetti ja talouskasvu, ja malliin sisältyy apumuuttuja pandemiajakson kontrolloimiseksi.

Analyysin perusteella Yhdysvaltojen rahapolitiikan muutoksilla on suurempi vaikutus olosuhteissa, joissa markkinoiden likviditeetti on heikko tai vivutetut lyhyeksimyntipositiot ovat korkealla tasolla. Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokin vaikutus Yhdysvaltojen valtion 2 vuoden joukkolainan tuottoon on suurempi olosuhteissa, joissa Yhdysvaltojen valtionlainamarkkinoiden likviditeettitilanne on verrattain heikko (kuvio C, kohta a).¹⁹ Havainto on sopusoinnussa aiempien tutkimusten kanssa, joiden perusteella rahoitusmarkkinoiden herkkyys tiedolle näyttää lisääntyvän likviditeetin ollessa rajallista.²⁰ Vastaavasti Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokin vaikutus Yhdysvaltojen valtion 2 vuoden joukkolainan tuottoon on tyypillisesti suurempi silloin, kun vipurahastoilla on verrattain suuret nettomääräiset lyhyeksimyntipositiot Yhdysvaltojen valtion joukkolainafutuureissa (kuvio C, kohta b).²¹ Estimoitujen vaikutusten 68 prosentin luottamusvälit ovat keskenään osittain päällekkäiset, mikä viittaa siihen, että vaikka markkinoiden sokkiherkkyys vaihtelee tilojen välillä, vaikutusten ero ei ole aina merkittävä.

¹⁸ Ks. lisätietoja päivittäisestä BVAR-mallista artikkelista L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder, ja I. Van Robays, "What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk", *Working Paper* -julkaisusarja, nro 2560, EKP, toukokuu 2021.

¹⁹ Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokki, jonka vaikutus vastaa 0,10:tä prosenttiyksikköä Yhdysvaltojen 10 vuoden joukkolainan tuotossa, saa Yhdysvaltojen valtion 2 vuoden joukkolainojen tuoton nousemaan noin 0,13 prosenttiyksiköllä heikossa likviditeettitilanteessa ja noin 0,07 prosenttiyksiköllä verrattain hyvässä likviditeettitilanteessa.

²⁰ Ks. esim. R. Guimaraes, G. Pinter ja J. C. Wijnandts, "The liquidity state-dependence of monetary policy transmission", *Staff Working Papers*, nro 1045, Bank of England, lokakuu 2023; N. de Vette, B. Klaus, S. Kördel ja A. Sowiński, "Why market and funding liquidity matter and how they interact", *Financial Stability Review*, EKP, toukokuu 2023, erikoisartikkeli A, osa 2; ja T. Adrian ja H. S. Shin, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, nro 1, Federal Reserve Bank of New York, tammi-helmikuu 2008.

²¹ Estimaattien mukaan kahden vuoden joukkolainan tuotto nousee noin 0,12 prosenttiyksikköä rahapolitiikkasokin vaikutuksesta, jos vipurahastojen nettomääräiset lyhyet positiot ovat korkealla tasolla, ja noin 0,09 prosenttiyksikköä, jos ne ovat verrattain maltilliset.

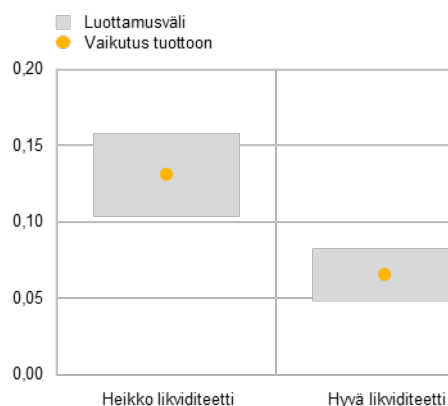
Kuvio C

Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokin vaikutus Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteiden mukaan

Estimoitu vaikutus Yhdysvaltojen kahden vuoden joukkolainan tuottoon seuraavien tekijöiden mukaan:

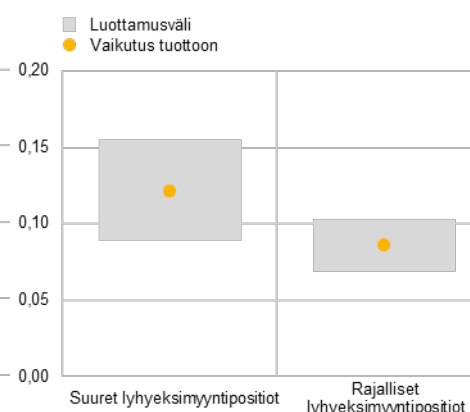
a) Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetti

(prosenttiyksikköjä)



b) Nettomääräiset lyhyet positiot Yhdysvaltojen valtion joukkolainoissa

(prosenttiyksikköjä)



Lähteet: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Keltaiset täplät edustavat Yhdysvaltojen kaksivuotisten joukkolainojen keskimääräistä estimoitua vastetta rahapolitiikkasokkiin. Sokki vastaa noin 0,10 prosenttiyksikön nousua Yhdysvaltojen valtion 10 vuoden joukkolainan tuotossa yhden viikon aikana, ja se on estimoitu päivittäisellä BVAR-mallilla, jossa käytetään etumerkkiä ja suhteellista voimakkuutta koskevia rajoitteita. Impulssivasteet on kuvattu sokin tapahtumahetkellä ja ne on estimoitu tilariippuvien lokaalien projektioiden menetelmällä, jota on kuvattu artikkelissa V. Ramey ja S. Zubaity, "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy*, Vol. 126(2), huhtikuu 2018, s. 850–901. Mallissa tilasiirtymä-parametrien gamman oletetaan olevan 2. Estimoinnissa on käytetty viikkotasoa tietoja ajanjaksolta 2010–2023 ja siinä on otettu huomioon talouskasvu, rahoitusensaantiolot, korot ja markkinoiden epävarmuus (mitattuna Citigroup Economic Surprise -indeksillä, 10 ja 2 vuoden Yhdysvaltojen valtion joukkolainojen tuottoerolla, rahoitusolaindeksi sekä VIX- ja MOVE-volatiliteettiindeksit), ja siihen sisältyy koronakriisin puhkeamista helmikuukokuussa 2020 kuvaava apumuuttuja. Tilojen määrittämisen perustana Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetti (kohta a) ja vipurahastojen nettopositiot Yhdysvaltojen valtion joukkolainafutuuressa (kohta b). Varjostettu alue kuvaa Newey-West-keskivirheeseen perustuvaa 68 prosentin luottamusväliä.

Tuorein havainto: syyskuu 2023.

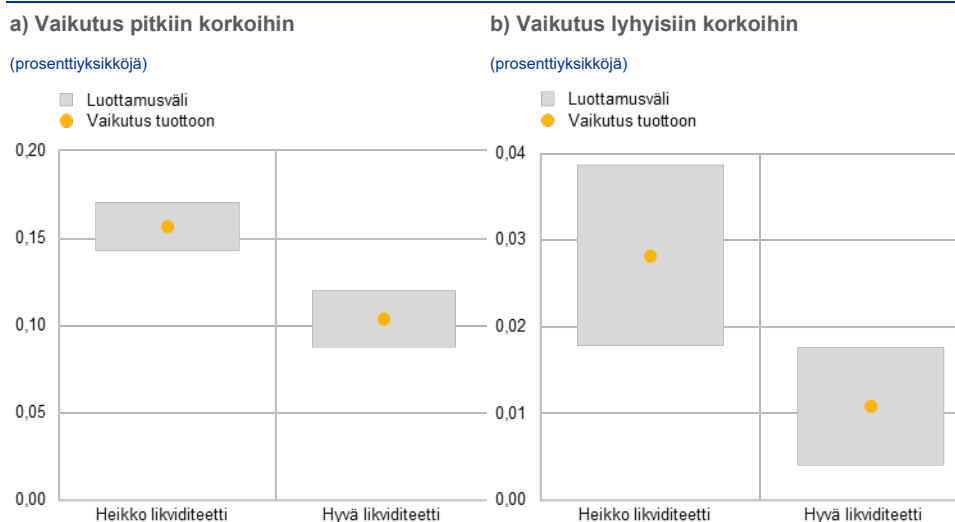
Tulokset antavat myös jonkin verran näyttöä siitä, että Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteet voivat vahvistaa Yhdysvaltojen rahapolitiikan vaikutuksia muiden maiden joukkolainamarkkinoilla.

Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokin vaikutus muiden kehittyneiden talouksien joukkolainamarkkinoihin havaittiin hieman tavanomaista suuremmaksi olosuhteissa, joissa Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeettitilanne on tavanomaista kireämpi (kuvio D, kohdat a ja b).²² Tämä saattaa liittyä yhtäältä Yhdysvaltojen valtion joukkolainojen merkittävään asemaan erilaisissa kaupankäyntistrategioissa ja viitehinalähteenä sekä toisaalta siihen, että Yhdysvaltojen markkinoiden likviditeetin heikkeneminen saattaa myös olla yhteydessä globaalien markkinoiden likviditeetin vähenemiseen.

²² Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokki nostaa ulkomaisia pitkiä korkoja noin 0,16 prosenttiyksikköä ja lyhyitä markkinakorkoja noin 0,03 prosenttiyksikköä Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden normaalia kireämmässä likviditeettitilanteessa ja vastaavasti noin 0,10 prosenttiyksikköä ja 0,01 prosenttiyksikköä normaalissa likviditeettitilanteessa.

Kuvio D

Rahapolitiikkasokin estimoidut vaikutukset muiden kehittyneiden talouksien valtion joukkolainojen tuottoihin Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteiden mukaan



Lähteet: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv ja EKP:n laskelmat.

Huom. Keltaiset täplät edustavat keskimääräistä estimaattia kehittyneiden talouksien pitkän koron vasteesta (kohta a) ja lyhyen koron vasteesta (kohta b) Yhdysvaltojen rahapolitiikkasokkiin. Sokki vastaa noin 0,10 prosenttiyksikön nousua Yhdysvaltojen valtion 10 vuoden joukkolainan tuotossa yhden viikon aikana, ja se on estimoitu päivittäisellä BVAR-mallilla, jossa käytetään etumerkkiä ja suhteellista voimakkuutta koskevia rajoitteita. Impulssivasteet on esitetty viikon kuluttua sokista, ja ne on estimoitu jaksolle 2010–2023 tilariippuvien lokaalien projektioiden menetelmällä. Lokaalien projektioiden kerroinestimaatit on raportoitu mahdollisina Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden tilanteelle. Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetti on määritelty käyttämällä sijaismuuttujaa, joka perustuu sovitun joukkolainojen tuottokäyrän keskimääräiseen mallivirheeseen. Muita kontrollimuuttujia ovat osakemarkkinoiden volatiliiteetti-indeksi VIX, Yhdysvaltojen ja maailmantalouden Citi Economic Surprise -indeksi ja selitettävän muuttujan viiveet. Varjostetut alueet kuvaavat Newey-West-keskivirheisiin perustuvia 68 prosentin luottamusvälejä. Tuorein havainto: syyskuu 2023.

Kaiken kaikkiaan empiirinen analyysi viittaa siihen, että sekä kotimaisten että globaalien joukkolainamarkkinoiden reaktiot Yhdysvaltojen rahapolitiikan muutoksiin saattavat olla voimakkaampia tietyissä Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinoiden olosuhteissa. Nämä havainnot voivat osaltaan selittää Yhdysvaltojen valtion joukkolainojen tuottojen verrattain suuria muutoksia vuonna 2023, sillä kyseisten markkinoiden likviditeetin heikkeneminen saattaa olla yksi tuottojen herkkyyden kasvun taustatekijöistä. Lisäksi empiiriset tulokset havainnollistavat yhteyttä Yhdysvaltojen valtion joukkolainamarkkinatilanteen sekä laajemman joukkolainamarkkinoiden herkkyyden välillä.

Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe ja Denise Rößler

Geopoliittisten tapahtumien ja öljyn hinnan suhde ei ole suoraviivainen. Öljyn hintakehityksen ja geopoliittisten tapahtumien, kuten valtioiden välisten jännitteiden kiristymisen tai terrori-iskujen, välillä ei historiallisesti katsoen ole ollut selvää yhteyttä. Esimerkiksi välittömästi syyskuun 11. päivän terrori-iskujen jälkeen Brent-raakaöljyn hinta nousi 5 % (noin viisi kertaa enemmän kuin Brentin hinnan keskimääräinen päivämuutos ajanjaksolla 2000–2023). 14 vuorokauden kuluessa hinta oli kuitenkin pudonnut noin 25 % öljyn kysynnän heikkenemistä koskevien huolien takia. Kun Venäjä hyökkäsi Ukrainaan helmikuussa 2022, Brentin hinta nousi kahden ensimmäisen viikon aikana lähes 30 %. Sitten hinta kuitenkin kääntyi laskuun ja palautui invaasiota edeltäneelle tasolle noin kahdeksan viikon kuluessa. Hiljattain Brentin hinta nousi noin 4 % Israeliin 7.10.2023 kohdistuneiden terrori-iskujen jälkeen mutta vakaantui sittemmin.²³ Kuviossa A tarkastellaan laaja-alaisemmin Caldaran ja Iacoviellon (2022) kehittämän globaalien geopoliittisen riskin ("GPR") indeksin ja Brent-raakaöljyn logaritmisin hinnan kehitystä.²⁴ Indeksi on muodostettu eri puolilla maailmaa esiintyneisiin geopoliittisiin jännitteisiin liittyneestä uutisoinnista soveltamalla sanomalehtiartikkeleihin tekstianalyysin menetelmiä.²⁵ Indeksin suuret nousupiikit, jotka heijastelevat merkittäviä geopoliittisia tapahtumia, eivät ole systemaattisesti yhteydessä korkeampaan tai voimakkaammin heilahtelevaan öljyn hintaan. Monen tapahtuman jälkeen öljyn hinta on päinvastoin pysynyt heikkona kuukausien ajan.

²³ Kuukauden kuluttua Brentin hinta oli 79 Yhdysvaltain dollaria barreilta eli vähemmän kuin iskupäivän aattona.

²⁴ D. Caldara ja M. Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 112, nro 4, 2022, s. 1194–1225.

²⁵ Indeksi perustuu kymmeneen sanomalehteen (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* ja *The Washington Post*), ja se on muodostettu laskemalla kunkin kuukauden aikana kussakin lehdessä olleiden negatiivisia geopoliittisia tapahtumia koskevien artikkelien määrä (osuutena kaikkien uutisartikkelien määrästä). Indeksi lasketaan erikseen maailmantaloudelle ja 44 eri maalle.

Kuvio A

Öljyn hinta ja geopoliittinen riski vuodesta 1990 alkaen

(vasen asteikko: indeksi; oikea asteikko: Brent-raakaöljyn logaritminen hinta)



Lähteet: Haver, Caldara ja Iacoviello (2022) sekä EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2023. Numeroidut hintapiikit viittaavat seuraaviin geopoliittisiin tapahtumiin: (1) Persianlahden sota; (2) syyskuun 11. päivän terrori-isku; (3) Yhdysvaltain hyökkäys Irakiin; (4) Lontoon terrori-isku; (5) arabikevät ja Libyan sisällissota; (6) Pariisin terrori-isku; (7) isku Yhdysvaltojen Irakin-suurlähetystöön; (8) Venäjän hyökkäys Ukrainaan; (9) Israelin ja Hamasin sota.

Geopoliittiset sokit voivat vaikuttaa öljyn hintaan heikentämällä talouskasvua tai kasvattamalla raaka-aineen saatavuusriskiä. Geopoliittinen riski voi periaatteessa vaikuttaa raaka-aineiden ja öljyn hintaan kahden pääasiallisen kanavan kautta. Ensinnäkin geopoliittisten jännitteiden kiristyminen toimii negatiivisena globaalina kysyntäsokkina, koska jännitteet lisäävät talousnäkymien epävarmuutta, mikä puolestaan vaikuttaa kulutukseen ja investointeihin sekä saattaa aiheuttaa häiriöitä ulkomaan kauppaan. Näiden tekijöiden yhteisvaikutuksesta ensin heikkenee maailmantalouden toimeliaisuus ja viime kädessä myös öljyn kysyntä ja hinta. Tätä voidaan kutsua talouskasvukanavaksi. Toinen välitysmekanismi on riskikanava, jossa rahoitusmarkkinat hinnoittelevat öljyn tulevaan tarjontaan kohdistuvia senhetkistä sorkkia suurempia riskejä. Tämän myötä tulevien öljyntoimitussopimusten käteisarvo (ns. convenience yield eli kätevyystuotto) kasvaa, mikä aiheuttaa Brentin hintaan nousupainetta.²⁶ Nämä kaksi kanavaa ohjaavat öljyn markkinahintaa päinvastaisiin suuntiin, ja on empiirinen kysymys, kumpi kanava on kulloinkin voimakkaampi. Tilannetta saattavat lisäksi sekoittaa muun muassa öljyntuottajien päätökset sopeuttaa tuotantoaan hintojen vakauttamiseksi.

Keskimäärin globaalit geopoliittiset sokit aiheuttavat öljyn hintaan laskupainetta. Globaalien geopoliittisten sorkkien vaikutus öljyn hintaan Brent-laadulla mitattuna voidaan tunnistaa vektoriautoregressiomallilla (VAR-malli), josta eliminoidaan öljyntuottajien reaktiot sekä maailmantalouden ja suhdannekierron

²⁶ Ks. M. Szymanowska, F. de Roon, T. Nijman ja R. van den Goorbergh, "An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia", *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 69, nro 1, 2014, s. 453–482.

vaikutukset.²⁷ Malli kattaa ajanjakson tammikuusta 2000 lokakuuhun 2023, ja se on estimoitu bayesilaisilla menetelmillä.²⁸ Kuvio B osoittaa Brent-öljyn hinnassa näkyvän estimoidun alkuvasteen ja vasteen kolmen kuukauden päästä yhden keskihajonnan suuruiseen geopolitiittiseen sokkiin, joka vastaa noin kymmenesosaa indeksin muutoksesta syyskuun 11. päivän terrori-iskujen jälkeen (globaalia geopolitiittisen riskin sokkia kuvaava keltainen täplä kuviossa). Estimoidut joustot kertovat, että geopolitiittisten sokkien välittyminen Brentin hintaan vie aikaa: aluksi hinta pysyy vakaana (jousto ei poikkea merkittävästi nollassa) ja sitten laskee noin 1,2 % vuosineljänneksen aikana. Tämä viittaa siihen, että talouskasvukanava – epävarmuuden kasvun heijastusvaikutus kysyntään – on öljymarkkinoilla näkyvän vasteen kannalta merkittävämpi.²⁹ Toisin sanoen globaalit geopolitiittiset sokit tyypillisesti tarkoittavat öljyn hintaan kohdistuvaa laskuriskiä.

²⁷ Sokit on tunnistettu Cholesky-järjestelyn avulla, jossa geopolitiittisen riskin (GPR) indeksi on järjestyksessä ensimmäisenä, kuten Caldaran ja Iacoviellon menetelmässä (em. teos). Järjestys liittyy siihen, että samanaikainen korrelaatio taloudellisen muuttujan ja GPR-indeksin välillä kuvastaa pikemminkin geopolitiittisen tapahtuman vaikutusta taloudelliseen muuttajaan kuin päinvastoin. Caldara ja Iacoviello esittävät runsaasti näyttöä tämän eksogeenisyysoletuksen tueksi.

²⁸ VAR-malliin sisältyy 12 viivettä viidestä kuukausittaisesta muuttujasta: globaali geopolitiittisen riskin indeksi, Brent-raakaöljyn hinta (log), (log) globaali teollisuustuotanto, (log) Yhdysvaltojen osakeindeksi ja kahden vuoden korko suhdannetilanteen määrittämiseksi. Malli on estimoitu bayesilaisilla menetelmillä ja tavanomaisilla Minnesota-prioriarvoilla. Tulokset pätevät koronapandemiaan, kuten on osoitettu artikkelissa M. Lenza ja G. E. Primiceri, "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, nro 4/2022, s. 688–699. Otos kattaa ajanjakson tammikuusta 2000 lokakuuhun 2023.

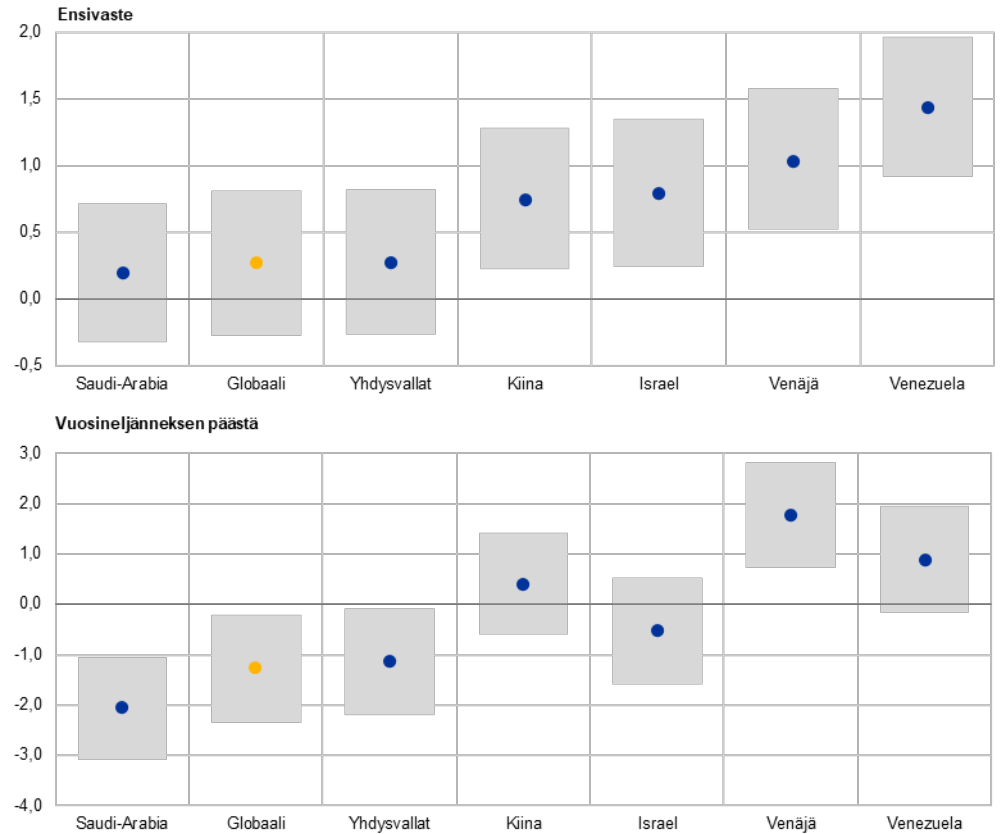
²⁹ Globaali teollisuustuotanto supistui kyseisellä jaksolla noin 0,1 % ja osakehinnat laskivat 0,5 %.

Kuvio B

Öljyn hinnan estimoitu muutos maakohtaisen ja globaalin geopoliittisen sokin vaikutuksesta

(prosentteja)

- Mediaani
- Luottamusväli



Lähteet: Haver, Caldara ja Iacoviello (2022) sekä EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio osoittaa Brent-raakaöljyn hinnan reaktiota yhden keskihajonnan suuruiseen geopoliittisen riskin sokkiin. Sokit on tunnistettu Caldaran ja Iacoviellon (2022) menetelmällä estimoimalla maakohtaiset vektoriautoregressiomallit (VAR), joissa on käytetty Cholesky-järjestely siten, että GPR-indeksi on järjestetty ensimmäiseksi. VAR-mallin muuttujia ovat maakohtainen GPR-indeksi, globaali teollisuustuotanto, Brent-raakaöljyn hinta, kotimainen osakemarkkinaindeksi ja Yhdysvaltain kaksivuotisen valtionlainan tuotto. Muut muuttujat indeksiä ja joukkolainan tuottoa lukuun ottamatta ovat logaritmisia. Otos kattaa ajanjakson tammikuusta 2000 lokakuuhun 2023. Maat on esitetty alkuvasteen voimakkuuden mukaisessa järjestyksessä.

Geopoliittisten sokkien vaikutus kuitenkin vaihtelee maittain sokin alkuperästä

riippuen. Keskeisistä öljyntuottajamaista tai öljytuotteiden jakelussa strategisessa asemassa toimivista maista alkavat sokit saattavat vaikuttaa öljymarkkinoihin eri tavoin. Jos geopoliittisissa jännitteissä osallisina olevat maat muodostavat maailmantaloudesta vain pienen osan, ne eivät todennäköisesti vaikuta globaaliin talouskasvuun merkittävästi; tämä tyypillisesti vaimentaisi geopoliittisen sokin talouskehityskanavaa. Kuitenkin jos osallisina olevat maat ovat globaalien öljymarkkinoiden keskeisiä tuottajia, öljyn tarjontaan kohdistuvat riskit saattavat aiheuttaa merkittävää hinnannousupainetta. Tätä hypoteesia voidaan testata estimoimalla Brent-öljyn hinnan reaktiota globaalin geopoliittisen sokin sijaan maakohtaiseen sokkiin. Siten kuviossa B ilmoitetaan myös öljyn hinnan estimoidut joustot suhteessa sokkeihin, jotka syntyvät suurimmista öljyntuottajamaista (Yhdysvallat, Saudi-Arabia, Venäjä ja Kiina), Venezuelasta (jolla on suurimmat öljyvarannot) ja Israelista (joka ei itse ole öljyntuottaja, mutta jolla on keskeinen

asema Lähi-idän politiikassa).³⁰ Estimaattien perusteella maakohtaisissa reaktioissa on merkittävää eroa, joten kaikki geopoliittiset sokit eivät ole samanlaisia. Yhdysvaltalaiset sokit ovat samankaltaisia kuin globaalit: alkuvaste on merkityksetön ja vuosineljänneksen kuluttua vaikutus on negatiivinen, suuruudeltaan -1,1 %. Tämä ei olekaan yllättävää, koska Yhdysvallat ovat maailmantalouden kannalta keskeisessä asemassa. Reaktiot ovat toisenlaiset, kun tarkastellaan muista lähteistä tulevia sokkeja. Saudiarabialaiset sokit ovat alasuuntaisia, mikä viittaa siihen, että kyseisen valtion geopoliittinen kehitys myötäilee globaalia kehitystä.³¹ Sitä vastoin Kiinaan, Israeliin, Venäjään tai Venezuelaan liittyvät geopoliittiset jännitteet aiheuttavat nousupainetta Brentin hintaan, joka nousee välittömästi 0,8–1,5 %.³² Näissä maissa riskikanava on selvästi merkittävämpi: öljyn hinta nousee, koska markkinaosapuolet odottavat häiriöitä tulevaan öljyn tarjontaan.

Negatiivisista geopoliittisista sokeista aiheutuva paine öljyn hintaan on yleensä lyhytaikaista, ja joustosta tulee useimmissa maissa merkityksetön yhden vuosineljänneksen kuluttua.³³ Negatiivisista geopoliittisista sokeista aiheutuvat paineet öljyn hintaan ovat useimmissa maissa lyhytaikaisia, ja öljyn tarjontaa koskevat huolet hälvenevät.³⁴ Hintavaikutus saattaa kuitenkin olla pidempiaikainen riippuen otokseen kuuluvan geopoliittisen jännitteen kestosta tai maakohtaisista tekijöistä. Kaiken kaikkiaan empiirinen näyttö viittaa siihen, että geopoliittisilla sokeilla voi olla erilaisia vaikutuksia riippuen siitä, mitkä maat ovat niissä osallisina. Viime aikoina kohonnut geopoliittinen epävarmuus korostaa tarvetta tunnistaa geopoliittisen sokin luonne, jotta sen vaikutukset öljyn hintaan ja inflaatioon voidaan eritellä.

³⁰ Kaksi muuta tärkeää öljyntuottajamaata, Iran ja Irak, on jätetty tarkastelun ulkopuolelle, koska niistä ei ole saatavissa maakohtaisia indeksejä. Sen sijaan Israel on otettu mukaan tarkasteluun Iranin läheisimpänä geopoliittisena naapurina, koska Iran on usein osallisena Israelin liittyvissä jännitteissä. Tässä tapauksessa joustot on laskettu korvaamalla globaali indeksi maakohtaisilla indekseillä. VAR-mallissa on otettu huomioon paikallinen ja globaali makrotaloudellinen kehitys, ja indeksiä käytetään sisäisenä instrumenttina maakohtaisten geopoliittisten sokkien tunnistamisessa.

³¹ Globaali geopoliittisen riskin indeksi ja Saudi-Arabian vastaava indeksi ovat voimakkaasti korreloituneet.

³² Israelin tuloksista saattaa olla havaittavissa Iranin – keskeisen öljyntuottajan – mahdollinen osallisuus geopoliittisissa jännitteissä.

³³ Venäjän geopoliittisten sokkien vaikutus öljymarkkinoihin jatkuu vuosineljänneksen kuluttuakin, jolloin hinta on 2 % alkuperäistä korkeampi. Kun tarkastellaan Venäjän hyökkäystä Ukrainaan vuonna 2022, hinnan nousu saattaa johtua Venäjän öljynvientiin kohdistuvasta kauppasaarosta.

³⁴ Tämä johtuu todennäköisesti siitä, että geopoliittiset jännitteet ovat lyhytkestoisia tai muut öljyntuottajat paikkaavat tarjontaa. Käytettävissä olevat tiedot eivät vaikuta tukevan vaihtoehdoista selitystä, jonka mukaan globaali kysyntä supistuisi näissä talouksissa tapahtuneen alueellisen geopoliittisen sokin jälkeen, sillä globaalin tuotannon reaktio on yleensä maakohtaisen vektoriautoregression kannalta merkityksetön.

Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel ja Béla Szörfi

Merkittävien kansainvälisten laitosten arvioiden mukaan euroalueen tuotantokuilu on viime vuosina pysynyt negatiivisena tai lähellä nollaa euroalueen pohjainflaation kiihtymisestä huolimatta.³⁵ Julkisen talouden ja ulkoisen rahoitusaseman kestävyteen liittyviin talouspoliittisiin tarpeisiin laaditut kansainvälisten laitosten, kuten Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF), Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) ja Euroopan komission, arviot potentiaalisesta tuotannosta on laskettu olettaen, että potentiaalinen tuotanto vaihtelee lähinnä vain keskipitkän aikavälin (pysyvien tai erittäin sitkeiden) rakenteellisten sokkien vaikutuksesta.³⁶ Tätä ajattelua jatkettiin pandemian ja siihen liittyneen tarjontasokin aikana, ja monet arvioivat näiden sokkien jäävän pandemiarajoitusten purkamisen ja kasvua tukevan talouspolitiikan myötä tilapäisiksi.³⁷

Yksinkertainen kokonaiskysynnän ja -tarjonnan malli kuvaa, kuinka tilapäiset tarjontasokit, jotka eivät muuta potentiaalista tuotantoa, aiheuttavat inflaation kanssa negatiivisesti korreloituneita tuotantokuiluja.³⁸ Malli ennustaa, että positiiviset kokonaiskysyntäsokit luovat positiivisia tuotantokuiluja kiihdyttäessään samaan aikaan sekä tuotantoa että inflaatiota (kuvio A, kohta a). Vastaavasti tilapäiset epäsuotuisat tarjontapuolen sokit – eli tarjontasokit, jotka aiheuttavat inflaatiota mutta eivät muuta potentiaalista tuotantoa – painavat tuotannon potentiaalinsa alapuolelle. Toisin sanoen tällaiset sokit aiheuttavat negatiivisia tuotantokuiluja (kuvio A, kohta b). Tuotanto voi supistua ja inflaatio kiihtyä samaan aikaan johtamatta negatiiviseen tuotantokuiluun ainoastaan siinä tapauksessa, että potentiaalinen tuotanto supistuu vähintään yhtä paljon kuin tuotanto. Jos potentiaalinen tuotanto ei muutu ja jos palkkojen noususta ei oleteta aiheutuvan merkittäviä kerrannaisvaikutuksia, inflaatio palautuu lähtötasolleen. Ensin mainitussa

³⁵ Ks. "Autumn 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges", Euroopan komissio, Bryssel, toukokuu 2023, "World Economic Outlook: Navigating Global Divergences", IMF, Washington D.C., lokakuu 2023, ja "Economic Outlook: Restoring growth", OECD, Pariisi, marraskuu 2023.

³⁶ Ks. T. Chalaux ja Y. Guillemette, "The OECD Potential Output Estimation Methodology", *Economics Department Working Papers*, nro 1563, OECD, Pariisi, 2019; K. Havik ym., "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps", *Economic Papers*, 535, Euroopan komissio, Bryssel, marraskuu 2014, ja C. De Resende, "IEO Evaluation Report", *IMF Forecasts*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, Washington D.C., huhtikuu 2014, luku 5.

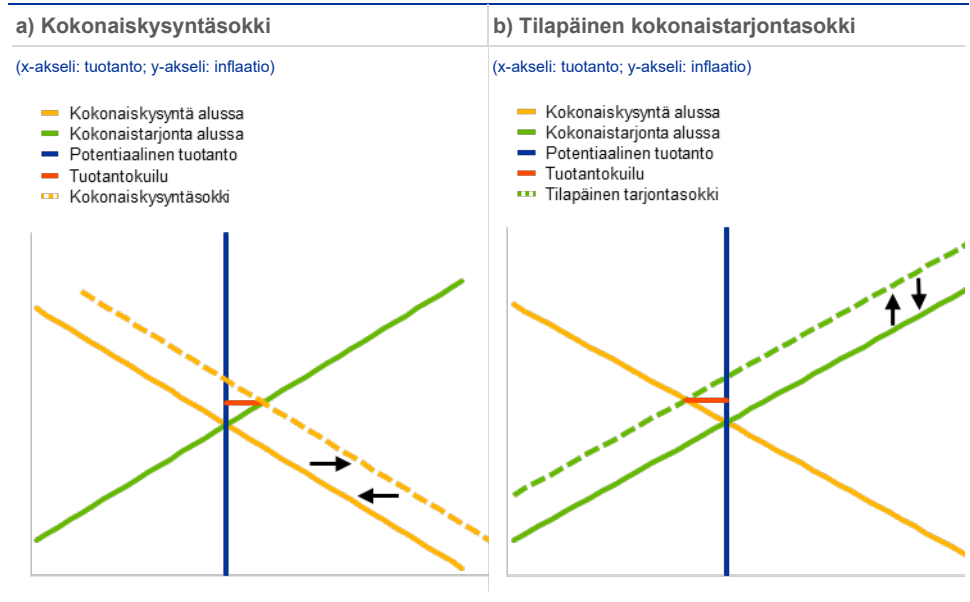
³⁷ Ks. lisätietoja *Talouksatoksen 7/2020* kehikosta "The impact of COVID-19 on potential output in the euro area".

³⁸ Makrotalousteoriana kuuluu erilaisia potentiaalisen tuotannon määritelmiä, jotka eroavat siinä, missä määrin ne painottavat verrattain vakaata pitkän aikavälin tuotannon tasoa suhteessa inflaatiopaineiden indikointiin talouden tuotantokapasiteettiin kohdistuvien tilapäisten sokkien vallitessa. Ks. esim. I. Vetlov, T. Hlédik, M. Jonsson, H. Kucsera ja M. Pisani, "Potential Output in DSGE Models," *Working Paper* -julkaisusarjan nro 1351, EKP, Frankfurt am Main, 2011. Kansainväliset laitokset tyypillisesti määrittelevät potentiaalisen tuotannon korkeimmaksi talouskasvun tasoksi, jota voidaan pitää yllä pitkällä aikavälillä. Vastaavasti nämä potentiaalisen tuotannon mittarit kuvaavat keskipitkän–pitkän aikavälin näkemystä tuotannosta kasvuvauhdeilla, jotka muuttuvat verrattain hitaasti. Todellisen ja potentiaalisen tuotannon eroa kutsutaan tuotantokuiluksi, joka kuvastaa talouden vaihetta suhdannekierrossa. Normaaleina aikoina, jolloin kysyntäsokit määrittävät suhdannevaiheen, tuotantokuilun ajatellaan indikoivan lyhyen aikavälin inflaatiopaineita.

tapauksessa tuotantokuilu lähentyy positiiviselta tasolta nollaa ja jälkimmäisessä palaa nolleen negatiiviselta tasolta.

Kuvio A

Yksinkertainen kokonaiskysynnän ja -tarjonnan malli



Lähde: EKP:n asiantuntijat.

Huom. Kuvio havainnollistaa kokonaiskysynnän ja -tarjonnan mallia³⁹, jossa tuotanto on esitetty x-akselilla ja inflaatio y-akselilla. Kokonaistarjontakäyrä edustaa inflaatiovauhtia, joka aiheutuisi yritysten hinnoittelupäätöksistä kullakin tuotantotasolla lyhyellä aikavälillä. Kokonaistarjontakäyrä siirtyy ylöspäin (alaspäin) reaktiona yritysten kustannusrakenteen muutoksiin – kuten panoshintojen nousuun (laskuun), panosten saatavuuden vähenemiseen (kasvuun) ja tuottavuuden heikkenemiseen (paranemiseen) – sekä yritysten inflaatio-odotusten nousuun (laskuun). Kokonaiskysyntäkäyrä kuvaa kotitalouksien, yritysten, valtioiden ja ulkoisen sektorin haluamaa määrää tavaroita ja palveluja lyhyellä aikavälillä vallitsevissa inflaatio-olosuhteissa. Kokonaiskysyntäkäyrä siirtyy ulospäin (sisään) reaktiona erityyppisiin kysyntäsokkeihin, kuten kotitalouksien tulojen kasvuun (supistumiseen), investointikustannusten pienemiseen (kasvuun), julkisen kulutuksen kasvuun (supistumiseen) sekä valuuttakurssin heikkenemiseen (vahvistumiseen). Kuvattujen sokkien oletusta tilapäisestä luonteesta johtuu, että käyrät siirtyvät niiden vaikutuksesta ensin ulospäin (ylös) ja sitten palautuvat alkuperäiselle tasolle. Tuotantokuilulla tarkoitetaan tuotannon tasapainotason ja potentiaalisen tuotannon välistä horisontaalista etäisyyttä. Potentiaalisen tuotannon oletetaan pysyvän koko ajan muuttumattomana.

Rakenteelliset mallit, kuten EKP:n uusi euroalueen malli (NAWM), auttavat havainnollistamaan tarjontasokkien vaikutusta potentiaaliseen tuotantoon.⁴⁰

NAWM-mallia käytetään Euroopan komission määrittämän tuotantokuilun dekomponoimiseen tarkasteltavana muuttujana. Tässä asetelmassa muun muassa muiden tekijöiden kysynnän ja tarjonnan taustatekijöitä tarkastellaan erikseen (kuviot B). Hajotelma osoittaa, että jos potentiaalista tuotantoa pidetään suhteellisen vakaana, malli yksilöi tuoreet tarjontasokit tuotantokuiluun negatiivisesti vaikuttavina tekijöinä. Lisäksi mallin perusteella tarjontasokkien vaikutus ennen pandemiaa on ollut kysyntäsokkeihin verrattuna rajallinen. Kaiken kaikkiaan historiallisen tiedon valossa näyttää siltä, että tarjontasokkien dominanssi olisi poikkeuksellista.

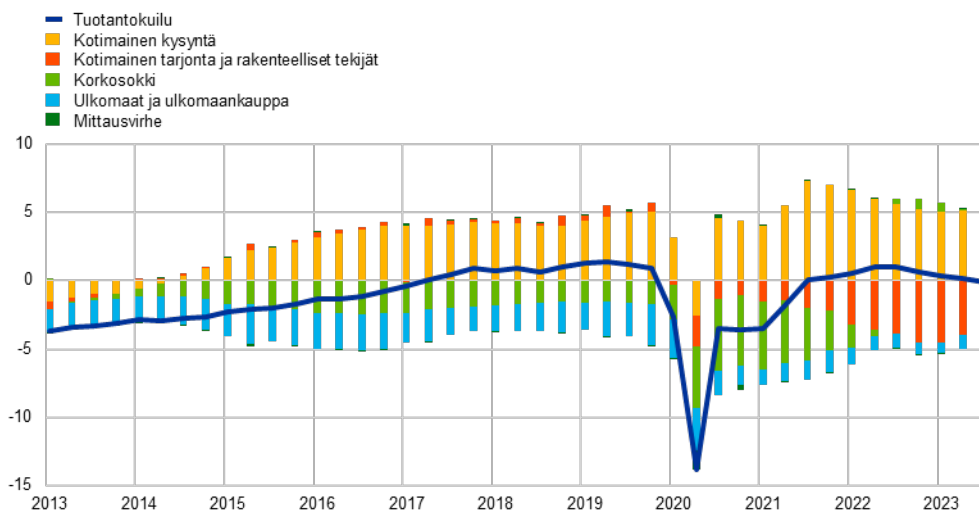
³⁹ Ks. esim. F. Robert, B. Bernanke, K. Antonovics ja O. Heffetz, "Principles of Economics", kahdeksas painos, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

⁴⁰ EKP:n uusi euroalueen malli (New Area Wide Model, NAWM) on dynaaminen stokastinen yleisen tasapainon malli, jota käytetään EKP:n ennusteiden laatimisessa. Ks. G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt ja A. Warne, "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", Working Paper -julkaisusarja, nro 2200, EKP, Frankfurt am Main, marraskuu 2018.

Kuvio B

NAWM-malliin perustuva sokkihajotelma Euroopan komission interpoloidusta tuotantokuiluestimaatista

(x-akseli: vuosineljänneksset; y-akseli: prosentteja potentiaalisesta tuotannosta ja kontribuutiot prosenttiyksikköjä)



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2023 talousennuste ja EKP:n laskelmat.

Huom. Euroopan komissio ei julkaise tuotantokuiluestimaattia neljännesvuosittain. EKP:n asiantuntijat ovat siksi estimoineet komission vuotuisista tuotantokuiluestimaateista neljännesvuotuiset arviot. Luokka "kotimainen tarjonta ja rakenteelliset tekijät" sisältää alkutilanteen, mallin diskonttokorkosokin, pysyvän teknologiasokin, tilapäisten ja investointikohtaisten teknologiasokkien sekä palkkojen ja hintojen korotusten vaikutukset. "Korkosokki" sisältää lyhytaikaisen korkosokin ja vähittäispankkien korkokatteeseen kohdistuvan sokin. "Kotimainen kysyntä" sisältää kotimaiseen riskipreemioon ja julkisiin menoihin kohdistuvan sokin. Luokka "ulkomaat ja ulkomaankauppa" sisältää sokit, jotka kohdistuvat ulkomaiseen kysyntään, ulkomaisiin hintoihin, Yhdysvaltojen 3 kuukauden ja 10 vuoden korkoihin, kilpailijoiden vientihintoihin, öljyn hintaan, tuontikysyntään, vientipreferensseihin, vienti- ja tuontikatteisiin sekä ulkomaiseen riskipreemioon.

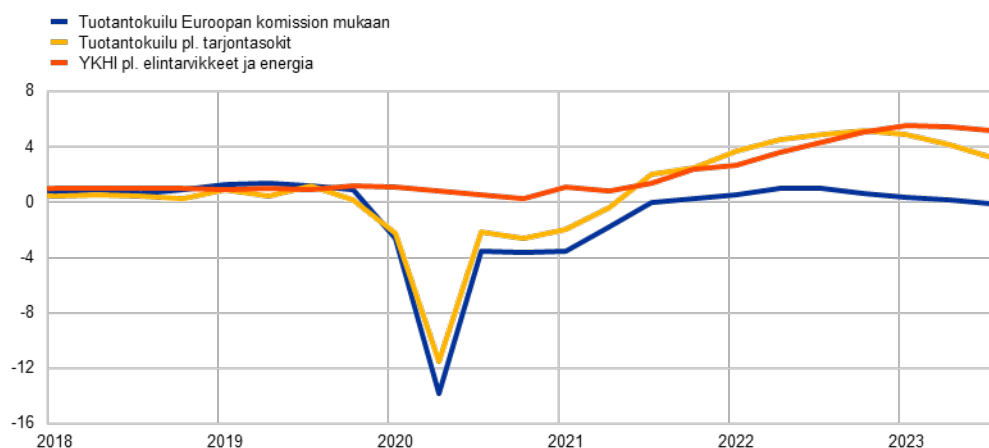
Tuotantokuilua koskevien arvioiden mukauttaminen edellä tunnistettujen tarjontasokkien perusteella tekisi vuosien 2021–2023 arvioista positiivisempia mutta lisäisi potentiaalista tuotantoa koskevan arvion vaihtelua. Tämä johtuu suoraan oletuksesta, että euroalueen mallilla tunnistetut tarjontasokit olivat luonteeltaan pysyvämpiä kuin mihin edellä kuvattu hajotelma viittaa ja siten vaikuttivat enemmän potentiaalisen tuotannon tasoon kuin tuotantokuihuun (kuvio C, kohta a). Tällä tavoin laadittu potentiaalista tuotantoa koskeva arvio supistuu vuonna 2020 ja uudelleen vuonna 2022 tilapäisten tarjontasokkien takia, mikä lisää merkittävästi sen volatiliiteettia (kuvio C, kohta b).

Kuvio C

Tilapäisten sokkien vaikutus Euroopan komission arvioissa potentiaalisesta tuotannosta

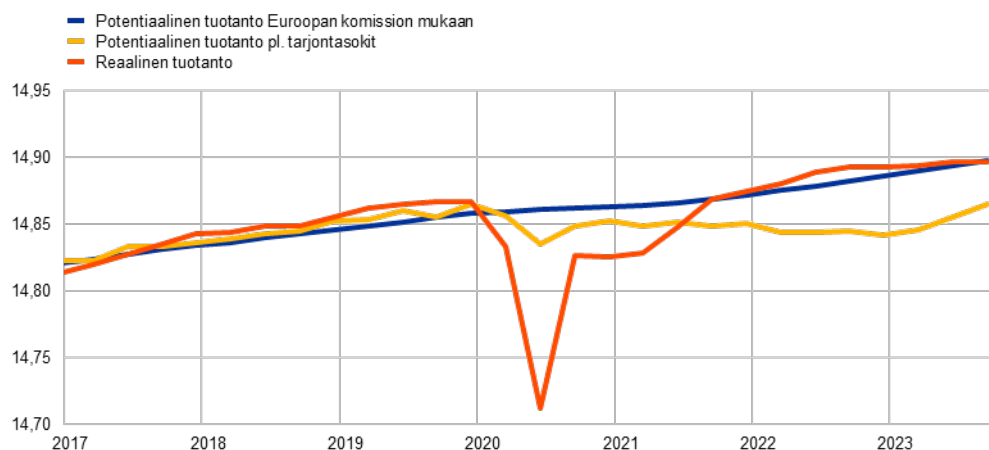
a) Vaihtoehtoiset tuotantokuiluarviot ja YKHI-inflaatio pl. energia ja elintarvikkeet (HICPX)

(x-akseli: vuosineljännekseltä; y-akseli: prosentteja potentiaalisesta tuotannosta, vuotuinen prosenttimuutos)



b) Vaihtoehtoiset potentiaalisen tuotannon mittarit ja BKT:n määrä

(x-akseli: vuosineljännekseltä; y-akseli: logaritmitasot)



Lähteet: Euroopan komission syyskuun 2023 talousennuste ja EKP:n laskelmat.

Huom. "Tuotantokuilu pl. tarjontasokit" -aikasarja kuvaa Euroopan komission määrittämää tuotantokuilua, josta on vähennetty kuviossa B osoitetut NAWM-mallilla tunnistetut tarjontasokit. "Potentiaalinen tuotanto pl. tarjontasokit" -aikasarja kuvaa edellä mainitusta tuotantokuiluestimaatista johdettua implisiittistä potentiaalisen tuotannon estimaattia.

Kyselypohjaiset talouden vajaakäytön mittarit kuvaavat kapasiteetin käyttöastetta tai kysynnän suhteellista voimakkuutta ilman erillistä taloudellista mallia.

Tällaiset mittarit antavat empiirisiä viitteitä siitä, missä määrin tilapäiset muutokset yritystason tuotantokapasiteetissa vaikuttavat inflaation kannalta merkitykselliseen potentiaalisen tuotannon tasoon. Yritysten kapasiteetin käyttöastetta selvittävät kyselytutkimukset osoittavat, että tehdasteollisuudessa, palvelusektorilla ja rakennusalalla toimivat yritykset käyttivät pandemian alkaessa verrattain suurta osuutta kapasiteetistaan, mutta pandemian jatkuessa niiden kapasiteetin käyttöaste laski vähemmän kuin mihin tavanomaiset

tuotantokuiluestimaatit viittaisivat.⁴¹ Kapasiteetin käyttöaste nousi nopeasti vuonna 2021 ja saavutti alkuvuonna 2022 historiallisen korkean tason. Vuosina 2022–2023 käyttöaste laski merkittävästi tehdasteollisuudessa (pysyen kuitenkin pitkän aikavälin keskiarvotasoaan korkeampana) mutta pysyi korkeana palvelu- ja rakennusaloilla.

Yritysten suhdannekyselyistä johdetut talouden vajaakäytön mittarit heijastavat paremmin viime vuosien inflaatiokehitystä, mutta niistä saadaan volatiilimpia trendituotannon mittareita. Kapasiteetin käyttöaste kehittyy varsin samansuuntaisesti ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation kanssa, mikä viittaa pohjainflaatioon edelleen kohdistuviin, joskin jossain määrin väheneviin, nousupaineisiin (kuvio D, kohta a). Pelkistettyyn Phillipsin käyrään perustuva ekonometrinen analyysi vahvistaa, että kyselypohjaiset vajaakäytön mittarit tuottavat jonkin verran pienempiä lyhyen aikavälin inflaation ennustevirheitä viimeaikaiselle voimakkaan inflaation jaksolle. Yrityskyselyihin perustuvat vajaakäytön mittarit kuitenkin tuottavat pandemijaksolta vielä NAWM-mallin mukaista mittariakin volatiilimman trendituotannon (kuvio D, kohta b). Tämä viittaa siihen, etteivät nämä mittarit välttämättä sovellu keskipitkän aikavälin potentiaalisen tuotannon estimointiin.

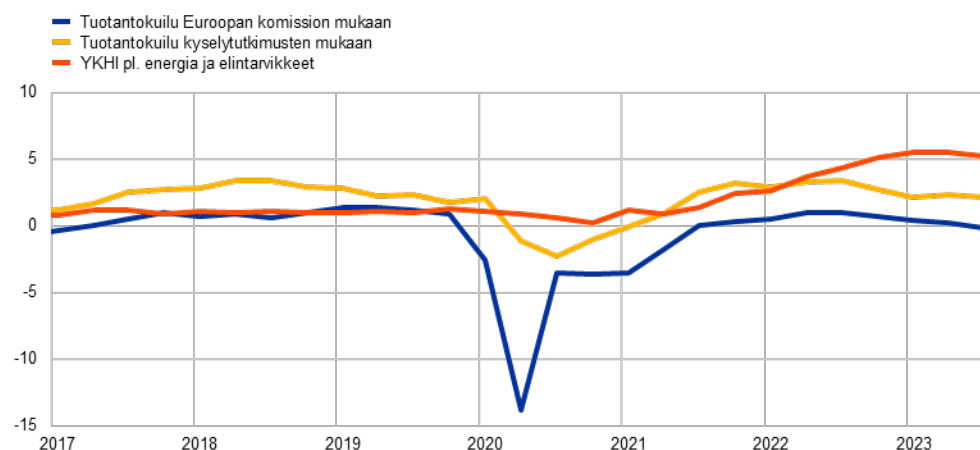
⁴¹ Euroopan komission yritysten suhdannekyselyissä mitataan yritysten keskimääräistä kapasiteetin käyttöastetta sekä keskeisimpiä taloudellisia tuotannon rajoitteita: kysyntä, työvoima, muut tuotantopanokset (raaka-aineet, laitteet ja tilat), rahoitus, sää sekä muut tekijät tai ei mikään edellä mainituista tekijöistä. Vaikka tehdasteollisuuden ja palvelusektorin kapasiteetin käyttöastetta koskevat tiedot ovat saatavissa vasta vuodesta 2011 alkaen, joidenkin tuotannon rajoitteiden aikasarjat ulottuvat kummankin mainitun sektorin sekä rakentamisen osalta vuoteen 2003. Tuotantoa rajoittavista tekijöistä kysyntä korreloi voimakkaasti kapasiteetin käyttöasteen kanssa. Siksi viimeksi mainittua käytetään talouden vajaakäytön sijaismuuttujana.

Kuvio D

Kyselypohjaisen talouden vajaakäytön ja Euroopan komission tuotantokuiluarvion vertailu

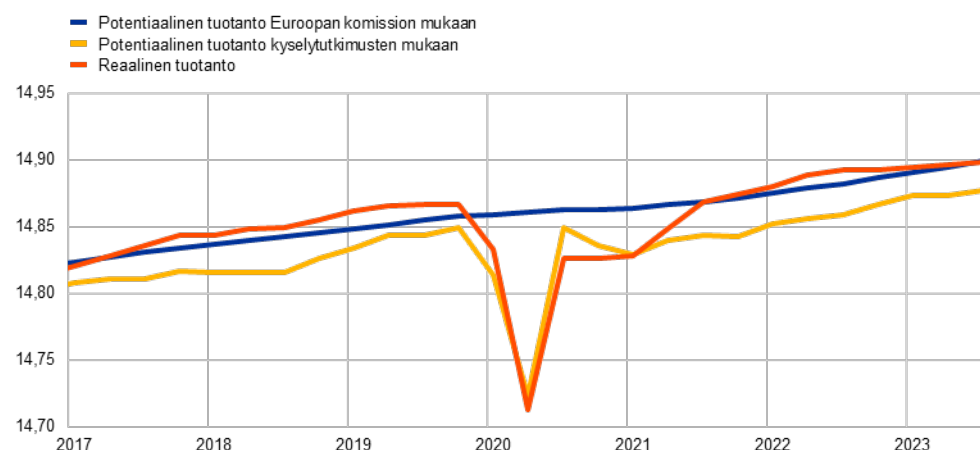
a) Vaihtoehtoiset tuotantokuilun mittarit ja YKHI-inflaatio pl. energia ja elintarvikkeet (HICPX)

(x-akseli: vuosineljännekset; y-akseli: prosentteja potentiaalisesta tuotannosta, vuotuinen prosenttimuutos)



b) Vaihtoehtoiset potentiaalisen tuotannon mittarit ja BKT:n määrä

(x-akseli: vuosineljännekset; y-akseli: logaritmiset tasot)



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2023 talousennuste, EKP:n asiantuntijat ja yrityksille suunnatut Euroopan komission suhdannekyselyt.

Kaiken kaikkiaan vaihtoehtoiset potentiaalisen tuotannon ja tuotantokuilun estimaatit voivat toisinaan täydentää keskeisten kansainvälisten laitosten arvioita.

Tässä kuvatut täydentävät talouden vajaakäytön mittarit näyttävät mahdollistavan parempien lyhyen aikavälin inflaatioennusteiden laatimisen tilapäisten tarjontasokkien olosuhteissa kuin tuotantokuiluestimaatit, jotka perustuvat oletukseen vakaasta potentiaalisesta tuotannosta. Talouden vajaakäyttöä koskevia estimaatteja on kuitenkin tarkasteltava kriittisesti suhdannekierron vaiheen mittareina, sillä niistä johdetut potentiaalisen tuotannon estimaatit ovat volatiilimpia ja mahdollisesti tarjoavat vähemmän tietoa talouden keskipitkän aikavälin kasvunäkymistä.

Rahapolitiikan vaikutus tehdasteollisuuden ja palvelusektorin viimeaikaiseen heikkenemiseen

Niccolò Battistini ja Johannes Gareis

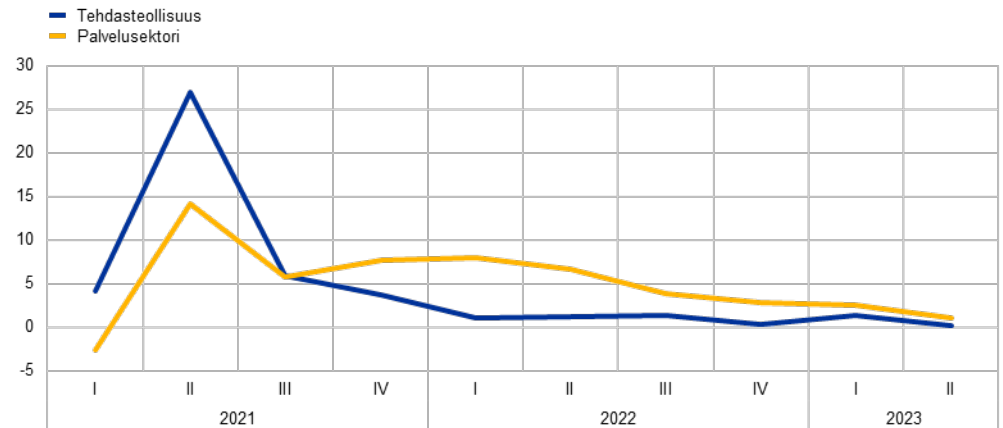
Taloukasvu euroalueen tehdasteollisuudessa ja palvelualalla on hidastunut.⁴²

Vuoden 2021 lopusta lähtien taloukasvu reaalisella bruttoarvonlisäyksellä mitattuna on ollut merkittävästi tehdasteollisuuden kasvua nopeampaa markkinaehtoisten palvelujen sektorilla, joka käsittää muut palvelut paitsi julkishallinnon, koulutuksen sekä terveys- ja sosiaalipalvelut (kuviot A). Tämä on johtunut yhtäältä verrattain vahvasta lähikontakteja sisältävien palvelujen kysynnästä, joka on saanut tukea talouden avautumisesta pandemian jälkeen, ja toisaalta heikosta tavaroiden kysynnästä, globaaleista tarjontakapeikoista sekä sittemmin rahoitusolojen kiristymisestä, kun rahapolitiikan keinoin on puututtu inflaation äkilliseen ja voimakkaaseen kiihtymiseen.⁴³ Viime aikoina kasvu on hidastunut myös palvelusektorilla, joka tyypillisesti seuraa suhdannekierrossa tehdasteollisuutta.⁴⁴ Tässä kehikossa tarkastellaan euroalueen tehdasteollisuuden ennakoivia ominaisuuksia markkinaehtoisten palvelujen kannalta keskittyen rahapolitiikan rooliin.

Kuvio A

Tehdasteollisuuden ja palvelusektorin kasvu euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tehdasteollisuus viittaa EU:n tilastollisen toimialaluokituksen (NACE Rev. 2) mukaiseen toimialaan C, pl. Irlanti. Palvelusektori viittaa EU:n tilastollisen toimialaluokituksen (NACE Rev. 2) mukaisiin toimialoihin G–N ja R–U (markkinaehtoiset palvelut).

Johto–viive-analyysi osoittaa, että tehdasteollisuuden kasvu ennakoii palvelusektorin kasvua suhdannekierron mittaan. Analyysillä estimoidaan

⁴² Tehdasteollisuuden mittarina käytetään euroalueen aggregaattia pois lukien Irlanti, koska henkisten omaisuustuotteiden sektorin kasvu Irlannissa on huomattavan ailahtelevaa. Ks. *Talouksatoksen* 3/2023 kehikko "Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP".

⁴³ Ks. *Talouksatoksen* 6/2023 kehikko "Miten talouden uudelleenavautuminen vaikutti eri maihin ja sektoreihin?", *Talouksatoksen* 8/2022 kehikko "Energian hintojen nousun vaikutus palveluiden ja tavaroiden kulutukseen euroalueella" sekä *Talouksatoksen* 4/2023 artikkeli "The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area", .

⁴⁴ Ks. kyselytietoihin perustuva analyysi *Talouksatoksen* 7/2023 kehikossa "The drivers of recent developments in business activity expectations across sectors".

korrelaatiokertoimet tehdasteollisuuden ja palvelusektorin kasvulle eripituisilla viiveillä ja johdoilla (eteenpäin katsova viive) vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 toiseen neljännekseen, sekä koko otosjaksolla että liukuvilla viiden vuoden jaksoilla. Tulosten mukaan tehdasteollisuuden kasvu ennakoii palvelualan kasvua, joskin viime aikoina vähemmässä määrin kuin aiemmin, kun taas toiseen suuntaan selkeää ennakoivaa suhdetta ei ole tunnistettavissa (kuvio B). Tulokset pätevät eripituisilla tarkastelujaksoilla, ja ne on validoitu Granger-kausaliiteettitesteillä, joiden mukaan tehdasteollisuuden kasvu ennakoii palvelusektorin kasvua paremmin kuin päinvastoin. Tämä tehdasteollisuuden ominaisuus voidaan selittää useilla tavaroiden ja palvelujen välisillä eroilla, kuten tavaroiden suuremmalla riippuvuudella ulkomaisesta kysynnästä ulkomaankauppa- ja kilpailukykykanavien kautta, pidemmillä toimitusketjuilla sekä tuotannon edellyttämällä suuremmalla käyttöpääomalla ja pidemmällä kestävyydellä. Lisäksi näiden sektorien panos–tuotoskytkökset aiheuttavat tyypillisesti läikkymisvaikutuksia, jotka keskimäärin välittyvät lähinnä tehdasteollisuudesta palvelusektorin suuntaan.⁴⁵ Näiden ominaisuuksien vuoksi tehdasteollisuuden kasvu reagoi tyypillisesti voimakkaammin ja nopeammin tietynlaisiin taloudellisiin sokkeihin, kuten korkojen muutoksiin.⁴⁶ Kaiken kaikkiaan tulokset viittaavat siihen, että tehdasteollisuuden kehitys sisältää tietoa, jolla on merkitystä palvelusektorin lyhyen aikavälin kehityksen ja siten koko talouden kannalta. Nykyisessä suhdannevaiheessa yhteys ei kuitenkaan ole välttämättä aivan ilmeinen, koska talouden uudelleen avautumisen vaikutukset ovat tukeneet palvelusektorin toimeliaisuutta.⁴⁷

⁴⁵ Palvelusektorin sisällä nämä läikkymisvaikutukset ovat erityisen olennaisia liike-elämän palvelujen kannalta. Ks. esim. *Talouksatsauksen* 7/2019 kehikko [Developments in the services sector and its relationship with manufacturing](#). Vaikutukset näyttävät kuitenkin toimivan myös toiseen suuntaan eli palvelusektorilta tehdasteollisuuteen olosuhteissa, joissa palvelusektoriin on vaikuttamassa suuria sektorikohtaisia sokkeja, kuten pandemian takia käyttöön otetut liikkumisrajoitukset ja talouden avautuminen niiden päätyttyä.

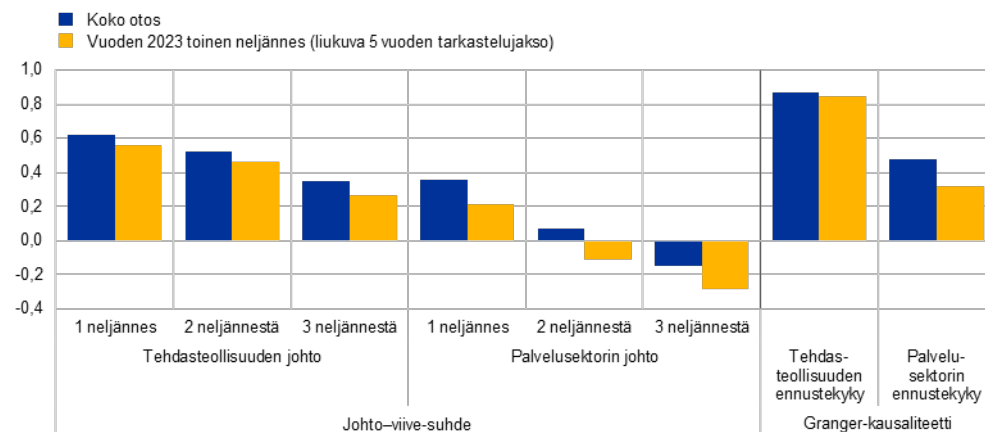
⁴⁶ Ks. esim. L. Dedola ja F. Lippi, "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, Vol. 49, nro 6, 2005, s. 1543–1569; G. Peersman ja F. Smets, "The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area", *The Economic Journal*, Vol. 115, nro 503, 2005, s. 319–342 ja E. Hahn, "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area", *Working Paper* -julkaisusarja, nro 796, EKP, 2007.

⁴⁷ Ks. *Talouksatsauksen* 6/2023 kehikko "Miten talouden uudelleenavautuminen vaikutti eri maihin ja sektoreihin?"

Kuvio B

Tehdasteollisuuden ja palvelualan välinen ennakoiva suhde

(johto–viive-suhde; korrelaatiokerroin; Granger-kausaliiteetti: 1 – p-arvo)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Granger-kausaliiteettitestit perustuvat vektoriautoregressiomalleihin, joihin kuuluu kolme muuttujaa eli tehdasteollisuuden, palvelusektorin ja muun talouden bruttoarvonlisäykset, jotka on estimoitu ajanjaksolle vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 toiseen neljännekseen. Mittari "1 – p-arvo" viittaa todennäköisyyteen, että hypoteesi, jonka mukaan Granger-kausaliiteettia ei ole, voidaan hylätä.

Empiirinen malli vahvistaa, että rahapoliittiset sokit vaikuttavat enemmän tehdasteollisuuteen kuin palvelusektoriin.

Bayesilainen rakenteellinen vektoriautoregressiomalli (BSVAR) sisältää aidot rahapoliittikkayllätykset, jotka ilmenevät yhden vuoden yön yli -indeksiswapkoron (OIS) muutoksina EKP:n rahapoliittisten päätösten julkistamisen yhteydessä. Niiden avulla tunnistetaan rahapoliittikkasokit (esim. odottamattomat koronmuutokset). Muita mallin muuttujia ovat yhden vuoden valtionlainan tuotto, tehdasteollisuuden, palvelusektorin ja muun talouden tuotanto sekä eräät muut koti- ja ulkomaiset muuttujat.⁴⁸ Rahapoliittisten sokkien oletetaan aiheuttavan välittömästi muutoksia OIS-koroissa ja valtionlainan tuotossa sekä hidastavan talouskasvua seuraavan vuoden aikana. Tulosten mukaan rahapoliittiset sokit vaikuttavat tehdasteollisuuteen lähes kaksi kertaa voimakkaammin ja noin kaksi vuosineljännestä nopeammin kuin palvelusektoriin, mikä on sopusoinnussa eri empiirisistä lähteistä saatujen viimeaikaisten tietojen

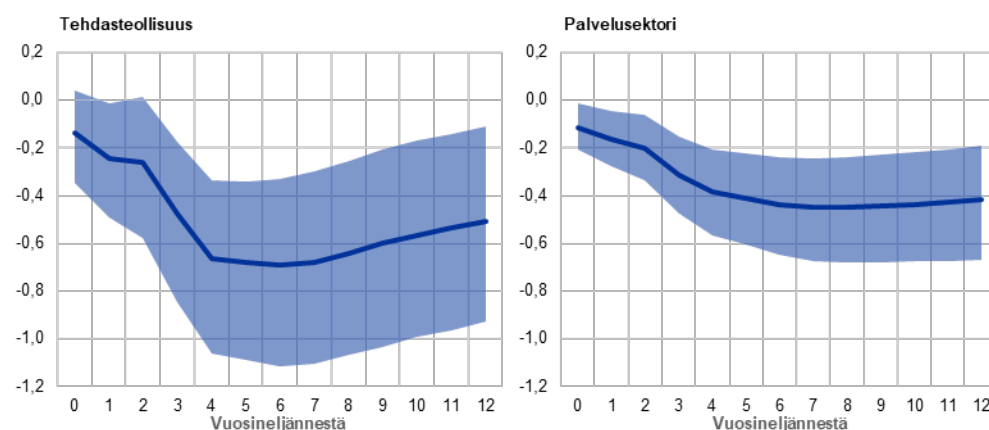
⁴⁸ BSVAR-malli käsittää euroaluetta koskevat tiedot vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 toiseen neljännekseen. Aitojen rahapoliittikkayllätysten, yksivuotisen valtionlainan koron ja reaalisen kasvun indikaattorien ohella malliin kuuluvat yksityisen kulutuksen deflaattori, efektiivinen valuuttakurssi, ulkomainen kysyntä sekä New Yorkin osavaltion keskuspankin laatima globaalien toimitusketjupaineiden indeksi. Malli ottaa huomioon kokonaistaloudellisten muuttujien suuret heilahtelut vuonna 2020 pandemiaan liittyvän heteroskedastisuuskorjauksen kautta. Ks. M. Lenza ja G. Primiceri, "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, nro 4, kesä-heinäkuu 2022, s. 688–699. Aidot rahapoliittikkayllätykset tunnistetaan etumerkkirajoitteisesti rahapoliittisten päätösten yhteydessä ilmenneiden yhden vuoden OIS-koron ja osakehintojen muutosten perusteella euroalueen rahapoliittisen tietokannan tiedoilla. Rahapoliittikan yllättävän kiristymisen oletetaan nostavan OIS-korkoja ja laskevan osakkeiden hintoja lyhyenä ajanjaksona päätöksen tultua julki, kun taas rahapoliittikan yllättävällä keventämisellä on päinvastainen vaikutus. Nämä yllätykset lasketaan yhteen neljännesvuosittain, jotta niiden frekvenssi saadaan samaksi kuin reaalityaloudellisilla muuttujilla. Ks. C. Altavilla, L. Brugnolini, R. Gürkaynak, R. Motto ja G. Ragusa, "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, joulukuu 2019, s. 162–179, sekä M. Jarociński ja P. Karadi, "Deconstructing Monetary Policy Surprises –The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12, nro 2, huhtikuu 2020, s. 1–43.

kanssa (kuvio C).⁴⁹ Tehdasteollisuuden voimakkaampi ja nopeampi reagointi odottamattomiin koronmuutoksiin selittää osaltaan sektorin ennakoivaa ominaisuutta suhdannekierrossa sekä viittaa siihen, että rahapolitiikan kiristymisellä voi muiden tekijöiden ohella olla merkittävä vaikutus tehdasteollisuuden ja palvelusektorin toimeliaisuuden hidastumiseen.

Kuvio C

Rahapolitiikan kiristyssokin keskimääräinen vaikutus tehdasteollisuuden ja palvelusektorin kasvuun

(prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, Eurosystem, Altavilla ym., em. teos, ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio osoittaa BSVAR-malliin perustuvat tehdasteollisuuden ja palvelusektorin impulssivastefunktiot suhteessa yhden keskihajonnan suuruiseen rahapolitiikan tiukennussokkiin. Yhtenäiset viivat kuvaavat mediaanivasteita ja varjostetut alueet 68 prosentin luottamusvälejä (vasteet ovat merkitseviä myös 90 prosentin luottamustasolla). Rahapolitiikkasokit tunnistetaan etumerkkirajoitteisesti aitojen rahapolitiikkayllätysten perusteella, jotka näkyvät yhden vuoden OIS-koron muutoksina EKP:n rahapolitiittisten päätösten julkistusten yhteydessä. Rahapolitiikkasokkien oletetaan aiheuttavan välittömästi muutoksia OIS-koroissa ja vastaavan pituisten valtionlainojen tuotossa sekä vähentävän talouskasvua seuraavan vuoden aikana. Muiden malliin sisältyvien sokkien oletetaan olevan OIS-korkoihin kohdistuvalta absoluuttiselta vaikutukseltaan rahapolitiikkasokkeja pienempiä.

Rahapolitiikan viimeaikainen kiristyminen on hidastanut yhä enemmän talouskasvua vuonna 2023.

Mallin mukaan rahapolitiikkasokkien aiheuttama kiristyminen alkoi vaikuttaa talouskehitykseen jo vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä, kun EKP nosti ensimmäisen kerran ohjaukorkojaan, eli muutamaa vuosineljännestä sen jälkeen, kun rahapolitiikan normalisoitumisesta oli ilmoitettu vuoden 2021 lopussa (kuvio D). Sitä mukaa, kun korkojen nousu jatkui ja aiempien sokkien vaikutukset kumuloituivat, rahapolitiikan kiristymisen negatiiviset vaikutukset voimistuivat vuoden 2023 alkupuoliskolla, ja ne vaikuttivat tehdasteollisuuteen nopeammin ja voimakkaammin kuin palvelusektoriin. Mallin mukaan rahapolitiikan vaikutukset ovat todennäköisesti myös voimistuneet entisestään vuoden 2023 loppupuoliskolla, kun niiden välittyminen talouteen jatkui osaltaan palvelusektorin merkittävästi viipeellisen reaktion myötä. On syytä huomata, että nämä tulokset kuvaavat ainoastaan rahapolitiikkasokkien vaikutusta eivätkä inflaation takia toteutettujen systemaattisten rahapolitiikkatoimien yleisempää korkoja nostavaa

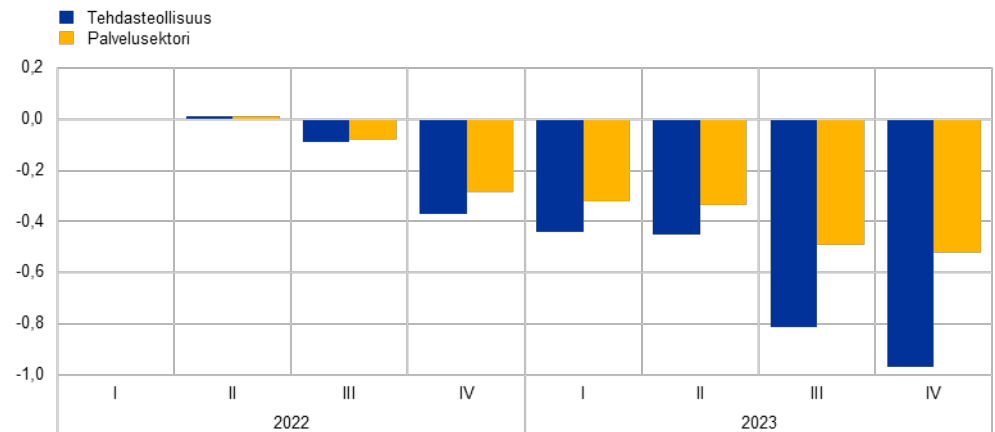
⁴⁹ Nämä tulokset ovat laadullisesti ja määrällisesti sopusoinnussa aiempien tutkimusten kanssa, joiden mukaan rahapolitiikalla näyttää olevan voimakkaampi vaikutus tehdasteollisuuteen ja hieman pitkäaikaisempi vaikutus palvelusektoriin. Ks. S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla ja K. Nikallexi, "Monetary policy and regional inequality", Working Paper -julkaisusarja, nro 2385, EKP, 2020. Ks. myös Talouskatsauksen 7/2023 kehikko "Industry structure and the real effects of monetary policy".

vaikutusta. Viimeksi mainitun voi olettaa vaikuttaneen talouteen tunnistettuja yksittäisiä rahapolitiikkasokkeja voimakkaammin.⁵⁰

Kuvio D

Rahapolitiikan kiristyssoikin toteutunut vaikutus tehdasteollisuuden ja palvelusektorin kasvuun

(prosenttimuutos vuoden 2021 viimeisestä neljänneksestä)



Lähteet: Eurostat, Eurosystem, Altavilla ym., em. teos, ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuvio osoittaa rahapolitiikkasokin vaikutukset BSVAR-mallin mukaan tehdasteollisuuden ja palvelusektorin kasvuun vuoden 2022 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2023 viimeiseen neljännekseen. Vuoden 2023 kolmannen ja neljännen neljänneksen vaikutukset perustuvat toiseen vuosineljännekseen mennessä toteutuneiden estimoitujen rahapolitiikkasokkien vaikutuksiin. Lisätietoa rahapolitiikkasokkien tunnistamisesta on esitetty kuvion C huomautuksissa.

⁵⁰ Ks. erilaisiin malleihin perustuvat arviot EKP:n rahapolitiikan viimeaikaisen kiristymisen kokonaistaloudellisista vaikutuksista *Talouksatsauksen 3/2023* kehikosta "A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021".

Johannes Gareis, Omiros Kouvavas ja Pedro Neves

Tässä kehitössä tarkastellaan kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen viimeaikaista kehitystä tuoreiden kyselytutkimustulosten valossa keskittyen eräisiin käsitteistöön ja mittaamiseen liittyviin kysymyksiin. Syyskuun 2023 lopussa toteutetussa EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimuksessa noin 21 % euroalueen kotitalouksista kertoi tulojensa kasvaneen 12 viime kuukauden aikana joko inflaation verran tai enemmän, 54 % arvioi niiden kasvaneen inflaatiota vähemmän ja 25 % raportoi tulojensa vähentyneen (kuvio A, kohta a). Tämä verrattain negatiivinen arvio viimeaikaisesta reaalityulojen kehityksestä koski varsin tasaisesti kaikkia tuloluokkia.⁵¹ Arvio on sopusoinnussa myös Euroopan komission kyselytutkimusten tulosten kanssa, joiden mukaan kuluttajien käsitykset heidän taloudellisesta tilanteestaan 12 edellisen kuukauden aikana ovat olleet merkittävästi pitkän aikavälin keskiarvoaan heikompia viime aikoina ja erityisesti siitä lähtien, kun inflaatio kiihtyi voimakkaasti sodan puhjettua Ukrainassa (kuvio A, kohta b). Käsitys kuitenkin poikkeaa kansantalouden tilinpidon tiedoista, joiden mukaan kotitalouksien käytettävissä olevat reaalitytulot kasvoivat vuoden 2023 alkupuoliskolla keskimäärin 8,6 % vuotta aiemmasta (kuvio B), mikä vastaa 1,1 prosentin suuruista käytettävissä olevien reaalityulojen kasvua.⁵² Kyselytutkimusten tulosten ja kansantalouden tilinpidon tietojen eroavaisuuden takia on syytä tarkastella yksityiskohtaisemmin kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen viimeaikaisia kehityspiirteitä ja niiden merkitystä yksityisen kulutuksen näkymien kannalta.

⁵¹ Vaikka tulojensa pienenemisestä kertoneiden kotitalouksien osuus on suhteellisesti korkeampi pienituloisten keskuudessa, reaalityulojen kasvusta kertoneiden vastaajien osuus on verrattain pieni ja samansuuruinen kaikissa tuloluokissa.

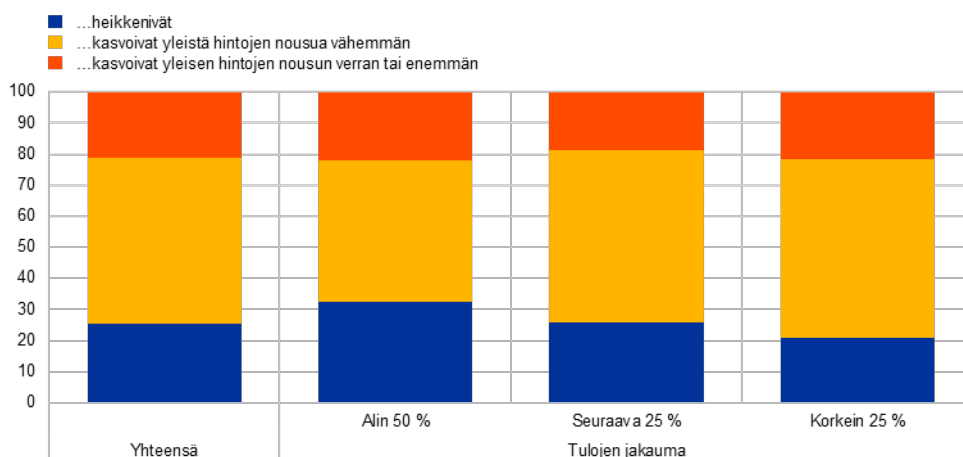
⁵² Kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja mitataan virallisissa tilastoissa osana ns. sektoritilinpidon, johon kuuluu yksityiskohtaisia kansantalouden tilinpidon tietoja jaoteltuna institutionaalisin sektoreihin, joita ovat kotitaloudet, kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt, julkisyhteisöt, yritykset ja rahoituslaitokset. Tässä kehitössä "kansantalouden tilinpidon tiedoilla" tarkoitetaan käytettävissä olevia tuloja koskevia virallisia tilastotietoja.

Kuvio A

Kuluttajien käsitykset heidän tulojensa ja taloudellisen tilanteensa kehityksestä

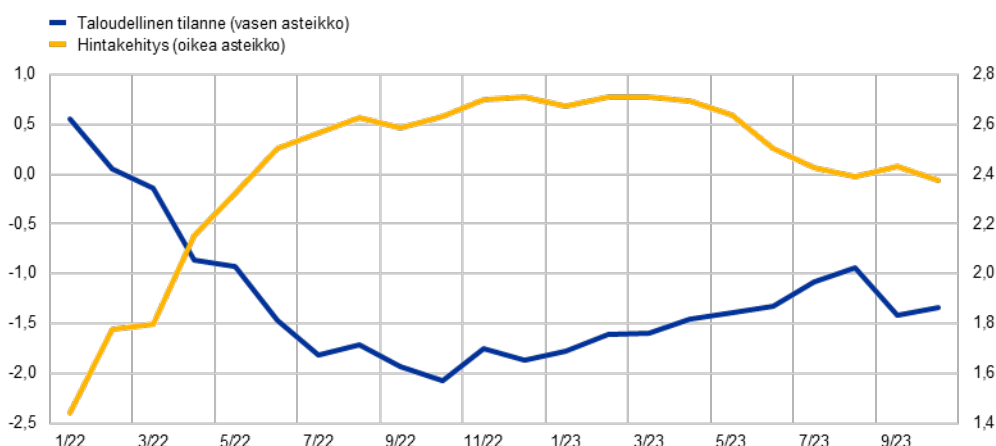
a) Käsitys tulojen kehityksestä suhteessa hintoihin 12 viime kuukauden aikana

(prosentteja kuluttajista)



b) Käsitys aiemmasta taloudellisesta tilanteesta ja hintakehityksestä

(standardoituja saldolukuja)



Lähteet: Kuluttajaodotusten kyselytutkimus (CES), Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohta a kuvaa kyselytutkimuksen vastauksia syyskuun 2023 lopussa kysymykseen, ovatko vastaajan kokonaisnettotulot 12 edellisen kuukauden aikana kasvaneet enemmän, saman verran tai vähemmän kuin yleinen hintataso vai ovatko ne supistuneet. Kohdassa b esitetyt kotitalouksien käsitykset aiemmasta taloudellisesta tilanteestaan ja hintakehityksestä on standardoitu ajanjaksolle 2000–2019.

Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat saaneet tukea työtulojen kasvusta sekä muiden tulojen kuin työtulojen vahvan kasvun jatkumisesta.

Sekä palkansaajakorvaukset että muut kotitalouksien tulojen erät pl. nettotulonsiirrot jatkoivat vuoden 2023 alkupuoliskolla merkittävää kasvuaan vuotta aiemmasta.

Palkansaajakorvaukset kasvoivat jakson aikana keskimäärin 7,1 % ja muut tulot kuin työtulot pl. nettotulonsiirrot kasvoivat 8,3 %, joten molemmat näistä eristä myötävaikuttivat merkittävästi käytettävissä olevien tulojen kasvuun (kuvio B).

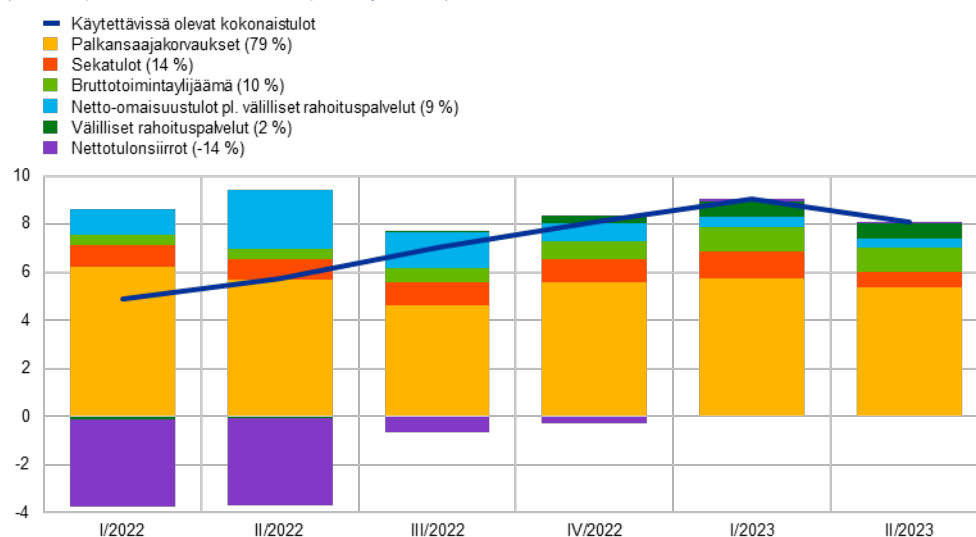
Nettotulonsiirroilla ei ollut merkittävää vaikutusta kotitalouksien tulokehitykseen vuoden 2022 jälkipuoliskolla eikä vuoden 2023 alkupuoliskolla, mutta vuoden 2022 alkupuoliskolla niiden kasvuvaikutus oli negatiivinen.⁵³ Kotitalouksien muiden tulojen

⁵³ Nettotulonsiirtojen negatiivinen vaikutus vuoden 2022 alkupuoliskolla liittyi koronatuukien päättymiseen, joka oli heikentänyt kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen vuotuista kasvua vuoden 2021 toisesta neljänneksestä alkaen.

(pl. työtulot ja nettotulonsiirrot) yksityiskohtaisempi tarkastelu osoittaa kaikkien pääerien kasvaneen merkittävästi vuoden 2023 alkupuoliskolla. Sekatulot (yrittäjätulot) kasvoivat 6,8 %, bruttotoimintaylijäämä 9,6 % ja netto-omaisuustulot 8,8 %.⁵⁴ Siinä missä sekatalojen kasvu on ollut verrattain vakaata, bruttotoimintaylijäämän kasvu on kiihtynyt merkittävästi, ja se saavutti vuoden 2023 alkupuoliskolla vuodesta 1999 alkavan aikasarjansa nopeimman vauhdin. Netto-omaisuustulot pl. välilliset rahoituspalvelut (FISIM-erä) saivat tukea osinkojen vahvasta kasvusta vuonna 2022.⁵⁵ Välilliset rahoituspalvelut kasvoivat voimakkaasti vuoden 2023 alkupuoliskolla, ja vaikka kyseisen erän osuus kokonaistuloista on vähäinen, sen vaikutus kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvuun vuoden 2023 alkupuoliskolla oli 0,6 prosenttiyksikköä.

Kuvio B Kotitalouksien nimellistulojen kehitys

(vuotuinen prosenttimuutos, erien osuudet prosenttiyksikköinä)



Lähteet: EKP ja Eurostatin rahoitustilinpidojen neljännesvuositilastot, EKP:n laskelmat.

Huom. Sulkeissa esitetyt luvut ovat lueteltujen tuloerien osuudet käytettävissä olevista tuloista vuonna 2022.

Kaikki kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen erät eivät ole kotitalouksien ulottuvissa positiivisena kassavirtana. Kansantalouden tilinpidon mukaiset kotitalouksien käytettävissä olevat tulot eroavat kotitalouksien kassavirrasta käsitteellisistä syistä, sillä kansantalouden tilinpidon tarkoituksena on mitata

⁵⁴ Sekatulot liittyvät tiiviisti yksityisyrittäjätuloihin, joilla mitataan kotitalouksien saamaa ylijäämää (tai alijäämää) muusta kuin yhtiömuotoisesta yrittäjyydestä. Omaisuustulot tarkoittavat rahoitusvarojen tai valmistamattomien aineellisten varojen omistajuudesta syntyviä tuloja (erityisesti maaomaisuus on valmistamaton aineellinen varallisuuserä, joten maanvuokrat kuuluvat omaisuustuloihin, kun taas asuntojen vuokrat kuuluvat sekataloihin, koska asunnot ovat valmistettuja aineellisia varoja). Bruttotoimintaylijäämä on pääasiassa laskennallinen virta, sillä se sisältää asuntotulon, joka tarkoittaa omistusasujien hypoteettista tuloa, jonka he olisivat saaneet antamalla asuntonsa vuokralle.

⁵⁵ Kansantalouden tilinpidossa välillisillä rahoituspalveluilla tarkoitetaan rahoituksenvälittäjien (esim. pankit) arvonlisäystä, joka liittyy rahoituspalveluihin, joista ei veloiteta erillistä palvelumaksua. Netto-omaisuustulot pl. välilliset rahoituspalvelut määritellään siten, että ne käsittävät muun muassa kotitalouksien todelliset nettokorkotulot yritysten jakamien tulojen (osinkojen) lisäksi. Euroalueen kotitalouksien ja yritysten nettokorkotulojen viimeaikaista kehitystä käsitellään tämän *Talouksatsauksen* kehikossa "Kotitalouksien ja yritysten nettokorkotulot". Ks. euroalueen yritysten tuloskehityksen arviointi yritysten näkökulmasta *Talouksatsauksen* 4/2023 kehikosta "Tulospuhelut: uutta näyttää yritysten voitoista, investoinneista ja rahoitusoloista".

mahdollisimman kattavasti ja täsmällisesti taloudellista toimeliaisuutta, kotitalouksien tulot mukaan lukien. Siksi tietoja on yhdisteltävä useista eri lähteistä, ja muuttujat, joita koskevaa tietoa ei ole suoraan saatavilla, on estimoitava.⁵⁶ Näin ollen kaikki kansantalouden tilinpidon mukaiset kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen erät eivät ole kotitalouksien ulottuvissa positiivisena kassavirtana eivätkä ne siksi välttämättä näy kotitalouksien käsityksissä tuloistaan (taulukko A). Tämä liittyy erityisesti muihin tuloihin kuin työtulot pl. nettotulonsiirrot, jotka kasvoivat vuoden 2023 alkupuoliskolla vuoden 2022 loppupuoliskoon verrattuna erityisesti bruttotoimintaylijäämän ja välillisten rahoituspalvelujen erän poikkeuksellisen voimakkaan kasvun myötä – joista kumpikaan ei tuottanut kotitalouksille positiivista kassavirtaa (kuvio B).

Taulukko A

Tuloerät ja niiden käytettävyys kassavirtana

	Tuloerä	Kansantalouden tilinpito	Tuottaako kassavirtaa?
Työtulot	Palkansaajakorvaukset	Palkat ja palkkiot (käteinen ja luontoisedut)	Kyllä
		Työnantajan sosiaaliturvamaksut	Ei
		Työnantajan laskennalliset sosiaaliturvamaksut	Ei
Muut tulot kuin työtulot pl. nettotulonsiirrot	Yrittäjätulot	Sekatulot	Kyllä
	Vuokratulot asunnoista ja kiinteistöistä	Sekatulot	Kyllä
	Asuntotulo	Toimintaylijäämä	Ei
	Saadut korot ennen välillisten rahoituspalvelujen osuuden kohdennusta	Saadut omaisuustulot	Kyllä
	Maksetut korot ennen välillisten rahoituspalvelujen osuuden kohdennusta	Maksetut omaisuustulot	Kyllä
	Välilliset rahoituspalvelut	Sekatulot, toimintaylijäämä, netto-omaisuustulot	Ei
Nettotulonsiirrot	Muut saadut sijoitustulot (esim. osingot) ja vuokrat (maaomaisuus ja maanalaiset luonnonvarat)	Saadut omaisuustulot	Kyllä
		Vakuutettujen omaisuustulot	Saadut omaisuustulot	Ei
Nettotulonsiirrot		Saadut etuudet (muut kuin luontoismuotoiset), sosiaaliset tulonsiirrot (ml. työnantajan sosiaaliturvamaksut), maksetut tuloverot ja maksetut omaisuusverot	Kyllä
		Luontoismuotoiset sosiaaliset tulonsiirrot	Ei

Lähteet: Eurostat ja EKP:n arviot.

Huom. Työnantajien (varsinaiset ja laskennalliset) sosiaaliturvamaksut eivät vaikuta kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin, koska ne ovat osa palkansaajakorvausta ja nettotulonsiirtoja, joten ne kasvattavat tuloja ensimmäisen erän osana ja supistavat tuloja jälkimmäisen erän osana.

Välilliset rahoituspalvelut -erä viittaa rahoituslaitosten tarjoamiin rahoituskenvälityspalveluihin, joihin liittyvää palkkiota ei veloiteta erikseen mutta jotka ovat merkityksellisiä pankkien tuotannon mittaamisen kannalta ja joilla voi siten olla vaikutusta BKT:hen ja kansantuloon.⁵⁷ Kotitalouksien kulutusluotoista ja asuntolainoista maksamat korkomenot sekä talletuksista saamat

⁵⁶ Ks. arvio kansantalouden tilinpidon tulotietojen ja kyselytietojen täsmäyttämistä EU:n tulo- ja elinolotilaston (EU-SILC) yhteydessä artikkelista V. Törmälehto, "Reconciliation of EU statistics on income and living conditions (EU-SILC) data and national accounts", *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

⁵⁷ Ks. välillisten rahoituspalvelujen käsitteestä ja niiden käsittelystä kansantalouden tilinpidossa Euroopan kansantalouden tilinpidonjärjestelmä 2010:n (EKT 2010) menetelmäkäsikirjan luku 14.

korkotulot kirjataan kansantalouden tilinpidossa osaksi pankkienvälistä jälleenrahoituskorkoa.⁵⁸ Tämä korko ei kuitenkaan ole sama kuin kotitaloudelle näkyvä korko, sillä antolainauskorot ovat tyypillisesti korkeampia ja talletuskorot matalampia kuin pankkienvälinen korko. Kansantalouden tilinpidon mukaisten maksettujen ja saatujen korkojen sekä todellisten summien erot kirjataan kotitalouksien rahoitussektorille maksamana implisiittisenä palvelumaksuna, joka raportoidaan kansantalouden tilinpidossa välillisten rahoituspalvelujen erässä. Välillisillä rahoituspalveluilla tarkoitetaan siis rahoituksenvälittäjien (esim. pankit) arvonlisäystä, joka syntyy rahoituspalveluissa, joista ei veloiteta erillistä palvelumaksua. Kotitaloussektorin osalta tämä välillisesti mitattu kate kohdennetaan sekä kulutukseen (kotitalouksille tarjottu rahoituspalvelu) että käytettävissä oleviin tuloihin (korvaamaan välillistä tulonmenetystä, joka johtuu kotitalouksiin tosiasiallisesti kohdistuvasta epäsuotuisammasta korosta), eikä se vaikuta lainkaan kotitalouksien säästämiseen.

Välillisillä rahoituspalveluilla on erityisen keskeinen asema kotitalouksien tulojen ja kulutuksen muodostuksessa nykyisessä voimakkaasti nousevien korkojen ympäristössä.⁵⁹ Välilliset rahoituspalvelut vaikuttavat huomattavasti kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kehitykseen aikoina, jolloin koroissa tapahtuu suuria muutoksia, kuten nykyisissä kiristyvän rahapolitiikan olosuhteissa (kuvio C). Koska lainakannan ja kotitalouksien talletusten korot sopeutuvat markkinamuutoksiin yleensä hitaasti, kesällä 2022 rahapolitiikan kiristymisen myötä alkanut pankkienvälisen koron nousu on johtanut talletuksiin liittyvän välillisten rahoituspalvelujen erän voimakkaaseen kasvuun ja lainoihin liittyvän välillisten rahoituspalvelujen erän voimakkaaseen supistumiseen. Koska kotitalouksien talletukset ovat niiden lainoihin verrattuna suuria, tällä on viime kädessä ollut positiivinen vaikutus kotitalouksien netto-omaisuustuloihin, ja välillisten rahoituspalvelujen osuus kotitalouksien käytettävissä olevista tuloista on noussut keskimäärin 1,7 prosentista vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla 2,1 prosenttiin vuoden 2023 ensimmäisellä puoliskolla.

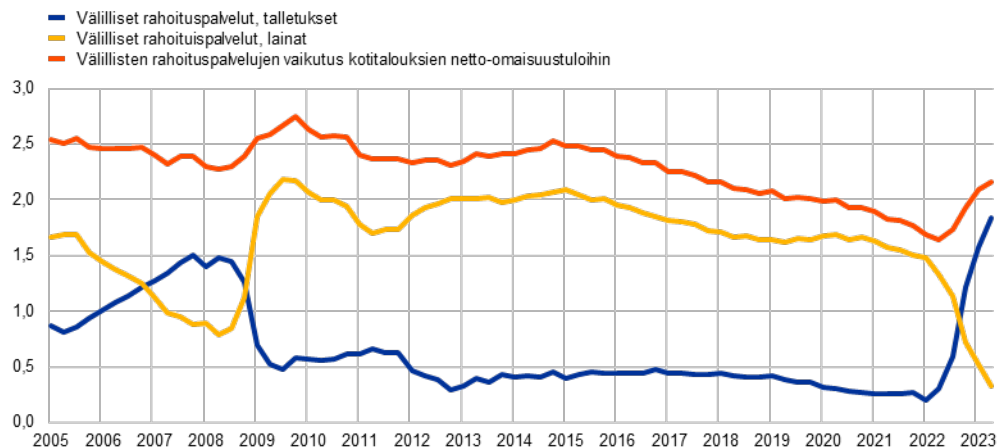
⁵⁸ Tämä tarkoittaa korkoa, jolla kotitalouksien oletetaan olevan halukkaita liiketoimeen yhtäältä lainanantajina ja toisaalta velallisina.

⁵⁹ Ks. arvio välillisten rahoituspalvelujen vaikutuksesta erityisesti kuluttajahintoihin Ranskassa julkaisussa "Economic Outlook - Cooling", *Conjoncture in France*, Ranskan kansallinen tilasto- ja taloustutkimuslaitos INSEE, joulukuu 2022.

Kuvio C

Välilliset rahoituspalvelut (FISIM)

(prosentteja kotitalouksien käytettävissä olevista tuloista)



Lähteet: EKP ja Eurostatin rahoitustilinpidon neljännesvuositilastot, EKP:n laskelmat.

Huom. Talletuksiin liittyvien välillisten rahoituspalvelujen osuus lasketaan ennen välillisten rahoituspalvelujen osuuden vähentämistä kotitalouksien saamien korkojen ja todellisten saatujen korkojen erotuksena, kun taas lainoihin liittyvien välillisten rahoituspalvelujen osuus on todellisen maksetun koron ja välillisten rahoituspalvelujen osuuden kohdentamisen jälkeisten korkojen erotus. Välillisten rahoituspalvelujen nettovaikutus kotitalouksien nettokorkotuloon ja näin ollen netto-omaisuustuloihin on talletusten ja lainojen välillisten rahoituspalvelujen osuuksien summa. Tuorein havainto on vuoden 2023 toiselta neljännekseltä.

Kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin sisältyy myös asuntotulo, joka vaikuttaa kotitalouksien bruttotoimintaylijäämään.

Kansantalouden tilinpidon mukainen kotitalouksien bruttotoimintaylijäämä mittaa kotitalouksien asuinpalvelujen tuotantoa omaan kulutukseen ilman kyseisen tuotannon edellyttämää välituotteiden kulutusta (esim. asuntolainoihin liittyvät välilliset rahoituspalvelut) ja veroja. Kotitalouksien asuinpalvelujen tuotanto omaan kulutukseen tarkoittaa laskennallista asuntotuloa, jonka kotitaloudet olisivat saaneet antamalla omistusasuntonsa vuokralle.⁶⁰

Bruttotoimintaylijäämän poikkeuksellisen voimakas kasvu vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä johtui sekä asuntotulon kasvusta että asuntolainoihin liittyvän välillisten rahoituspalvelujen erän supistumisesta.

Asuntotulon kasvu liittyi todennäköisesti vuokrainflaation kiihtymiseen: yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin kuuluvan vuokratointaindeksin mukaan vuokralaisten tosiasiallisesti maksamien vuokrien nousuvauhti kiihtyi vuoden 2022 jälkipuoliskolla olleesta 2 prosentista vuoden 2023 alkupuoliskolla 2,6 prosenttiin eli historiallisen nopeaksi (kuvio D). Samaan aikaan asuntolainoihin liittyvät välilliset rahoituspalvelut ovat todennäköisesti supistuneet tuntuvasti samoin kuin kaikkiin lainoihin liittyvä vastaava erä vuoden 2023 alkupuoliskolla (kuvio C). Molemmat tekijät eli asuntotulon kasvu ja asuntolainoihin liittyvien välillisten rahoituspalvelujen

⁶⁰ Asuntotulon sisällyttäminen kansantalouden tilinpitoon on tärkeää, jotta kiinteistötoiminta (vuokralaiset ja omistusasujat) saadaan täysimääräisesti katettua. Siten varmistetaan bruttokansantuotteen ja kansantulon kansainvälinen vertailtavuus, koska omistusasumisen yleisyys vaihtelee merkittävästi maittain. Asuntotuloa ei kuitenkaan voida mitata, vaan se täytyy arvioida.

supistuminen voivat selittää kotitalouksien bruttotoimintaylijäämän merkittävän kasvun vuoden 2023 alkupuoliskolla.⁶¹

Kuvio D

Vuokrien inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuotuiset keskiarvot)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Viimeisin havainto on vuoden 2023 kolmannelta neljänneksestä/lokakuulta.

Yksityisen kulutuksen vaimeat näkymät tuntuvat olevan sopusoinnussa kuluttajien viimeaikaista tulokehitystään koskevan negatiivisen käsityksen kanssa.

Vaikka välilliset rahoituspalvelut ja asuntotulo lisätään kansantalouden tilinpidossa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin, ne eivät vaikuta kotitalouksien kassavirtaan eivätkä kotitaloudet näin ollen välttämättä ota niitä lukuun tulojaan koskevissa käsityksissään. Siksi näillä tulolähteillä ei todennäköisesti ole keskeistä vaikutusta yksityisen kulutuksen kehitykseen.⁶² Eräs kotitalouksien tulojen mittari, jonka voi olettaa olevan lähempänä kotitalouksien tulokäsitystä, on työtulot. Palkansaajakorvausten sekä työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten deflaointi yksityisen kulutuksen deflaattorilla viittaa siihen, että reaalityulojen kasvu siten kuin kotitaloudet sen todennäköisimmin kokevat oli kansantalouden tilinpidon mukaisten käytettävissä olevien reaalityulojen kasvua heikompaa (kuvio E). Tämä on puolestaan johdonmukaisessa suhteessa kuluttajien kyselytutkimuksissa esittämiin pessimistisiin arvioihin reaalityulojen viimeaikaisesta kehityksestä (kuvio A) ja vastaavasti yksityisen kulutuksen vaimeisiin näkymiin.⁶³

⁶¹ Koska asuntolainoihin liittyvät välilliset rahoituspalvelut lisätään kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin netto-omaisuustulojen kautta ja vähennetään kotitalouksien tuloista bruttotoimintaylijäämän kautta (sekä sekataloina niiden kotitalouksien osalta, jotka tosiasiallisesti toimivat vuokranantajina), sillä ei ole kokonaisuutena vaikutusta kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin, vaan välillisten rahoituspalvelujen vaikutus kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin määrittyy käytännössä talletusten ja kulutusluottojen perusteella. Tämä vaikutus ei vastaa kuvioissa B ja C raportoituja välillisiä rahoituspalveluja, jotka kuvaavat välillisten rahoituspalvelujen vaikutusta kotitalouksien netto-omaisuustuloihin, joista on saatavissa virallista tilastotietoa.

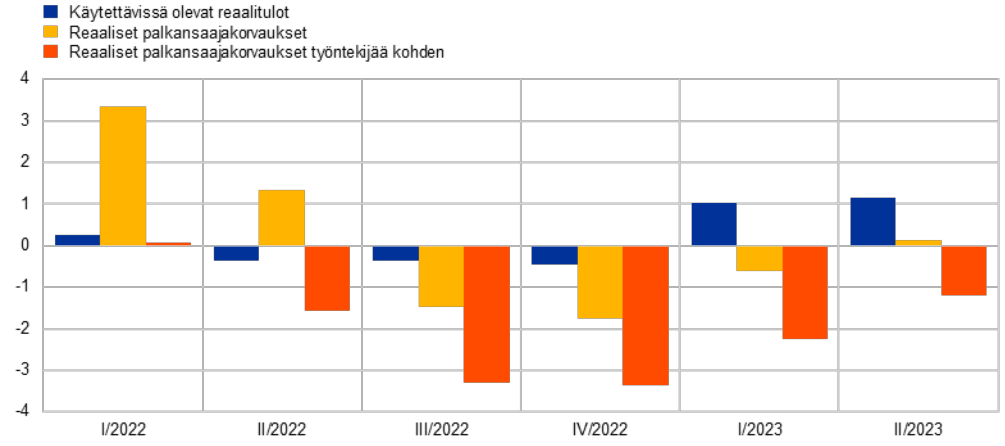
⁶² Rajakulutusalttiuden onkin osoitettu olevan korkeimmillaan likvideimpien tuloerien (kuten työtulot) osalta ja päinvastoin. Ks. G. Bondt, A. Gieseck, P. Herrero ja Z. Zekaite, "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", Working Paper -julkaisusarja, nro 2343, EKP, joulukuu 2019.

⁶³ Ks. arvio yksityisen kulutuksen näkymistä tämän Talouskatsauksen osasta "Talouskehitys".

Kuvio E

Kotitalouksien reaalitulojen kehitys

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Reaalityulojen kehitys on johdettu deflaamalla nimellistulot yksityisen kulutuksen deflaattorilla.

6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 2.8.–31.10.2023

Denis Lungu ja Kristian Tötterman

Tässä kehikossa tarkastellaan eurojärjestelmän rahapoliittisia operaatioita ja likviditeetin kehitystä vuoden 2023 viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 2.8.2023 ja päättyi 31.10.2023.

EKP:n neuvosto nosti kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksiköllä sekä 27.7.2023 että 14.9.2023 pidetyssä rahapolitiikkakokouksessa. Koronnostot tulivat voimaan viidennellä ja kuudennella pitoajanjaksolla. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti 27.7.2023 pidetyssä kokouksessa laskea vähimmäisvarantovelvoitteiden eli pankeilta vaadittavien keskuspankkitalletusten koron 0 prosenttiin. Päätös tuli voimaan kuudennen pitoajanjakson alussa.

Ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueen pankkijärjestelmässä väheni edelleen tarkastelujakson aikana. Väheneminen johtui ennen kaikkea pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) viidennen operaation erääntymisestä ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 27.9.2023 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista. Jossain määrin siihen vaikutti myös omaisuususerien osto-ohjelman (APP) omistusten asteittainen väheneminen sen jälkeen, kun eurojärjestelmä lopetti uudelleensijoitukset ohjelmassa 1.7.2023 alkaen. Likviditeetin vähenemistä kuitenkin tasapainotti jonkin verran riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen jatkuva väheneminen, joka on jatkunut negatiivisten korkojen jakson päättymisestä asti eli heinäkuusta 2022 ja jonka tärkeimpänä syynä on valtioiden talletusten väheneminen.

6.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni 101,3 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 1 735,0 miljardia euroa. Likviditeettitarpeen väheneminen vuoden 2023 kolmanteen ja neljänteen pitoajanjaksoon nähden johtui lähes yksinomaan riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen supistumisesta 101,3 miljardilla eurolla 1 570,0 miljardiin euroon (ks. taulukon A osa ”Muut likviditeettiä koskevat tiedot”). Sen taustalla puolestaan oli likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen väheneminen ja likviditeettiä lisäävien tekijöiden vaikutuksen kasvaminen. Vähimmäisvarantovelvoitteet pysyivät ennallaan ja olivat 165 miljardia euroa.

Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät vähenivät tarkastelujakson aikana 83,0 miljardilla eurolla 2 720,6 miljardiin euroon pääasiassa valtioiden talletusten vähenemisen ja muiden riippumattomien tekijöiden vaikutuksen vähenemisen vuoksi. Valtioiden talletukset (taulukon A osa ”Velat”) vähenivät tarkastelujakson aikana keskimäärin 32,8 miljardilla eurolla 222,6 miljardiin euroon

enimmäkseen viidennellä pitoajanjaksolla. Väheneminen kertoo siitä, että valtiokonttorit ovat normalisoineet pitämiään käteispuskureita ja mukauttaneet kassanhallintastrategioita. Syynä tähän olivat julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron muutokset, joiden vuoksi varojen siirtämisestä markkinoille tuli taloudellisesti edullisempi vaihtoehto.

EKP laski julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron enimmäismäärää. Uusi enimmäismäärä tuli voimaan 1.5.2023, ja sen suuruus on €STR-korko miinus 0,20 prosenttiyksikköä.

Eurojärjestelmän kansalliset keskuspankit voivat omalla päätöksellään poiketa enimmäismäärästä ja maksaa julkisyhteisöjen talletuksille enimmäismäärää alemmaa korkoa. Esimerkiksi Saksan keskuspankki asetti 1.10.2023 alkaen kotimaisten julkisyhteisöjen talletusten koroksi 0 %. Tämän muutoksen vaikutuksen kyseisiin julkisyhteisöjen talletuksiin kuitenkin kompensoivat muihin vastaaviin talletuksiin kohdistuvat kausivaihteluun liittyvät muutokset. Repomarkkinoiden tilanteen normalisoituminen ja repokorkojen nousu suhteessa €STR-viitekorkoon ovat myös vaikuttaneet siihen, että markkinasijoitukset ovat houkuttelevampi vaihtoehto kuin talletukset eurojärjestelmän tileille. Liikkeessä olevien setelien määrä väheni tarkastelujakson aikana 5,5 miljardia euroa 1 559,8 miljardiin euroon, mikä kertoo siitä, että negatiivisten korkojen jakson päätyttyä setelien hallussapito jatkuvasti vähenee. Myös muut riippumattomat tekijät vähenivät keskimäärin 44,7 miljardilla eurolla. Se johtuu muiden saamisten ja arvonmuutostilien useista muutoksista.

Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi 18 miljardia euroa ja oli 1 150,8 miljardia euroa. Euromääräiset nettosaamiset kasvoivat

tarkastelujakson aikana 28,5 miljardilla eurolla. Kasvu johtui suurelta osin siitä, että euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle vähenivät edelleen. Tämä puolestaan kertoo eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden asiakkaiden kassanhallintastrategioiden muutoksesta sen jälkeen, kun myös eurojärjestelmän varannonhoitopalveluiden talletuskorko muuttui 1.5.2023. Valuuttamääräiset nettosaamiset vähenivät 10,5 miljardia euroa, mikä tasoitti osin edellä mainittua muiden riippumattomien tekijöiden vaikutuksen vähenemistä.

Taulukossa A esitetään yhteenveto eurojärjestelmän likviditeettitilanteesta sekä edellä käsitellyistä riippumattomista tekijöistä ja niiden muutoksista.⁶⁴

⁶⁴ Riippumattomia tekijöitä on käsitelty tarkemmin artikkelissa "EKP:n likviditeetin hallinta", *EKP:n kuukausikatsaus*, toukokuu 2002.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 2.8.2023–31.10.2023						Edellinen tarkastelujakso: 10.5.2023–1.8.2023	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 2.8.–19.9.		Kuudes pitoajanjakso: 20.9.–31.10.		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät	2 720,6	(-83,0)	2 735,5	(-48,0)	2 703,3	(-32,1)	2 803,6	(-128,3)
Liikkeessä olevat setelit	1 559,8	(-5,5)	1 564,2	(-2,8)	1 554,7	(-9,5)	1 565,4	(+8,2)
Valtioiden talletukset	222,6	(-32,8)	222,5	(-31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(-114,3)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) ¹⁾	938,2	(-44,7)	948,8	(-13,3)	925,8	(-23,0)	982,9	(-22,3)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	9,5	(-5,1)	9,0	(-3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(-6,8)
Vähimmäisvarantovelvoitteet²⁾	165,0	(-0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(-0,7)	165,0	(-0,3)
Talletusmahdollisuus	3 615,1	(-300,3)	3 647,4	(-57,0)	3 577,4	(-70,1)	3 915,4	(-130,0)
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: 2.8.2023–31.10.2023						Edellinen tarkastelujakso: 10.5.2023–1.8.2023	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 2.8.–19.9.		Kuudes pitoajanjakso: 20.9.–31.10.		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät	1 150,8	(+18,0)	1 139,5	(+19,6)	1 164,0	(+24,5)	1 132,8	(+61,8)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	927,5	(-10,5)	924,3	(-3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Euromääräiset nettosaamiset	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Rahapoliittiset välineet	5 359,5	(-406,7)	5 417,9	(-128,1)	5 291,5	(-126,4)	5 766,2	(-327,1)
Avomarkkinaoperaatiot	5 359,4	(-406,7)	5 417,8	(-128,1)	5 291,4	(-126,4)	5 766,1	(-327,2)
Huutokauppaoperaatiot	568,2	(-329,3)	606,6	(-86,3)	523,5	(-83,1)	897,5	(-274,7)
Perusrahoitusoperaatiot	6,8	(+0,5)	5,6	(-5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(-1,5)	3,8	(+1,4)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	553,3	(-334,2)	592,2	(-84,4)	508,0	(-84,1)	887,5	(-281,1)
Suorat arvopaperisijoitukset ¹⁾	4 791,2	(-77,3)	4 811,2	(-41,8)	4 767,9	(-43,3)	4 868,6	(-52,5)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

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

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 2.8.2023–31.10.2023						Edellinen tarkastelujakso: 10.5.2023–1.8.2023	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 2.8.–19.9.		Kuudes pitoajanjakso: 20.9.–31.10.		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä ¹⁾	1 735,0	(-101,3)	1 761,4	(-67,8)	1 704,1	(-57,3)	1 836,3	(-190,4)
Riippumattomien tekijöiden nettovaikutus ²⁾	1 570,0	(-101,3)	1 596,1	(-68,0)	1 539,6	(-56,6)	1 671,3	(-190,1)
Ylimääräinen likviditeetti ³⁾	3 624,5	(-305,3)	3 656,4	(-60,2)	3 587,3	(-69,0)	3 929,8	(-136,8)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

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

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

Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

	Nykyinen tarkastelujakso: 2.8.2023–31.10.2023				Edellinen tarkastelujakso: 10.5.2023–1.8.2023			
	Viides pitoajanjakso: 2.8.–19.9.		Kuudes pitoajanjakso: 20.9.–31.10.		Kolmas pitoajanjakso		Neljäs pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
Maksuvalmiusluotto	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
Talletusmahdollisuus	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR-korko	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
RepoFunds Rate Euro -korko	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Lähteet: EKP, CME Group ja Bloomberg.

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

6.2 Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 406,7 miljardilla eurolla ja oli 5 359,5 miljardia euroa (kuvio A). Tärkeimpänä taustatekijänä oli huutokauppaoperaatioiden määrän väheneminen.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 329,3 miljardilla eurolla 568,2 miljardiin euroon. Taustalla oli avointen pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan (TLTRO III) luottojen väheneminen. Se johtui TLTRO III -operaation viidennen sarjan erääntymisestä (66,7 miljardia euroa) ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 27.9.2023 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista (34,2 miljardia euroa) sekä TLTRO III -operaation neljännen sarjan erääntymisestä (476,8 miljardia euroa) ja pankkien muissa TLTRO-operaatioissa 28.6.2023 suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista (29,5 miljardia euroa), joiden vaikutus näkyi luotto-operaatioiden

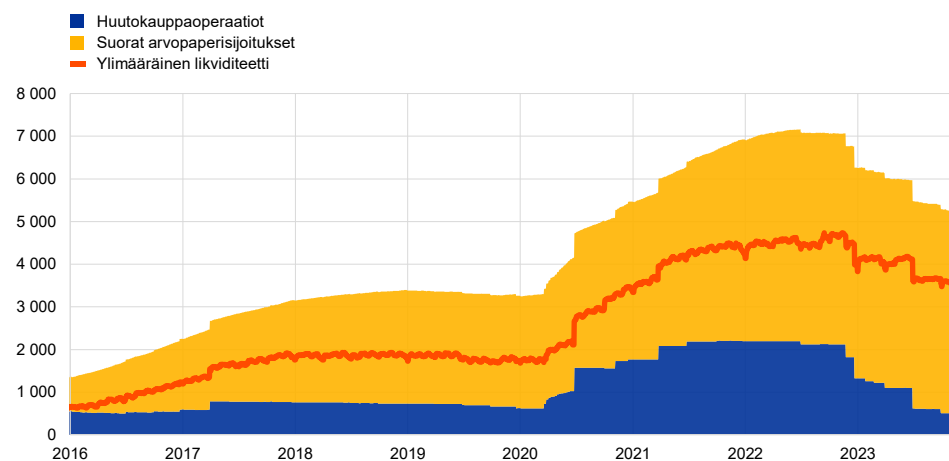
keskimääräisessä tasossa edellisellä tarkastelujaksolla. Avointen luottojen määrät eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioissa kasvoivat keskimäärin 0,5 miljardilla eurolla ja kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa 4,3 miljardilla eurolla, joten niiden kasvu oli vain hieman suurempi kuin TLTRO III -operaatioissa tehtyjen takaisinmaksujen likviditeettiä vähentävä vaikutus. Avointen luottojen määrän vähäinen kasvu näissä operaatioissa kertoo pankkien vakaasta likviditeettiasemasta ja vaihtoehtoisten varainhankintalähteiden saatavuudesta.

Suorien arvopaperisijoitusten kautta luodun likviditeetin keskimääräinen volyymi väheni tarkastelujaksolla 77,3 miljardia euroa. Väheneminen johtui siitä, että omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoitukset lopetettiin 1.7.2023 alkaen. Netto-ostot pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) päättyivät maaliskuun 2022 lopussa. Siitä alkaen eurojärjestelmä on sijoittanut tässä ohjelmassa erääntymisen yhteydessä takaisin maksettavan pääoman täysimääräisesti uudelleen.⁶⁵

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot 31.10.2023.

6.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi väheni 305,3 miljardia euroa ja oli 3 624,5 miljardia euroa (kaavio A). Ylimääräinen likviditeetti on pankkien tekemien vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle jaetun kokonaislikviditeetin ja pankkien vähimmäisvarantovelvoitteidensa kattamiseksi

⁶⁵ Osto-ohjelmissa hankitut omaisuuserät kirjataan jaksotetun hankintamenon perusteella ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

tarvitseman likviditeetin eroa. Ylimääräinen likviditeetti oli suurimmillaan syyskuussa 2022 (4 748 miljardia euroa), minkä jälkeen se on vähentynyt asteittain pääasiassa TLTRO III -operaatioissa suoritettujen ennenaikaisten takaisinmaksujen ja erääntymisten vuoksi. Osasyynä oli myös uudelleensijoitusten lopettaminen omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) 1.7.2023 alkaen.

6.4 Korkokehitys

Euromääräisten markkinoiden lyhyt korko (€STR) nousi 0,478 prosenttiyksikköä. Edellisen tarkastelujakson viimeisenä päivänä 1.8.2023 se oli 3,404 %, ja tässä käsitellyn tarkastelujakson viimeisenä päivänä 31.10.2023 se oli 3,882 %. Korkokehitys mukaili EKP:n ohjauskorkojen nostoja.⁶⁶ EKP:n elo- ja syyskuussa 2023 toteuttamien ohjauskorkojen nostojen vaikutus välittyi vakuudettomiin yön yli -rahamarkkinakorkoihin täysimääräisesti ja välittömästi. Neljänneksen lopun ja kuukauden lopun vaikutukset €STR-korkoon olivat hieman suuremmat syyskuussa ja lokakuussa. Tämä johtuu pankkien pyrkimyksestä optimoida vähimmäisvarantokanta ja supistaa varantotalletuksia vuoden 2023 seitsemännellä ja kahdeksannella pitoajanjaksolla. €STR-korko oli syyskuun lopussa 0,120 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko ja lokakuussa 0,118 prosenttiyksikköä sitä alempi, mikä siis on hieman enemmän kuin neljänneksen lopun ja kuukauden lopun keskimääräinen korkoero vuonna 2023, joka oli 0,108 prosenttiyksikköä.

Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko (RepoFunds Rate Euro Index) nousi tarkastelujakson aikana 0,496 prosenttiyksikköä. Se oli 3,438 prosenttia 1.8.2023 ja 3,934 prosenttia 31.10.2023. EKP:n ohjauskorkojen nostojen vaikutus välittyi myös vakuudellisille rahamarkkinoille täysimääräisesti ja välittömästi. Repomarkkinat toimivat vakaasti monista syistä, joita olivat esimerkiksi nettoemissoiden kasvu alkuvuoden 2023 jälkeen, TLTRO-operaatioiden vakuudeksi toimitettujen omaisuuserien vapautuminen takaisinmaksujen yhteydessä ja omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien volyymin väheneminen.

⁶⁶ Korkoon vaikutti 31.10.2023 myös kuukauden vaihtumisen vaikutus.

Kotitalouksien ja yritysten nettokorkotulot

Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik ja Mika Tujula

Tässä kehikossa tarkastellaan kotitalouksien ja yritysten nettokorkotulojen kehitystä korkojen viimeaikaisen nousun aikana. Korkojen pysyttyä vuosikymmenen ajan alhaisina EKP aloitti heinäkuussa 2022 useiden ohjauskoronnostojen sarjan. Ohjauskorkojen muutokset vaikuttavat korollisista saamisista, kuten pankkitalletuksista, saataviin korkoihin ja korollisista veloista, kuten lainoista ja joukkolainoista, maksettaviin korkoihin. Nämä vuorostaan vaikuttavat kotitalouksien ja yritysten korkotuloihin ja korkomenoihin, joihin vaikuttavat niin ikään kotitalouksien ja yritysten korollisten saamisten ja velkojen koko, niiden jäljellä oleva maturiteetti ja korontarkistusjakson pituus. Nettokorkotulot eli saadut korot, joista on vähennetty maksetut korot, kuvastavat suoraa kanavaa, jossa EKP:n ohjauskorkojen muutokset välittyvät säästäjille ja lainanottajille näillä olevien saamisten ja velkojen korkojen kautta.⁶⁷ Tämän lisäksi kotitalouksiin ja yrityksiin ovat vaikuttamassa kannustimina toimivat uusien lainojen ja säästämisinstrumenttien korot sekä muut välittymiskanavat, joita tässä kehikossa ei käsitellä.⁶⁸

Koko euroalueen kotitalouksien ja yritysten nettokorkotulot ovat viime vuosina olleet negatiiviset. Nettokorkotulot ovat olleet negatiiviset myös julkisyhteisösektorin kaltaisilla sektoreilla sekä euroalueen ulkopuolisessa maailmassa, joskin jälkimmäisessä paljon vähemmässä määrin. Jyrkkänä poikkeuksena kehityksestä ovat rahoitusalan yritykset, joiden nettokorkotulot ovat olleet vahvasti positiiviset. Maksetut korot ovat vuodesta 2007 alkaen ylittäneet saadut korot euroalueen kotitalouksilla enimmillään 1 prosentilla BKT:stä ja yrityksillä enimmillään 2,5 prosentilla BKT:stä (kuvio A). Nettokorkotulojen reagoiminen EKP:n tuoreimpaan koronnostojaksoon vaihtelee eri kotitalouksien ja yritysten välillä. Euroalueen yritysten nettokorkotulot osuutena BKT:stä ovat vuoden 2021 lopulta alkaen supistuneet 0,3 prosenttiyksiköllä, kun taas kotitalouksien nettokorkotulot ovat kasvaneet 0,1 prosenttiyksiköllä. Nämä erilaiset kehityssuunnat johtuvat siitä, että kotitalouksien velkakannastaan maksama korko on reagoinut verkkaisemmin kuin yritysten, mikä taas liittyy pitkälti siihen, että kotitalouksien lainoista suurempi osuus on kiinteäkorkoisia lainoja.⁶⁹

⁶⁷ Tässä kehikossa keskitytään nettokorkotuloihin ennen välillisten rahoituspalvelujen (FISIM) kohdentamista, sillä ne ilmaisevat tarkemmin efektiivisiä laina- ja talletuskorkoja. Tämä eroaa kansantalouden tilinpidossa käytetystä mittaustavasta, jossa nettokorkotulot kirjataan FISIMin kohdentamisen jälkeen, jolloin maksetut ja saadut korot lasketaan ikään kuin talletusten ja lainojen korkona olisi tietty viitekorko tai pankkien välinen jälleenrahoituskorko. FISIMiä käytetään kansantalouden tilinpidossa rahoituslaitosten tarjoamien sellaisten rahoituspalvelujen arvon laskemiseen, joista ei peritä suoria palkkioita. Lisätietoja on [Euroopan kansantalouden tilinpito- ja aluetilinpitojärjestelmästä Euroopan unionissa 21.5.2013 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen \(EU\) N:o 549/2013](#) (EUVL L 174, 26.6.2013, s. 1) luvussa 14 sekä artikkelissa "Household Income", *Economic Outlook*, INSEE, 15.12.2022.

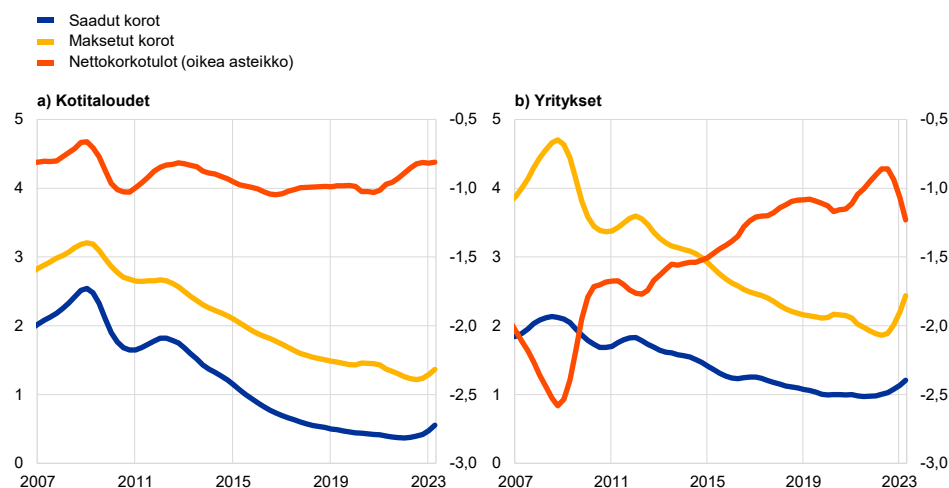
⁶⁸ Lisätietoja aiheesta on *Talouksatsauksen* 4/2016 kehikossa "[Matalat korot ja kotitalouksien nettokorkotulot](#)". Rahapolitiikan tärkeimpiä välittymiskanavia käsitellään julkaisussa P. R. Lane, "[The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#)", puhe pankkialan vakavaraisuutta ja rahapolitiikkaa käsitelleessä paneelikeskustelussa, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12.7.2023.

⁶⁹ Kiinteäkorkoisten lainojen osuudesta euroalueen kotitalouksien ja yritysten lainoissa ks. P. R. Lane, em. julkaisu.

Kuvio A

Euroalueen kotitalouksien ja yritysten saamat ja maksamat korot sekä nettokorkotulot

(neljän vuosineljänneksen virrat, prosentteja nimellisestä BKT:stä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n neljännesvuotuiset sektoritiedot sekä tekijöiden laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä.

Saamisista saatujen ja veloista maksettujen korkojen erotus on tärkeä nettotulojen osatekijä.

Vaikka nimellinen nettovarallisuusasema olisi positiivinen, koko euroalueen tasolla kotitalouksien negatiiviset nettokorkotulot osoittavat, että velkakannasta maksettu keskimarkkinakorko on talletuskannalle saatua keskimarkkinakorkoa suurempi rahoitusalan yritysten tarjoamien maturiteettitransformaatiopalvelujen ja niihin liittyvien rahoituksenvälityksen marginaalien vuoksi (kuviot B). Vuoden 2021 lopulta alkaen euroalueen kotitalouksien nettokorkotulot ovat saaneet tukea siitä, että asuntolainakannan korot ovat reagoineet hitaasti asuntolainojen pitempien laina-aikojen vuoksi. Näin on ollut huolimatta uusien asuntolainojen korkojen nopeasta noususta. Vaikka kotitaloudet järjestelivät aktiivisesti sijoitussalkkujaan uudelleen painottaen määräaikaistalletuksia ja velkapapereita, saatua korkoa on heikentänyt yhä suurempi -talletuksissa olevien säästöjen suuri osuus. Näiden säästöjen tuotto on yleensä alhaisempi, eivätkä ne reagoi yhtä herkästi ohjauksenkorkojen muutoksiin. Kotitalouksien saamista korkotuloista johdettu korko on kehittynyt samankaltaisesti kuin kotitalouksien talletuskannan yhdistelmäkorkeus. Vastaavanlainen kuva syntyy yritysten maksamista ja saamista korkoista, joskin yritysten saamista korkotuloista johdettu korko on paljon korkeampi verrattuna niiden talletuskannan yhdistelmäkorkeuteen. Kyseiset talletukset muodostavat vain kolmanneksen yritysten korollisista saamisista, joista suurin osa liittyy suurituloisempiin yritysten välisiin lainoihin.

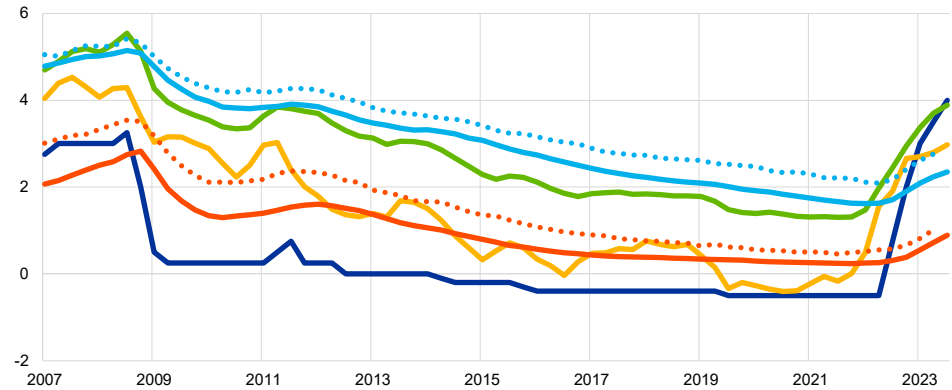
Kuvio B

Euroalueen kotitalouksien ja yritysten talletusten ja lainojen korot

a) Kotitaloudet

(vuotuisia prosentteja)

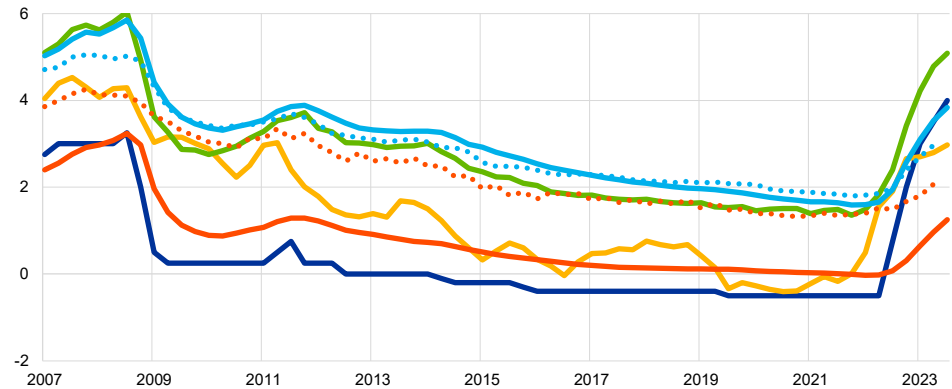
- EKP:n talletuskorko
- 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko
- Kotitalouksien talletuskannan yhdistelmäkorke
- Kotitalouksien asuntolainakustannusten indikaattori
- Kotitalouksien asuntolainakannan yhdistelmäkorke
- Saaduista koroista johdettu korko
- Maksetuista koroista johdettu korko



b) Yritykset

(vuotuisia prosentteja)

- EKP:n talletuskorko
- 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko
- Yritysten talletuskannan yhdistelmäkorke
- Yritysten lainakustannusten indikaattori
- Yritysten lainakannan yhdistelmäkorke
- Saaduista koroista johdettu korko
- Maksetuista koroista johdettu korko



Lähteet: Eurostat ja EKP:n neljännesvuotuiset sektoritiedot, rahalaitosten korkotiedot, tase-erätiedot ja tekijöiden laskelmat. Huom. Tuoreimmat havainnot ovat johdettujen korkojen osalta vuoden 2023 toiselta neljännekseltä ja muiden erien osalta vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä. Kotitalouksien yhdistelmäkorke on yön yli -talletusten, määräaikaistalletusten ja irtisanomisehtoisten talletusten painotettu keskiarvo. Yritysten yhdistelmäkorke on kantojen suuruuden mukaan painotettu yön yli -talletusten, määräaikaistalletusten ja takaisinostosopimusten keskiarvo.

Euroalueen tason nettokorkotulojen taustalla on merkittäviä maakohtaisia eroja, jotka johtuvat pääosin eri sektorien erilaisista nettovarallisuusasemista.

Viidestä suurimmasta euroalueen maasta Espanjassa ja Alankomaissa

kotitalouksien nettokorkotulot ovat merkittävästi muita negatiivisemmat (kuvio C).

Vuonna 2023 kotitalouksien nettokorkotulot olivat Espanjassa noin -10 % BKT:stä ja

Alankomaissa -2 % BKT:stä, kun muissa suurissa euroalueen maissa vastaava

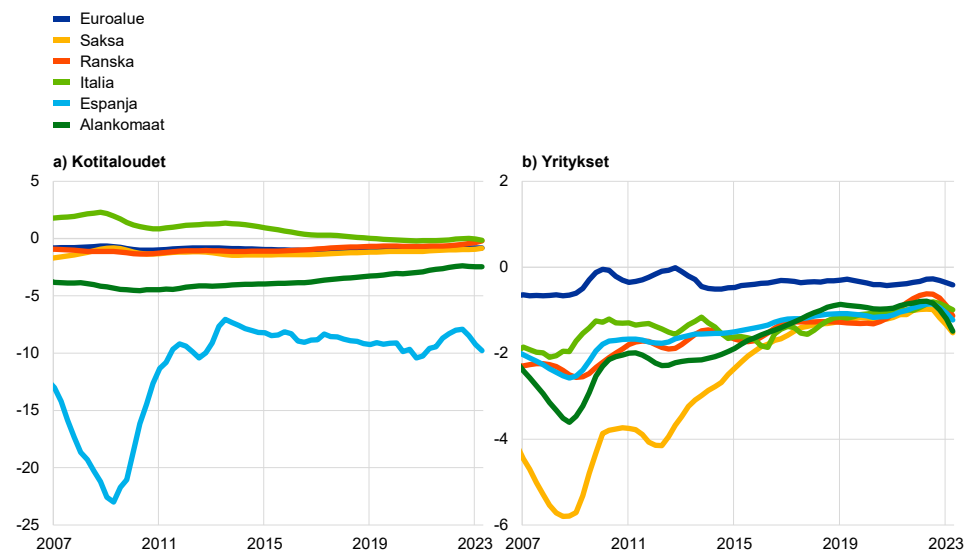
prosenttiluku oli lähellä nollaa. Italian kotitaloudet ovat skaalan toisessa päässä, sillä

niiden nettokorkotulot ovat pitkään olleet positiiviset ja muuttuivat vain lievästi negatiivisiksi vuonna 2020. Viime vuosineljänneksen aikana kotitalouksien nettokorkotulot ovat pysyneet suhteellisen tasaisina kaikissa suurimmissa euroalueen maissa lukuun ottamatta Espanjaa, jossa ne ovat selvästi laskeneet. Laskun taustalla ovat vaihtuvakorkoisten asuntolainojen suhteellisen suuri osuus Espanjan lainakannasta, minkä vuoksi velkojen korot reagoivat nopeammin markkinakorkojen nousuun, ja merkittävät yön yli -talletukset sekä ohjaukorkojen hitaampi välittyminen maan talletuskorkoihin. Yritysten nettokorkotulot ovat kaikissa maissa laskeneet koronnostojakson alettua vuonna 2022, minkä taustalla on maturiteeteiltaan lyhytaikaisten tai vaihtuvakorkoisten yritysvelkojen suuri kokonaisuus, joskin tässä on merkittävää maittaista vaihtelua.

Kuvio C

Nettokorkotulot suurimmissa euroalueen maissa

(neljän vuosineljänneksen virrat, prosentteja nimellisestä BKT:stä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n neljännesvuosittaiset sektoritiedot sekä tekijöiden laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä.

Nettomääräiset korolliset saamiset ovat myös olleet merkittävänä tekijänä nettokorkotulojen kehityksessä, ja niissä on jyrkkiä eroja maiden välillä.

Kotitalouksien korolliset saamiset ovat velkoja suuremmat kaikissa suurimmissa euroalueen maissa lukuun ottamatta Alankomaita (kuviot D).⁷⁰ Nettomääräiset korolliset saamiset ovat olleet johdonmukaisesti Italiassa suuremmat kuin muissa suurissa euroalueen maissa, missä näkyvät muita alhaisempi velkaantuneisuus ja suuremmat korollisten saamisten, etenkin julkisyhteisöjen velkapapereiden, omistukset. Nettomääräiset korolliset saamiset prosentteina BKT:stä ovat kuitenkin supistuneet Italiassa vuoden 2009 lopusta asti. Tämän taustalla oli velkapaperisijoitusten väheneminen, joka selittää nettokorkotulojen kehittymisen lähemmäs koko euroalueen tasoa. Alankomaissa ovat aiemmin olleet yleisiä

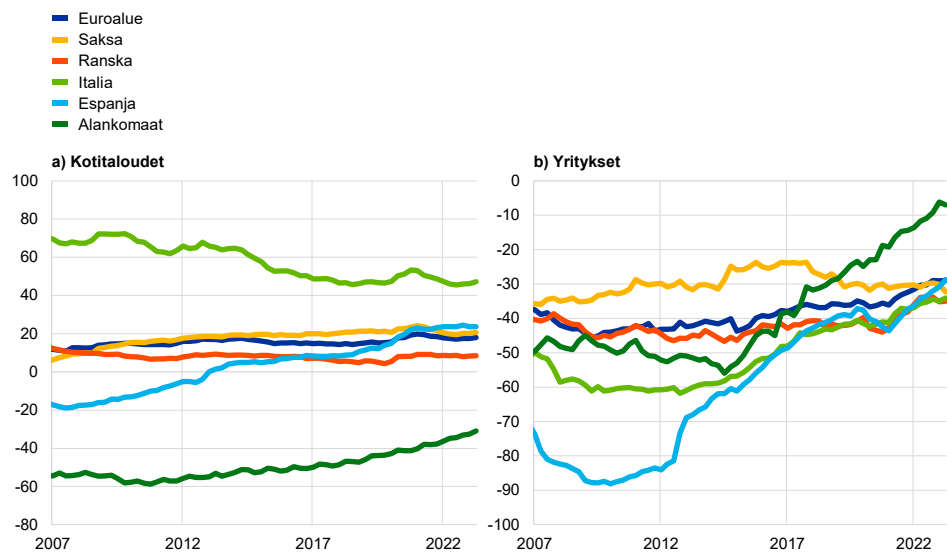
⁷⁰ Talletusten ja velkapapereiden lisäksi kotitaloudet voivat säästää ostamalla osakkeita, sijoitusrahasto-osuuksia, henki- ja eläkevakuutuksia sekä kiinteistöjä. Kotitalouksien nettovarallisuusasema eli saamisten kokonaisuus ja velkojen kokonaisuus välinen ero oli euroalueen viidessä suurimmassa jäsenvaltiossa 420–607 % BKT:stä vuoden 2023 toisella neljänneksellä.

asuntolainat, joista maksetaan laina-aikana pelkät korot, ja tämä selittää, miksi velat ylittävät korolliset saamiset ja miksi nettokorkotulot ovat koko euroalueen tasoa alhaisemmat. Espanjassa nettomääräiset korolliset saamiset ovat kasvaneet maailmanlaajuisesta finanssikriisistä asti velkaantuneisuuden vähentyessä. Tämä väheneminen sekä vaihtuvakorkoisten lainojen suuri osuus ja korkojen lasku ovat yhdessä johtaneet nettokorkotulojen kohenemiseen. Nettokorkotulot ovat Espanjassa silti edelleen merkittävästi pienemmät kuin muissa suurissa euroalueen maissa. Tämä johtuu siitä, että vähätuottoisten yön yli -talletusten osuus korollisten saamisten kokonaismäärästä on Espanjassa jatkuvasti kasvanut vuodesta 2014 asti ja on nykyisellään paljon suurempi kuin muissa maissa. Yrityksillä korolliset velat ovat saamia suurempia kaikissa suurimmissa euroalueen maissa. Nettomääräiset korolliset saamiset prosentteina BKT:stä ovat viime vuosikymmenen aikana pysyneet suhteellisen ennallaan Saksassa ja Ranskassa, mutta kasvaneet tasaisesti Espanjassa, Italiassa ja Alankomaissa. Espanjassa ja Italiassa nettokorkotulojen koheneminen vuodesta 2012 asti selittyy pääasiassa velkaantuneisuuden vähenemisellä yhdessä vaihtuvakorkoisen velan suuren osuuden ja korkojen laskun kanssa.

Kuvio D

Nettomääräiset korolliset saamiset euroalueella ja euroalueen suurimmissa maissa

(kannan määrät, prosentteja nimellisen BKT:n neljän neljänneksen virroista)



Lähteet: Eurostat, EKP:n neljännesvuotuiset sektoritiedot ja tekijöiden laskelmat.

Huom. Nettomääräiset korolliset saamiset ovat institutionaalisen sektorin korollisten saamisten kokonaismäärä, josta on vähennetty sen velat. Korollisiin saamiin sisältyvät talletusvarat, suoraan omistetut velkapaperit ja myönnettyt lainat. Kotitalouksien kohdalla velkoihin sisältyvät kaikilta institutionaalisilta sektoreilta saadut lainat. Yritysten velkoihin sisältyvät myös liikkeeseen lasketut velkapaperit. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2023 toiselta neljännekseltä.

Kaiken kaikkiaan koronnousujen vaikutus institutionaalisen sektorin nettokorkotuloihin riippuu siitä, toimiiko sektori nettolainantajana vai nettolainanottajana. Nousevat korot vaikuttavat negatiivisesti niihin

institutionaalsiin sektoreihin, joiden on lainattava varoja rahoituskustannusten kasvun vuoksi. Nettosäästäjien tulot sitä vastoin kasvavat, sillä ne voivat hyödyntää saamistensa korkojen nousua. Lisäksi saamiskannasta saatujen ja velkakannasta maksettujen korkojen muutokset tapahtuvat vaihteittain, kun vaihtuvakorkoiset

instrumentit uudelleenhinnoitellaan ja vanhat kiinteäkorkoiset instrumentit erääntyvät. Euroalueen kotitalouksien nettokorkotulot ovat vuoden 2021 lopusta asti kasvaneet 0,1 prosentilla BKT:stä, ja ne ovat kiihdyttäneet hieman yksityistä kulutusta korkotulojen rajakulutusalttiuden kautta. Niiden positiivinen vaikutus kulutukseen on kuitenkin ollut pienempi kuin korkojen nousun negatiivinen vaikutus, joka on välittynyt muiden kanavien kautta. Yritysten nettokorkotulot ovat sen sijaan supistuneet vuoden 2021 lopulta asti 0,3 prosentilla BKT:stä, ja kassavirran herkkyys tälle supistumiselle on johtanut investointien laskuun.

Rahan määrän kehitys rahapolitiikan kiristymisjakson aikana

Ramón Adalid, Max Lampe ja Silvia Scopel

Vuoden 2022 puolessavälissä alkanut ohjauskorkojen nostojakso on saanut pankit nostamaan tarjoamiaan talletuskorkoja. Tähän mennessä EKP on nostanut kolmea keskeisintä ohjauskorkoaan 4,50 prosenttiyksiköllä rahapolitiikan kiristymisjakson aikana. Verrattuna korkotasoon, joka vallitsi toukokuun 2022 lopulla hiukan ennen kuin ensimmäisestä koronnostosta ilmoitettiin kesäkuisessa tiedotustilaisuudessa, uusien määräaikaistalletussopimusten korot ovat nousseet 3,72 prosenttiyksiköllä ja yön yli -talletusten korot 0,50 prosenttiyksiköllä.

Talletuskorot ovat silti edelleen ohjauskorkoihin verrattuina jonkin verran tavanomaista alempana, etenkin kotitalouksilla ja pääasiassa niiden yön yli -talletuksissa. Positiivisen korkotason vallitessa määräaikaistalletusten tuotto seuraa yleensä tiiviisti ohjauskoron kehitystä.⁷¹ Lokakuussa 2023 euroalueen yrityksille tarjottiin keskimäärin 3,70 prosentin vuosikorkoa ja kotitalouksille 3,27 prosentin vuosikorkoa uusista määräaikaistalletussopimuksista, joiden maturiteetti oli enintään kaksi vuotta. Tämä merkitsee, että tuottoero ohjauskorkoon nähden on yritysten kohdalla -0,30 prosenttiyksikköä ja kotitalouksilla -0,73 prosenttiyksikköä. Yritysten määräaikaistalletusten tuottoero mahtui lokakuussa tavanomaiseen vaihteluväliin. Kotitalouksien määräaikaistalletuksissa taas tuottoero oli hieman suurempi, mutta ei ennennäkemättömän suuri, vaan kutakuinkin samaa luokkaa kuin vuoden 2001 alkupuolella, vuosien 2000–2001 kiristymisjakson huippuvaiheessa. Toisin kuin määräaikaistalletuksissa, yön yli -talletuksissa tuotto jää tyypillisesti tuntuvasti ohjauskorkoa alhaisemmaksi korkotason ollessa selvästi nollan yläpuolella, mikä on linjassa avistatalletusten tarjoamien maksu-, likviditeetti- ja mukavuuspalvelujen kanssa (kuvion A kohta a).⁷² Yön yli -talletusten tuotto reagoi myös hitaasti, joten ohjauskorkoon syntyvä tuottoero yleensä kasvaa kiristyvien suhdanteiden aikana. Tuottoeron kasvu sopii yhteen sen ajatuksen kanssa, että pankin vaihdon suuret kustannukset antavat pankeille markkinavoimaa etenkin avistatalletusmarkkinoilla.⁷³ Lokakuussa 2023 näiden talletusten negatiivinen tuottoero oli huomattavasti suurempi kuin vuosina 2007–2008, jolloin korot vakautuivat koronnostojakson huippuvaiheessa, mutta pienempi kuin vuoden 2000 jakson huipputasolla. On kuitenkin huomattava, että jaksolla 2007–2008 talletusten tuottoa saattoivat osittain tukea pankkien likviditeettitarpeet globaalin finanssikriisin puhjetessa. Vastaavasti nykyisen koronnostojakson dynamiikkaan näyttää myös osittain vaikuttavan se, että

⁷¹ Ohjauskorko on korko, jota keskuspankki käyttää rahapolitiikkansa viestimiseen. Perusrahoitusoperaatioiden korkoa käytettiin viitekorkona laskettaessa talletuskorkojen tuottoeroja euron ensimmäiseltä vuosikymmeneltä, sillä ylimääräisen likviditeetin ollessa hyvin vähäistä perusrahoitusoperaatioiden korko oli markkinakorkojen tärkein viitekorko. Kuluneen vuosikymmenen aikana talletuskorkoja on sen sijaan verrattu valtaosin EKP:n talletuskorkoon, josta on tullut markkinakorkojen tärkein ankkuri vallitsevassa tilanteessa ylimääräisen likviditeetin ollessa runsasta.

⁷² Ks. I. Drechsler, A. Savov ja P. Schnabl, "The deposits channel of monetary policy", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, nro 4, 2017, s. 1819–1876.

⁷³ Ks. A. Polo, "Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission", *Staff Working Paper*, nro 933, Bank of England, 2021.

pankkien varainhankintatarpeet ovat pienet antolainauksen ollessa vaisua ja kilpailun ollessa joissakin talletusmarkkinoiden segmenteissä vähäistä.⁷⁴

Talletuskorkojen kertyneet muutokset ovat olleet suhteellisen heikkoja, osittain siksi, että talletuskorot olivat ohjauskorkoja korkeammat nykyistä jaksoa edeltäneen negatiivisten korkojen jakson aikana, mutta myös siksi, että ohjauskorkojen nostojen välittyminen kotitalouksien yön yli -talletusten korkoihin on ollut aidosti heikompaa. Talletuskorkojen nousun suhde

ohjauskorkojen nousuun on mittari, jota käytetään yleisesti vertailtaessa korkojen talletuskorkoihin välittymisen voimakkuutta eri kiristymisjaksoilla. Tästä suhteesta puhutaan yleensä talletusten beetakertoimena. Tämä mittari on kuitenkin herkkä alkupisteen ajoitukselle etenkin, jos talletuskoron ja ohjauskoron välinen ero alkupisteen aikaan poikkeaa tavanomaisesta. Näin oli nykyisen kiristymisjakson alussa, sillä vuoden 2022 puolessavälissä talletuskorkojen ja ohjauskorkojen väliset erot olivat negatiiviset (kuvion A kohdan a oikea kaavio). Nämä käänteiset talletusten tuottoerot kertovat siitä, että pankit olivat haluttomia välittämään negatiivisia korkoja vähittäismarkkinoiden tallettajilleen vahvojen lainsäädännöllisten esteiden ja oikeudenkäyntiriskien tai talletusten nostamista koskevien huoltien vuoksi.⁷⁵ Negatiivisten ja hyvin matalien korkojen jakson päättyessä ohjauskoron ja talletuskorkojen väliset erot alkoivat palautua kohti tavanomaisia tasojaan, ja tuossa vaiheessa ohjauskorkojen nostot aiheuttivat talletuskorkoihin vain vähäistä nousua. Tästä syystä on tärkeää, että kun talletuskorkojen välittymistä vertaillaan aiempiin kiristymisjaksoihin talletusten beetakertoimien avulla, matalien korkojen jakso on jätettävä pois vertailusta. Vertailun ulkopuolelle voitaisiin esimerkiksi jättää jakso, jonka aikana ohjauskorko oli 2 prosentin eli edellisen kiristymisjakson alkutason alapuolella. Jos näin tehdään, kaikkien yön yli -talletusten sekä kotitalouksien hallussa olevien määräaikaistalletusten beetakertoimet kasvavat. Talletusten kokonaisbeetakertoimiin eli talletusten beetakertoimiin, joissa eri talletustyyppien korkojen nousut on painotettu talletuskantojen suuruuden mukaan, vaikuttaa myös se, että yön yli -talletusten osuus yritysten ja kotitalouksien talletuksista on nyt aiempaa suurempi (kuvion B kohta b). Jos yön yli -talletusten ja määräaikaistalletusten tuoton yhdistämiseen käytetään vuosien 2005–2007 kiristymisjakson talletusosuuksia (nykyisten osuuksien sijasta), talletuksille saadaan beetakerroin, joka on lähellä aiempien koronnostojaksojen kertoimia joskin yhä hieman niitä pienempi (kuvion A kohta b). Tämä johtuu enimmäkseen siitä, että ohjauskoron nostojen välittyminen kotitalouksien yön yli -talletuksiin on aidosti heikompaa.

⁷⁴ Ks. S. Mayordomo ja I. Roibás, ”The pass-through of market interest rates to bank interest rates”, *Documentos ocasionales*, nro 2312, Banco de España, 2023.

⁷⁵ Ks. *Talouksensuunnitelman* 3/2020 artikkeli ”Negative rates and the transmission of monetary policy”.

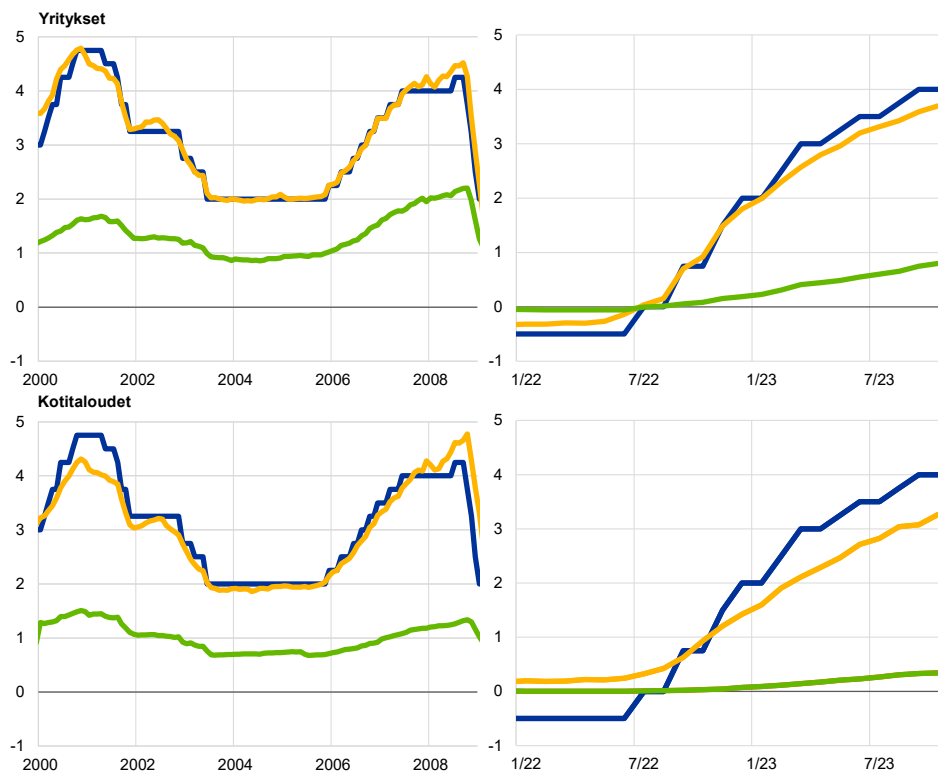
Kuvio A

Korkomuutosten välittyminen euroalueella

a) Korkotasot

(prosentteja vuositasolla)

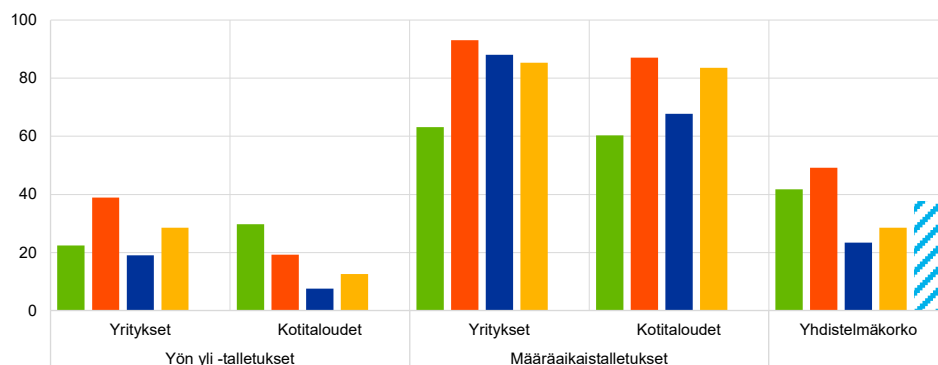
- EKP:n asianomainen ohjauskorko
- Määräaikaistalletukset
- Yön yli -talletukset



b) Talletusten beetakertoimet

(prosentteja)

- Jakso 1999–2000
- Jakso 2005–2007
- Nykyinen jakso
- Nykyinen jakso (ohjauskoron 2 prosentin tasosta alkaen)
- Nykyinen jakso (ohjauskoron 2 prosentin tasosta alkaen) painotettuna jakson 2005–2007 yön yli- ja määräaikaistalletuksilla



Lähde: EKP.

Huom. Määräaikaistalletukset ovat sellaisten uusien talletussopimusten korkoja, joiden maturiteetti on enintään kaksi vuotta. Talletusten beetakertoimet määritellään talletuskorkojen nousun suhteena ohjauskorkojen nousuun. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2023.

Tilanne, jossa määräaikaistalletusten ja joukkolainojen tuotot ovat kasvaneet pitkän matalien ja negatiivisten korkojen jakson jälkeen, on kannustanut

siirtämään varoja näihin instrumentteihin yön yli -talletuksista ja muista vähätuottoisista talletuksista.

Matalien korkojen aikana yön yli -talletusten hallussapidon vaihtoehtokustannus oli hyvin pieni, joten kotitaloudet ja yritykset kerryttivät käytännössä kaikki uudet rahavaransa yön yli -talletuksiin (kuvion B kohta a). Rahapolitiikan käynnissä oleva tiukentuminen ja sen välittyminen talletuskorkoihin ja muiden rahoitusvarojen tuottoihin on kasvattanut yön yli -talletusten hallussapidon vaihtoehtokustannuksen samankaltaisille tasoille kuin aiempien koronnostojaksojen aikana. Tämä on saanut yritykset ja kotitaloudet siirtämään merkittävän osan epätavallisen suuresta yön yli -talletuskannastaan määräraikaistalletuksiin ja joukkolainoihin. Yön yli -talletuskanta on supistunut vuoden 2022 puolenvälin tasostaan, mutta on edelleen tavanomaiseen tasoonsa nähden suuri. Tämä tilanne korostuu erityisesti kotitalouksilla enemmän kuin yrityksillä (kuvion B kohta b),⁷⁶ mikä saattaa selittää sen, että yritysten tekemät talletusvarojen siirrot ovat olleet maltillisia kahden viime vuosineljänneksen aikana.

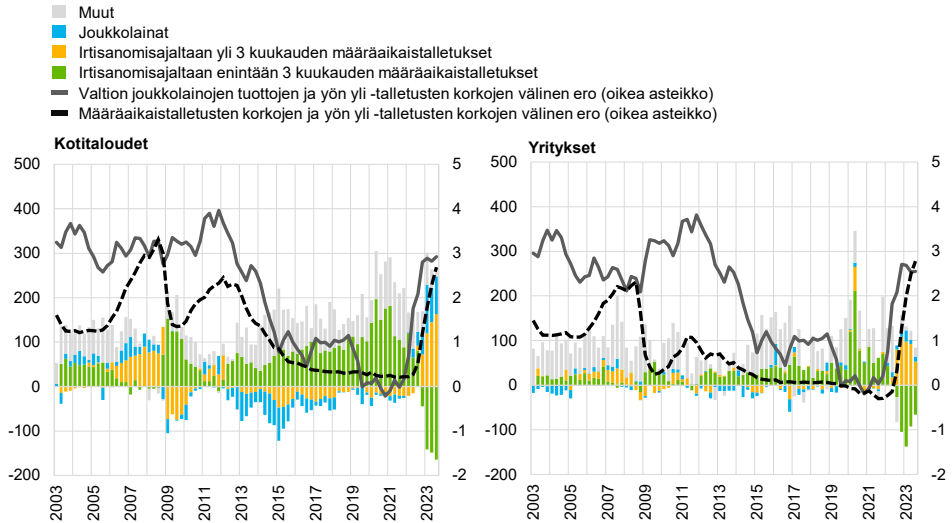
⁷⁶ Vuoden 2005 viimeinen neljännes on otettu merkitykselliseksi viitejaksoksi vertailussa, koska vuoden 2005 kiristymisjakso alkoi siitä. Vaikka vertailukohteena käytettäisiin pitemmän ajanjakson keskiarvoa (kuten kuvion A kohdan a oikeassa kaaviossa), johtopäätökseksi tulisi silti, että yön yli -talletusten osuus on edelleen merkittävästi aiempaa suurempi erityisesti kotitaloussektorilla.

Kuvio B

Salkkujen uudelleenjärjestelyt

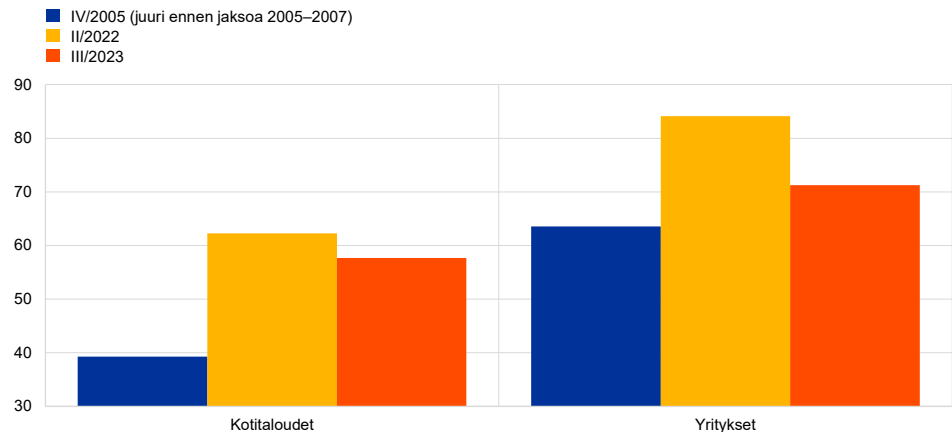
a) Yritysten ja kotitalouksien rahoitusinvestoinnit

(vasen asteikko: neljännesvuosittaiset virrat, mrd. euroa; oikea asteikko: prosenttiyksikköjä)



b) Yön yli -talletukset

(prosenttiosuuksia kaikista talletusvaroista)



Lähde: EKP.

Sen lisäksi, että rahapolitiikan muutokset vaikuttavat kotitalouksien ja yritysten sijoituspäätöksiin, ne vaikuttavat eri tavoin rahan luomiseen.

Ensinnäkin ne vaikuttavat siihen luoton luomisen kautta: kun pankit tarjoavat luottoa, tämä kasvattaa välittömästi lainanottajien talletussaldoja, joita nämä voivat sitten käyttää maksuihinsa ja muihin rahoitustoimiinsa.⁷⁷ Toiseksi lavean rahan saldot kasvavat vastaavalla tavalla, kun keskuspankki hankkii varoja muilta euroalueella asuvilta kuin pankeilta, ja myös silloin, kun euroalueen ulkopuoliset hankkivat tavaroita, palveluja ja rahoitusvaroja muilta euroalueella asuvilta kuin pankeilta.⁷⁸

⁷⁷ Tämä ei merkitse, että pankit voivat luoda rajoittamattomasti talletuksia. Ensinnäkin luodut talletukset saattavat hyvin päätyä toisiin pankkeihin. Toiseksi pankkien on luottoa myöntäessään otettava huomioon muun muassa laajempi rahoitus- ja vakavaraisuuspositionsa ja omat riskinsä sekä noudatettava rajoittavia säännöksiä.

⁷⁸ M3 koostuu pääosin rahalaitosten liikkeeseen laskemista lyhytaikaisista ja likvideistä veloista, jotka ovat rahaa hallussa pitävän sektorin hallussa.

Lisäksi keskuspankin pankeille myöntämä luotto voi sekin johtaa rahan luomiseen siltä osin kuin se korvaa joukkolainarahoituksen ja vapauttaa siten varoja, jotka tallettajat voivat pitää tileillään.

Käynnissä oleva rahapolitiikan kiristyminen on heikentänyt laveamman rahan luomista hidastaen sen kasvuvauhdin ennätyksellisen alhaiselle negatiiviselle tasolle. Nykyisen kiristymisjakson alkamisen jälkeen korkojen nousu on hillinnyt huomattavasti sekä lainojen kysyntää että niiden tarjontaa. Tämä on supistanut jyrkästi luoton määrää, joka on tyypillinen rahan luomisen lähde. Lisäksi eurojärjestelmän taseen supistuminen on voimistanut luoton tarjonnan vähenemistä, ja sillä on ollut välitön heikentävä vaikutus M3:n kehitykseen kahden kanavan kautta. Nämä ovat 1) TLTRO-operaatioissa lainattujen varojen takaisinmaksut, jotka kannustavat pankkeja laskemaan liikkeeseen pitkäaikaisia joukkolainoja ja pienentävät siten rahasaldoja, kun tallettajat hankkivat näitä joukkolainoja, ja 2) omaisuuserien osto-ohjelman omistusten asteittaiset lunastukset, jotka poistavat rahaa kierrosta.⁷⁹ Tästä seuraa, että yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen osuus M3:n vuotuisessa kasvussa supistui vuoden 2022 puolenvälin 4 prosenttiyksiköstä noin nolnaan lokakuussa 2023. Pankkien joukkolainojen liikkeeseenlaskut puolestaan pienentävät tällä hetkellä M3:n vuotuisesta kasvua noin 1,5 prosenttiyksiköllä. Eurojärjestelmän ostojen suora osuus, joka oli vuoden 2022 alussa ollut lähes 6 prosenttiyksikköä, muuttui negatiiviseksi ja oli -1 prosenttiyksikköä lokakuussa 2023. Ulkomaisten sijoittajien tekemät valtion joukkolainojen ostot ovat kuitenkin pitkälti kompensoineet sen, joskin kotitalouksien tekemät joukkolainaostot hidastavat tällä hetkellä hieman rahan määrän kehitystä. Vaihto- ja pääomataseiden ylijäämän elpyminen, jossa näkyy myös ulkomaisten tavaroiden kotimaisen kysynnän heikkeneminen, on sekin tukenut edelleen rahan nettomääräistä sisäänvirtausta euroalueen ulkopuolelta vuoden 2022 lopulta asti (kuvion C kohta a).

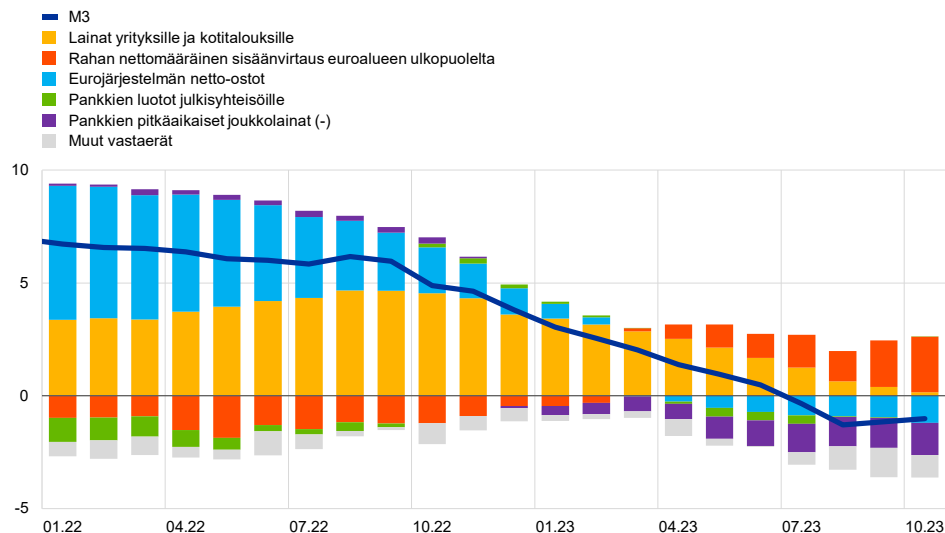
⁷⁹ Ks. P. Lane, "The banking channel of monetary policy tightening in the euro area", puhe pankkialan vakavaraisuutta ja rahapolitiikkaa käsitelleessä paneelikeskustelussa, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12.7.2023.

Kuvio C

Raha-aggregaatit

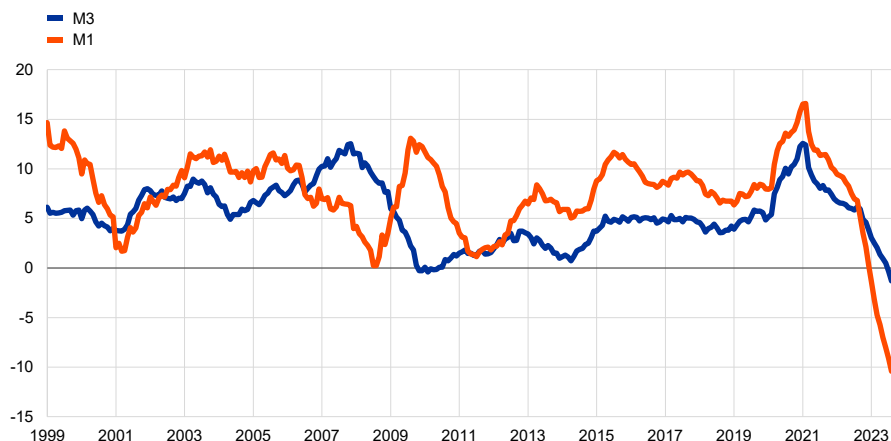
a) Rahan luomisen lähteet

(vuotuinen prosenttimuutos; kontribuutiot vuotuisen prosenttimuutokseen)



b) Raha-aggregaatit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2023.

Talletusvarojen siirrot ja lavean rahan supistuminen ovat muuttaneet suppean raha-aggregaatin M1:n kasvun poikkeuksellisen negatiiviseksi. Koska M1:n pääeriä ovat yön yli -talletukset, varojen siirrot niistä muualle ovat supistaneet tätä aggregaattia ennennäkemättömän paljon (kesästä alkaen noin 10 %; kuvion C kohta b). Koska M1:n kasvu on aiemmin ennustanut hyvin bruttokansantuotteen kasvua, kehitys on herättänyt huolta talouskasvun hidastumisesta entisestään.⁸⁰ Tämä yhteys toimii osittain kulutus-, säästämis- ja sijoituspäätösten kautta, sillä M1 on relevantti talouden likvidiyden indikaattori. Nykytilanteessa indikaattorin tavanomaista signaalia saattavat kuitenkin hämärtää käynnissä olevat varojen siirrot pois yön yli -talletuksista sekä M1:n aiempi, vuonna 2015 alkanut vahva kasvu, joka

⁸⁰ Ks. *Talouksatsoituksen* 3/2019 kehikko "The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area".

johtui pitkälti omaisuuserien netto-ostojen ja matalien korkojen yhteisvaikutuksesta. Toisin sanoen sellaisen M1:n supistumisen, joka johtuu yön yli -talletusten salkkuosuuksien pienenemisestä, pitäisi periaatteessa vaikuttaa vähemmän toimijoiden rahankäyttökapasiteettiin. Siten sen negatiivisen BKT-vaikutuksen pitäisi olla pienempi kuin tyypillisessä M1:n supistumisessa etenkin, kun yön yli -talletusten kanta on edelleen suhteellisen suuri tavanomaiseen verrattuna. Tämä ei kuitenkaan merkitse, että M1 pitäisi tykkänään sivuuttaa, varsinkaan jos samaan aikaan rahoitusmarkkinoilla on kireyttä ja likviditeetin kysyntä on kasvanut.

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-2.9	-2.2	-10.4	-4.1	2.2	-6.1	1.3	1.7	1.2	0.9	0.0	2.6	0.3
2021	6.5	5.8	8.7	2.6	8.4	5.9	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2022	3.2	1.9	4.3	1.0	3.0	3.4	9.5	6.7	8.0	9.1	2.5	1.9	8.4
2022 Q4	0.5	0.6	0.1	0.2	0.8	-0.1	10.1	7.5	7.1	10.8	3.8	1.8	10.0
2023 Q1	1.0	0.6	0.3	1.2	2.3	0.1	8.6	7.2	5.8	10.2	3.6	1.3	8.0
Q2	0.6	0.5	0.2	0.9	0.5	0.1	6.5	6.9	4.0	8.4	3.3	0.1	6.2
Q3	0.7	1.3	0.0	-0.7	1.3	-0.1	6.2	6.7	3.5	6.7	3.2	.	5.0
2023 June	-	-	-	-	-	-	5.7	6.6	3.0	7.9	3.3	0.0	5.5
July	-	-	-	-	-	-	5.9	6.7	3.2	6.8	3.3	-0.3	5.3
Aug.	-	-	-	-	-	-	6.4	6.8	3.7	6.7	3.2	0.1	5.2
Sep.	-	-	-	-	-	-	6.2	6.6	3.7	6.7	3.0	0.0	4.3
Oct.	-	-	-	-	-	-	5.6	6.5	3.2	4.6	3.3	-0.2	2.9
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	3.1	.	.	.	2.4

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)							Merchandise imports ¹⁾				
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47.3	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.1	45.3	-4.1	-4.1	-4.0
2021	54.7	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.0	52.1	11.3	9.9	12.8
2022	50.6	50.7	53.0	50.3	48.2	51.4	49.9	51.0	47.8	2.6	4.3	0.9
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	0.8	2.8	-1.3
Q2	51.7	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	-0.2	-0.2	-0.2
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.0	47.6	0.6	-0.4	1.7
Q4	48.4	46.5	48.5	50.1	47.9	48.2	48.7	48.3	47.0	-1.8	-1.9	-1.7
2022 July	50.9	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	50.9	48.6	1.1	0.6	1.8
Aug.	49.2	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.0	47.5	1.0	-0.4	2.5
Sep.	49.8	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.1	46.5	0.6	-0.4	1.7
Oct.	49.2	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	-0.1	-0.8	0.7
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	-1.0	-1.5	-0.4
Dec.	47.9	45.0	49.0	49.7	48.3	49.3	48.6	47.7	46.7	-1.8	-1.9	-1.7

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP													
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾				
	1	2	Private consumption	3	Government consumption	4	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	9	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
							5	Total construction	Total machinery						7	8
Current prices (EUR billions)														
2020	11,517.2	11,106.0	5,951.3	2,579.7	2,534.3	1,236.1	689.6	601.8	40.6	411.2	5,222.9	4,811.7		
2021	12,475.1	11,979.7	6,351.9	2,737.4	2,728.4	1,390.3	761.2	570.3	162.0	495.5	6,171.6	5,676.2		
2022	13,492.2	13,248.4	7,062.9	2,899.4	3,019.7	1,561.8	847.0	603.7	266.4	243.7	7,436.2	7,192.5		
2022 Q4	3,457.9	3,383.8	1,828.1	742.7	774.6	398.3	219.0	155.6	38.3	74.1	1,912.6	1,838.5		
2023 Q1	3,526.3	3,391.4	1,853.8	738.7	783.5	405.2	223.5	153.1	15.3	134.9	1,898.2	1,763.3		
Q2	3,570.4	3,432.4	1,871.5	751.3	788.2	404.3	226.3	155.6	21.4	138.0	1,863.6	1,725.7		
Q3	3,591.7	3,452.8	1,895.1	759.3	795.0	406.7	229.0	157.3	3.4	138.9	1,834.4	1,695.5		
<i>as a percentage of GDP</i>														
2022	100.0	98.2	52.3	21.5	22.4	11.6	6.3	4.5	2.0	1.8	-	-		
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>														
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>														
2022 Q4	-0.1	-0.5	-0.8	0.5	-0.4	-0.6	-0.8	0.6	-	-	-0.3	-1.1		
2023 Q1	0.1	-0.6	0.0	-0.5	0.4	0.8	2.0	-2.8	-	-	-0.3	-1.6		
Q2	0.1	0.8	0.0	0.2	-0.1	-0.8	0.3	1.4	-	-	-1.1	0.0		
Q3	-0.1	-0.1	0.3	0.3	0.0	-0.3	0.4	0.4	-	-	-1.1	-1.2		
<i>annual percentage changes</i>														
2020	-6.1	-5.7	-7.7	1.0	-5.9	-3.4	-11.6	-3.9	-	-	-9.1	-8.5		
2021	5.9	4.7	4.4	4.2	3.5	5.9	8.0	-6.5	-	-	11.5	9.2		
2022	3.4	3.5	4.2	1.6	2.6	1.4	4.9	2.8	-	-	7.2	7.9		
2022 Q4	1.8	1.2	1.3	0.7	0.9	-0.2	7.1	-3.9	-	-	4.6	3.3		
2023 Q1	1.3	0.6	1.3	-0.2	1.8	-1.0	5.6	3.5	-	-	2.7	1.5		
Q2	0.6	0.7	0.6	0.1	1.2	-1.3	4.7	2.5	-	-	-0.4	-0.3		
Q3	0.0	-0.5	-0.4	0.5	-0.1	-0.9	1.8	-0.4	-	-	-2.8	-3.8		
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>														
2022 Q4	-0.1	-0.5	-0.4	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.4	-	-		
2023 Q1	0.1	-0.6	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.6	0.7	-	-		
Q2	0.1	0.8	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.7	-0.6	-	-		
Q3	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	-	-		
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>														
2020	-6.1	-5.5	-4.1	0.2	-1.3	-0.4	-0.8	-0.2	-0.3	-0.6	-	-		
2021	5.9	4.8	2.4	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.4	-	-		
2022	3.4	3.5	2.2	0.4	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	-	-		
2022 Q4	1.8	1.1	0.7	0.1	0.2	0.0	0.4	-0.2	0.1	0.8	-	-		
2023 Q1	1.3	0.6	0.7	0.0	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.4	0.7	-	-		
Q2	0.6	0.7	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.1	-0.1	-	-		
Q3	0.0	-0.5	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.4	0.5	-	-		

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	10,378.7	175.2	2,009.2	549.4	1,807.3	546.9	486.6	1,210.9	1,203.5	2,066.4	323.2	1,138.5
2021	11,192.0	186.6	2,220.3	594.6	2,021.6	598.5	515.1	1,247.2	1,297.7	2,173.0	337.6	1,283.1
2022	12,153.0	213.1	2,456.7	655.3	2,330.2	633.3	523.6	1,304.0	1,396.7	2,269.7	370.4	1,339.2
2022 Q4	3,134.3	55.8	639.2	169.3	600.9	161.8	138.2	335.5	359.8	579.7	94.2	323.5
2023 Q1	3,197.7	56.3	663.7	178.1	604.7	164.0	144.4	344.5	364.2	581.1	96.7	328.6
Q2	3,232.4	54.4	662.9	179.2	610.7	168.5	149.1	349.1	371.0	589.3	98.2	338.0
Q3	3,245.7	55.3	653.4	180.9	612.7	170.0	150.3	352.9	373.3	597.4	99.5	346.0
<i>as a percentage of value added</i>												
2022	100.0	1.8	20.2	5.4	19.2	5.2	4.3	10.7	11.5	18.7	3.0	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2022 Q4	-0.1	0.1	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	-1.2	0.0
2023 Q1	0.2	1.0	-1.1	1.9	0.2	0.9	-0.4	0.9	0.1	0.3	2.0	-0.7
Q2	0.0	0.1	-0.4	-0.9	0.0	1.4	0.6	-0.2	0.5	0.1	0.6	1.0
Q3	0.0	-0.9	-1.0	-0.1	0.0	1.0	-0.1	0.2	0.1	0.2	1.6	-0.7
<i>annual percentage changes</i>												
2020	-5.9	-1.8	-6.0	-5.3	-13.9	2.2	-0.5	-0.9	-5.4	-2.9	-18.1	-7.3
2021	5.8	1.1	8.8	2.9	7.9	9.3	5.6	1.9	6.6	3.5	4.3	7.1
2022	3.5	-3.2	1.3	1.1	7.5	5.8	0.2	2.3	4.7	1.9	11.9	2.5
2022 Q4	2.2	-3.2	1.5	-0.6	2.9	4.2	0.4	1.7	3.0	2.1	7.4	-0.9
2023 Q1	1.7	0.2	-0.1	0.7	2.5	5.1	0.2	1.9	1.8	1.7	6.6	-2.5
Q2	0.7	1.0	-1.0	-0.2	0.2	4.7	0.6	1.1	1.4	1.2	3.2	-0.5
Q3	0.1	0.3	-2.8	0.7	-0.4	3.5	0.4	1.1	1.0	0.9	2.9	-0.4
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2022 Q4	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
2023 Q1	0.2	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-
Q2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2020	-5.9	0.0	-1.2	-0.3	-2.6	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.5	-0.6	-
2021	5.8	0.0	1.8	0.2	1.4	0.5	0.3	0.2	0.8	0.7	0.1	-
2022	3.5	-0.1	0.3	0.1	1.4	0.3	0.0	0.3	0.5	0.4	0.4	-
2022 Q4	2.2	-0.1	0.3	0.0	0.5	0.2	0.0	0.2	0.3	0.4	0.2	-
2023 Q1	1.7	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-
Q2	0.7	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-
Q3	0.1	0.0	-0.6	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.8	24.8	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.4	6.3	24.1	3.1	2.4	1.0	14.0	25.0	6.6
2022	100.0	86.2	13.8	2.9	14.2	6.4	24.4	3.2	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-1.4	-1.5	-1.1	-2.5	-1.9	0.7	-3.9	1.9	0.4	0.7	-2.0	1.0	-3.0
2021	1.4	1.6	0.4	0.2	0.0	3.2	0.3	4.5	0.6	0.4	2.9	2.1	0.9
2022	2.3	2.4	1.2	-0.9	1.2	3.1	3.4	5.8	0.0	2.9	3.0	1.6	1.4
2022 Q4	1.5	1.7	0.8	-1.3	1.0	2.1	1.8	4.7	0.5	3.2	2.0	1.3	0.9
2023 Q1	1.6	1.7	1.4	-1.4	1.3	1.5	2.3	4.7	1.2	2.6	2.0	1.2	1.1
Q2	1.4	1.4	1.4	-2.3	1.1	0.7	2.0	3.8	1.2	2.7	2.1	1.1	0.3
Q3	1.3	1.3	1.5	-1.1	0.8	1.1	2.2	2.4	1.3	1.7	1.5	1.2	-0.1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.1	7.0	24.1	3.3	2.6	1.1	13.7	23.1	5.7
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.3	3.4	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.3	25.2	3.5	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-8.0	-7.3	-11.2	-3.5	-7.6	-6.1	-14.7	-1.8	-2.2	-5.4	-8.2	-2.0	-12.7
2021	5.9	5.7	6.7	1.1	5.1	9.8	6.8	7.9	3.0	5.9	8.2	3.9	6.5
2022	3.4	3.5	3.0	-1.5	0.9	3.2	7.5	5.9	-0.1	4.6	4.0	0.6	5.8
2022 Q4	2.1	2.2	1.9	-1.3	1.1	3.0	3.1	5.0	1.2	3.8	2.8	1.0	2.6
2023 Q1	2.0	2.3	0.6	-1.0	1.7	1.4	2.9	4.4	1.3	1.9	2.3	1.3	2.1
Q2	1.5	1.6	1.0	-2.7	1.3	1.1	1.7	3.8	1.5	2.2	2.3	1.5	1.0
Q3	1.3	1.3	1.1	-1.3	0.6	1.4	1.8	1.7	1.2	2.0	1.5	1.3	0.9
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2020	-6.7	-5.9	-10.2	-0.9	-5.8	-6.7	-11.3	-3.7	-2.6	-6.0	-6.4	-3.1	-10.0
2021	4.4	4.1	6.3	0.9	5.1	6.4	6.4	3.2	2.3	5.4	5.1	1.7	5.6
2022	1.1	1.1	1.7	-0.5	-0.3	0.1	4.0	0.2	-0.1	1.7	1.0	-0.9	4.3
2022 Q4	0.6	0.5	1.1	0.0	0.2	0.9	1.3	0.3	0.7	0.5	0.8	-0.4	1.7
2023 Q1	0.3	0.6	-0.8	0.5	0.4	-0.1	0.6	-0.3	0.1	-0.7	0.3	0.1	1.1
Q2	0.1	0.2	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	0.0	0.3	-0.5	0.2	0.4	0.7
Q3	0.0	0.0	-0.4	-0.3	-0.1	0.3	-0.4	-0.7	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.2		48.8			
2020	162.758	3.5	12.964	8.0	3.0	10.381	7.0	2.584	18.2	6.644	7.6	6.320	8.3	1.8
2021	165.051	3.4	12.787	7.8	3.2	10.303	6.9	2.483	16.9	6.517	7.4	6.270	8.1	2.4
2022	167.815	3.1	11.338	6.8	2.7	9.080	6.0	2.259	14.6	5.687	6.4	5.651	7.2	3.1
2022 Q4	168.610	3.0	11.205	6.6	2.5	8.947	5.9	2.258	14.4	5.592	6.2	5.613	7.1	3.1
2023 Q1	169.441	3.0	11.102	6.6	2.5	8.909	5.8	2.193	13.9	5.580	6.2	5.522	7.0	3.1
Q2	169.791	3.0	10.962	6.5	2.3	8.714	5.7	2.248	14.1	5.532	6.1	5.430	6.8	3.0
Q3	-	-	-	6.5	-	-	5.7	-	14.6	-	6.2	-	6.9	2.9
2023 May	-	-	10.995	6.5	-	8.755	5.7	2.240	14.1	5.516	6.1	5.478	6.9	-
June	-	-	10.974	6.5	-	8.733	5.7	2.241	14.1	5.542	6.1	5.432	6.8	-
July	-	-	11.156	6.6	-	8.834	5.7	2.322	14.6	5.632	6.2	5.524	6.9	-
Aug.	-	-	11.042	6.5	-	8.716	5.7	2.326	14.6	5.584	6.2	5.458	6.9	-
Sep.	-	-	11.100	6.5	-	8.748	5.7	2.352	14.7	5.589	6.2	5.512	6.9	-
Oct.	-	-	11.120	6.5	-	8.722	5.7	2.398	14.9	5.583	6.2	5.537	6.9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
						1								2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0
annual percentage changes													
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.2	-4.3	-4.4	-5.3	-0.8	3.7	-2.3	-14.4	-9.8	-24.3
2021	8.9	9.8	9.6	11.7	8.1	1.5	6.0	5.1	0.9	7.8	9.6	8.1	-2.9
2022	2.3	3.0	-1.3	5.5	5.4	-3.7	2.4	0.7	-2.8	2.5	6.3	10.0	-4.3
2022 Q1	1.6	2.1	1.0	0.3	6.3	-1.4	6.1	6.0	-1.5	11.5	12.4	12.4	-12.3
Q2	2.0	2.6	-0.3	4.5	3.3	-1.8	2.7	1.1	-2.8	3.2	7.6	13.3	-16.2
Q3	3.4	4.0	-1.7	9.9	3.1	-1.7	0.8	-0.6	-1.6	-0.7	3.1	9.2	1.5
Q4	2.2	3.5	-4.4	7.2	8.9	-9.3	0.3	-2.8	-5.1	-1.9	3.4	6.2	15.3
2023 May	-2.4	-2.0	-5.5	2.7	-3.4	-6.7	0.4	-2.1	-2.8	-1.5	-0.9	4.3	20.3
June	-1.1	-0.4	-6.3	4.9	-0.9	-7.3	-0.5	-0.8	-2.6	0.7	-0.9	3.3	19.0
July	-2.2	-1.9	-5.1	0.7	-1.4	-6.0	1.3	-0.8	-2.1	1.3	-1.6	3.6	16.5
Aug.	-5.3	-5.1	-5.2	-7.0	-2.7	-5.8	0.0	-1.8	-2.4	0.0	-7.3	2.8	23.6
Sep.	-6.8	-6.9	-4.7	-9.4	-5.9	-6.0	-0.3	-2.9	-0.9	-3.4	-6.7	2.5	8.8
Oct.	-6.6	-7.1	-4.1	-9.7	-7.6	-0.5	-	-1.2	-1.5	0.1	-6.4	-	14.1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2023 May	0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	-2.2	0.4	0.4	0.2	0.5	0.5	2.6	-0.2
June	-0.1	1.1	-1.0	-0.1	-1.2	0.5	-1.1	0.1	0.1	0.2	-0.4	-0.9	2.2
July	-1.3	-4.2	0.1	-3.1	0.6	1.2	0.8	-0.1	0.2	0.2	-0.5	0.5	3.6
Aug.	0.6	0.2	-0.3	0.4	0.2	-0.2	-1.1	-0.7	-0.5	-0.8	-2.2	0.5	4.6
Sep.	-1.0	-0.6	-0.4	0.3	-1.3	-1.5	0.4	-0.1	1.0	-0.9	0.4	-0.1	0.0
Oct.	-0.7	-0.5	-0.6	-1.4	0.5	1.1	-	0.1	-1.1	0.8	-0.8	-	-2.2

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.7	-4.3	80.7	-10.8	-12.4	-7.0	7.3	-	51.4	52.5	52.7	52.6
2020	88.0	-13.2	74.3	-14.2	-7.0	-12.6	-15.9	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.7	9.4	81.8	-7.5	4.2	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	101.9	4.8	82.0	-21.9	5.2	-3.8	9.3	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2022 Q4	95.3	-0.9	81.4	-24.3	3.1	-4.7	4.9	90.4	47.1	45.9	49.0	48.2
2023 Q1	99.2	0.0	81.3	-19.6	1.2	-1.0	9.3	90.0	48.2	49.8	52.8	52.0
Q2	96.9	-5.1	80.6	-17.0	-0.8	-4.1	7.5	90.3	44.7	46.4	54.5	52.3
Q3	93.9	-9.3	79.7	-16.3	-4.9	-5.1	4.8	90.4	43.2	43.1	49.2	47.5
2023 June	95.3	-7.1	-	-16.1	-2.6	-6.0	5.8	-	43.4	44.2	52.0	49.9
July	94.6	-9.1	80.0	-15.1	-3.7	-4.5	5.5	90.6	42.7	42.7	50.9	48.6
Aug.	93.7	-9.9	-	-16.0	-5.3	-5.1	4.5	-	43.5	43.4	47.9	46.7
Sep.	93.4	-8.9	-	-17.7	-5.8	-5.7	4.2	-	43.4	43.1	48.7	47.2
Oct.	93.5	-9.2	79.4	-17.8	-5.5	-7.4	4.6	90.1	43.1	43.1	47.8	46.5
Nov.	93.8	-9.5	-	-16.9	-4.8	-7.0	4.9	-	44.2	44.6	48.7	47.6

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19.6	95.5	-0.1	4.2	-1.5	5.5	4.9	45.8	24.6	78.4	3.8	-11.9	2.6
2021	17.5	95.1	2.1	3.8	19.3	8.6	8.8	49.0	27.1	76.0	5.5	9.8	3.4
2022	13.7	92.8	-0.2	2.5	12.2	1.5	7.0	48.9	24.8	71.7	3.0	8.7	1.9
2022 Q3	14.0	94.3	-0.4	2.7	9.8	3.0	9.3	49.2	25.2	73.6	3.9	24.0	2.7
Q4	13.7	92.8	-0.5	2.5	5.3	1.5	7.0	48.9	24.8	71.7	3.0	1.2	1.9
2023 Q1	13.5	90.9	1.0	2.3	5.5	2.8	5.5	48.5	24.9	69.6	2.4	-1.0	1.3
Q2	13.8	89.4	1.2	2.1	2.1	4.5	4.4	48.1	24.6	68.8	1.7	18.4	0.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q4	1,377.4	1,384.8	-7.4	755.1	756.4	313.0	268.8	266.1	277.0	43.2	82.5	58.8	34.0
2023 Q1	1,390.3	1,352.7	37.6	752.5	697.3	324.0	299.2	273.2	281.1	40.6	75.1	36.0	30.9
Q2	1,394.1	1,332.8	61.3	721.6	668.0	326.9	294.8	301.9	285.0	43.7	85.0	25.2	21.3
Q3	1,382.6	1,299.0	83.7	727.9	636.5	319.6	292.6	293.2	287.1	41.9	82.7	26.8	14.4
2023 Apr.	444.3	435.8	8.5	225.7	216.4	107.3	99.4	97.2	91.5	14.1	28.5	7.1	8.0
May	470.7	455.0	15.7	244.2	229.4	110.2	99.2	100.9	98.6	15.4	27.7	5.8	6.4
June	479.1	442.0	37.0	251.6	222.2	109.3	96.2	103.9	94.9	14.3	28.7	12.2	7.0
July	444.7	423.1	21.6	232.4	208.3	104.0	93.2	94.3	93.5	14.1	28.1	7.9	6.1
Aug.	476.6	445.7	30.8	254.5	218.2	107.9	100.2	100.0	100.0	14.1	27.3	8.5	4.5
Sep.	461.3	430.1	31.2	241.0	209.9	107.7	99.2	98.9	93.7	13.7	27.3	10.3	3.8
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2023 Sep.	5,544.4	5,369.3	175.1	2,957.1	2,758.3	1,283.5	1,155.5	1,134.4	1,130.2	169.4	325.3	146.7	100.7
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2023 Sep.	39.2	38.0	1.2	20.9	19.5	9.1	8.2	8.0	8.0	1.2	2.3	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q4	15.3	20.3	736.0	361.4	139.1	221.7	609.3	799.9	481.9	114.6	170.4	521.1	97.1
2023 Q1	8.5	1.1	721.7	346.3	138.1	224.0	595.8	728.9	429.0	114.4	161.9	503.4	78.6
Q2	-1.9	-13.7	708.0	332.6	143.5	216.4	586.1	706.5	409.9	113.5	164.4	502.9	74.0
Q3	-5.7	-22.3	701.7	.	.	.	582.1	677.9	.	.	.	483.9	.
2023 Apr.	-3.5	-11.8	233.3	110.1	47.2	71.9	193.2	240.8	141.2	37.9	55.3	169.2	25.5
May	-2.4	-13.0	238.2	110.7	49.3	72.6	195.1	237.4	137.3	39.2	55.4	169.7	24.1
June	-0.1	-16.0	236.4	111.8	46.9	71.9	197.8	228.3	131.5	36.4	53.8	164.1	24.4
July	-3.1	-18.2	232.5	109.4	46.2	71.3	194.4	229.0	131.6	37.8	53.7	164.0	26.7
Aug.	-4.4	-24.6	235.2	110.6	48.7	71.8	194.0	224.0	128.7	36.6	52.5	161.0	27.3
Sep.	-9.4	-23.9	234.0	.	.	.	193.7	224.8	.	.	.	159.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2022 Q4	1.7	2.9	107.5	104.2	109.1	114.7	107.2	120.5	117.3	120.5	122.4	120.7	144.6
2023 Q1	1.6	-1.4	106.6	102.4	105.6	116.9	106.1	116.9	114.9	120.8	116.1	117.8	143.9
Q2	-2.9	-6.0	105.0	100.0	108.5	113.1	105.4	116.4	114.6	122.1	118.1	119.7	157.3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Mar.	2.5	-6.1	106.5	103.0	107.0	115.4	106.6	113.4	111.4	119.6	114.0	116.0	135.7
Apr.	-6.2	-5.9	103.2	98.8	107.4	112.1	103.4	118.1	116.2	124.4	118.8	121.3	158.8
May	-3.0	-5.5	106.8	100.7	111.3	114.5	107.3	117.9	115.2	126.2	120.4	121.7	151.8
June	0.1	-6.4	105.0	100.5	106.8	112.6	105.5	113.1	112.4	115.6	115.2	116.1	161.2
July	-1.6	-5.7	102.9	99.5	105.1	109.8	103.0	115.4	113.9	120.5	118.2	119.0	168.2
Aug.	-2.3	-11.8	105.0	100.2	110.8	110.7	105.2	112.0	110.6	116.8	116.3	116.4	173.2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		2	Total excluding food and energy											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2023	100.0	100.0	69.8	56.5	43.5	100.0	15.5	4.5	26.3	10.2	43.5	86.8	13.2
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2022 Q4	120.8	10.0	5.1	14.0	4.3	2.3	3.7	3.0	1.6	4.6	1.5	10.0	9.5
2023 Q1	121.3	8.0	5.5	10.3	4.7	0.8	3.3	2.6	1.6	-6.0	1.2	8.1	7.3
Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.8	0.6	-4.3	1.3	6.1	6.8
Q3	123.9	5.0	5.1	4.5	5.3	1.0	1.2	1.3	0.7	1.3	1.0	5.0	4.5
2023 June	123.5	5.5	5.5	5.5	5.4	0.3	0.4	0.8	0.2	-0.7	0.4	5.2	7.7
July	123.4	5.3	5.5	4.8	5.6	0.4	0.4	1.0	0.3	-0.2	0.4	5.2	6.3
Aug.	124.0	5.2	5.3	4.9	5.5	0.5	0.4	-0.2	0.3	3.3	0.2	5.3	5.2
Sep.	124.4	4.3	4.5	4.0	4.7	0.3	0.4	0.3	-0.1	1.5	0.3	4.6	2.2
Oct.	124.5	2.9	4.2	1.7	4.6	0.1	0.2	0.4	0.0	-1.1	0.3	3.2	0.6
Nov. ³⁾	123.9	2.4	3.6	.	4.0	-0.3	0.1	0.9	-0.1	-2.2	-0.1	.	.

	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 2023	20.0	15.5	4.5	36.5	26.3	10.2	9.5	5.6	7.3	2.2	15.2	9.2
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1
2022 Q4	13.5	13.4	13.7	14.2	6.2	33.9	3.0	2.1	5.6	-0.7	7.1	2.8
2023 Q1	14.9	15.4	13.3	7.8	6.7	10.0	3.6	2.5	5.8	0.2	7.2	3.8
Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1
Q3	9.8	10.3	7.9	1.7	4.6	-4.6	3.7	2.7	5.7	0.0	7.2	4.2
2023 June	11.6	12.4	9.0	2.2	5.5	-5.6	3.7	2.7	7.4	0.0	7.2	4.3
July	10.8	11.3	9.2	1.6	5.0	-6.1	3.7	2.7	7.1	0.0	7.5	4.3
Aug.	9.7	10.3	7.8	2.2	4.7	-3.3	3.7	2.8	6.2	0.0	7.3	4.3
Sep.	8.8	9.4	6.6	1.4	4.1	-4.6	3.7	2.7	3.9	0.0	6.7	4.1
Oct.	7.4	8.4	4.5	-1.4	3.5	-11.2	3.6	2.8	3.9	0.3	6.4	4.1
Nov. ³⁾	6.9	7.1	6.4	.	2.9	-11.5	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.6	5.9	27.9			
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	0.9	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	3.3	1.8	32.2	5.6	8.1	0.5
2022	153.8	34.3	16.9	14.1	20.3	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	11.5	7.0	0.6
2022 Q4	161.9	27.2	14.5	13.1	15.4	7.6	15.3	19.9	9.3	56.1	11.6	2.9	-2.8
2023 Q1	156.2	10.9	9.0	9.8	8.7	7.2	14.1	17.4	8.5	11.5	10.0	0.4	-4.8
Q2	147.2	-1.4	0.9	3.7	-1.1	5.7	9.4	9.6	6.5	-13.1	7.0	-1.7	-10.0
Q3	145.9	-10.5	-0.3	1.1	-4.4	4.5	6.4	5.5	4.5	-28.9	5.0	.	.
2023 May	146.4	-1.6	0.6	3.4	-1.5	5.7	9.4	9.4	6.4	-13.5	-	-	-
June	145.8	-3.4	-1.1	2.5	-2.8	5.3	8.4	8.1	5.8	-16.5	-	-	-
July	145.0	-7.6	-0.8	1.6	-4.0	4.8	7.4	6.6	5.0	-24.2	-	-	-
Aug.	146.0	-11.5	0.0	1.1	-4.5	4.5	6.4	5.5	4.5	-30.6	-	-	-
Sep.	146.8	-12.4	0.0	0.5	-4.8	4.1	5.4	4.3	3.9	-31.2	-	-	-
Oct.	147.1	-9.4	-1.5	-0.2	-5.3	3.7	4.2	2.8	3.0	-25.0	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.3	-2.7	37.0	1.5	3.3	-0.2	-0.9	-0.3	-1.7
2021	109.7	2.2	2.9	2.2	1.8	3.9	5.9	7.9	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	114.8	4.6	6.8	6.7	4.3	7.8	12.5	17.6	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2022 Q4	117.4	5.6	6.8	8.6	5.7	7.6	10.0	12.8	86.6	5.4	13.9	-2.1	5.2	12.6	-2.7
2023 Q1	119.6	6.1	5.6	8.0	4.1	6.5	5.4	4.1	75.8	-10.5	-5.8	-14.6	-11.5	-7.7	-15.6
Q2	120.9	6.1	4.0	6.9	4.5	4.6	0.4	-3.6	71.6	-18.0	-16.1	-19.9	-18.4	-16.4	-20.8
Q3	121.8	5.8	3.0	5.8	3.8	3.6	-1.8	-7.0	79.8	-13.7	-14.5	-12.9	-14.8	-15.2	-14.3
2023 June	-	-	-	-	-	-	-	-	69.0	-15.4	-15.6	-15.3	-15.7	-15.6	-15.9
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72.5	-13.5	-13.7	-13.2	-15.0	-15.1	-14.8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.8	-15.7	-15.9	-15.6	-16.5	-16.0	-17.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	88.1	-11.9	-13.9	-9.8	-12.9	-14.4	-11.1
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	86.2	-12.6	-14.9	-10.2	-13.2	-14.6	-11.3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.9	-9.5	-10.7	-8.3	-10.4	-11.4	-9.1

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage 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
1999-20	4.4	5.5	-	-2.9	27.9	56.5	56.1	-	50.0
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.1	11.5	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.4	52.9	27.2	42.5	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2022 Q4	40.2	51.9	29.0	41.6	78.1	65.8	74.3	63.7	62.0
2023 Q1	23.8	43.6	25.9	27.1	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
Q2	7.4	29.9	18.1	11.8	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
Q3	3.3	22.1	16.2	5.8	73.3	39.1	62.0	45.7	55.5
2023 June	4.3	25.1	16.1	7.8	74.9	39.5	61.3	47.0	56.3
July	3.4	23.0	16.5	5.0	73.5	35.8	61.0	45.0	56.1
Aug.	3.0	22.5	16.7	6.1	72.9	39.7	62.2	46.2	55.6
Sep.	3.3	20.6	15.5	6.4	73.6	41.9	62.7	45.8	54.7
Oct.	3.5	19.8	15.8	7.8	72.5	42.5	62.0	46.4	54.1
Nov.	2.3	17.5	17.6	9.4	68.9	42.7	62.5	47.2	54.5

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2020	100.0	3.1	3.6	1.5	2.8	3.9	1.8
2021	101.0	1.0	1.1	0.6	0.9	1.2	1.3
2022	105.7	4.6	3.9	6.9	4.9	3.9	2.9
2022 Q4	114.2	5.9	5.3	7.9	5.8	6.0	3.1
2023 Q1	102.6	5.2	4.9	6.2	5.6	4.4	4.4
Q2	113.8	4.5	4.6	4.0	4.5	4.3	4.4
Q3	.	.	.	.	.	.	4.7

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).

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2020	110.3	4.6	2.4	2.0	5.2	7.9	-0.2	0.8	1.3	3.4	6.2	16.7
2021	110.1	-0.2	1.8	-3.7	5.6	-1.9	1.2	-1.5	5.0	1.1	0.9	-0.1
2022	113.8	3.4	7.4	3.5	6.2	2.1	3.2	2.9	4.7	3.5	3.4	-3.0
2022 Q4	116.5	4.7	7.8	3.1	7.8	4.2	4.0	3.3	4.2	5.1	4.9	-1.3
2023 Q1	118.9	5.9	4.3	7.1	5.5	6.5	4.5	6.0	4.8	7.1	3.7	0.0
Q2	119.6	6.3	2.6	7.4	6.4	7.8	4.7	4.9	5.8	6.9	4.8	3.1
Q3	121.5	6.6	4.0	9.6	5.7	7.8	4.2	5.3	3.8	6.7	4.8	3.2
Compensation per employee												
2020	107.1	-0.3	3.2	-2.3	-1.0	-3.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	2.1	-1.5
2021	111.6	4.2	2.7	4.7	5.2	5.5	5.8	3.3	6.6	4.7	2.3	3.3
2022	116.6	4.5	5.0	3.6	4.1	6.2	3.3	3.0	4.2	5.2	3.8	7.0
2022 Q4	119.1	5.0	5.8	3.5	4.9	5.4	3.5	3.1	2.6	6.1	5.7	5.1
2023 Q1	121.1	5.5	6.0	5.6	4.6	6.7	4.9	5.0	4.0	6.9	4.2	5.5
Q2	121.8	5.5	6.1	5.2	5.5	6.0	5.5	4.3	4.2	6.2	4.9	6.0
Q3	123.3	5.2	5.4	5.8	5.3	5.1	5.3	4.3	3.1	6.2	4.4	6.3
Labour productivity per person employed												
2020	97.1	-4.7	0.8	-4.2	-5.9	-10.4	0.2	-0.9	-1.5	-3.5	-3.9	-15.6
2021	101.4	4.4	0.9	8.8	-0.3	7.5	4.6	4.9	1.5	3.6	1.3	3.4
2022	102.5	1.1	-2.3	0.1	-2.0	4.0	0.1	0.2	-0.5	1.7	0.3	10.3
2022 Q4	102.3	0.3	-1.9	0.5	-2.6	1.1	-0.4	-0.1	-1.5	1.0	0.7	6.5
2023 Q1	101.8	-0.4	1.7	-1.4	-0.8	0.2	0.4	-1.0	-0.7	-0.2	0.5	5.5
Q2	101.8	-0.8	3.4	-2.1	-0.8	-1.7	0.8	-0.6	-1.5	-0.6	0.1	2.9
Q3	101.5	-1.2	1.4	-3.5	-0.4	-2.5	1.1	-0.9	-0.6	-0.5	-0.3	3.0
Compensation per hour worked												
2020	114.0	5.9	5.9	3.3	5.1	7.6	3.1	1.8	4.9	5.9	4.9	7.1
2021	114.1	0.1	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	2.7	1.2	2.2	0.1	0.8	-1.5
2022	118.0	3.4	6.3	4.0	4.4	1.9	3.2	3.1	2.9	3.9	4.8	3.4
2022 Q4	120.7	4.5	7.4	3.3	4.3	3.9	3.5	2.6	1.9	5.2	6.1	3.8
2023 Q1	122.0	4.9	4.7	5.2	4.4	5.5	5.1	4.9	4.4	6.2	4.0	4.5
Q2	122.6	5.2	6.5	4.9	5.1	6.2	5.4	4.2	4.8	5.9	4.4	4.9
Q3	124.5	5.2	5.1	5.7	5.2	5.4	5.5	4.6	4.3	6.1	4.3	4.9
Hourly labour productivity												
2020	104.7	2.1	1.7	1.6	0.8	1.0	4.1	1.7	4.8	3.1	-0.9	-6.2
2021	104.7	0.0	0.0	3.5	-6.3	1.0	1.3	2.5	-3.7	-1.5	-0.4	-2.1
2022	104.7	0.0	-1.7	0.4	-2.1	0.0	-0.1	0.3	-2.3	0.7	1.3	5.8
2022 Q4	104.6	-0.3	-1.9	0.3	-3.5	-0.2	-0.7	-0.9	-2.0	0.1	1.1	4.7
2023 Q1	103.8	-0.7	1.2	-1.7	-0.7	-0.3	0.7	-1.1	0.0	-0.5	0.4	4.4
Q2	103.7	-0.9	3.8	-2.3	-1.2	-1.5	0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.3	2.1
Q3	103.6	-1.2	1.7	-3.4	-0.6	-2.2	1.8	-0.8	-0.9	-0.6	-0.5	2.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.36	-0.04
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023 May	3.08	3.15	3.37	3.68	3.86	5.02	-0.05
June	3.24	3.34	3.54	3.83	4.01	5.06	-0.07
July	3.40	3.47	3.67	3.94	4.15	5.10	-0.05
Aug.	3.64	3.63	3.78	3.94	4.07	5.30	-0.06
Sep.	3.75	3.76	3.88	4.03	4.15	5.31	-0.05
Oct.	3.90	3.86	3.97	4.11	4.16	5.31	-0.02
Nov.	3.90	3.84	3.97	4.06	4.02	5.32	-0.02

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023 May	3.07	3.02	2.64	2.29	2.38	-0.63	-1.55	-0.53	2.65	2.02	2.23	2.65
June	3.39	3.45	3.12	2.58	2.51	-0.94	-1.59	-0.96	3.21	2.45	2.25	2.56
July	3.48	3.42	3.02	2.53	2.54	-0.87	-1.43	-0.86	3.04	2.31	2.33	2.70
Aug.	3.46	3.38	2.95	2.52	2.57	-0.81	-1.30	-0.80	2.96	2.24	2.39	2.77
Sep.	3.70	3.51	3.16	2.78	2.88	-0.64	-0.89	-0.63	3.14	2.56	2.69	3.17
Oct.	3.82	3.39	2.99	2.68	2.82	-0.56	-0.53	-0.48	2.87	2.41	2.67	3.19
Nov.	3.78	3.26	2.81	2.41	2.53	-0.74	-0.83	-0.72	2.67	2.14	2.33	2.88

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2023 May	456.4	4,319.3	975.3	301.8	180.5	116.0	178.9	824.6	858.8	379.9	296.5	835.4	4,146.2	30,147.5
June	455.5	4,324.4	952.1	302.2	170.0	112.7	179.3	835.9	904.5	376.5	277.4	806.2	4,345.4	32,754.5
July	460.1	4,364.5	964.7	305.9	172.9	111.0	185.8	838.3	899.6	375.8	277.8	814.8	4,508.1	32,694.1
Aug.	453.9	4,296.8	966.3	297.6	167.8	115.8	188.6	816.5	867.9	362.6	269.1	828.5	4,457.4	32,167.4
Sep.	447.3	4,227.2	963.8	286.2	161.2	123.9	189.5	787.3	835.7	363.4	280.6	825.2	4,409.1	32,725.6
Oct.	430.8	4,104.0	922.9	274.1	155.6	123.1	186.7	748.8	810.5	344.5	269.0	775.7	4,269.4	31,381.0
Nov.	448.0	4,275.0	963.3	282.6	162.0	123.3	192.5	790.5	885.3	368.0	279.3	742.2	4,460.1	32,960.3

Source: Refinitiv.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					APRC ³⁾
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2022 Nov.	0.04	0.75	1.21	1.81	5.79	15.97	6.27	6.55	7.11	3.96	2.95	3.04	3.30	2.55	3.11	2.89
Dec.	0.07	0.80	1.42	1.91	5.92	15.90	6.51	6.42	6.98	3.99	3.08	3.16	3.29	2.61	3.18	2.95
2023 Jan.	0.09	0.86	1.60	2.08	6.32	15.99	7.20	6.97	7.58	4.28	3.47	3.32	3.39	2.77	3.39	3.10
Feb.	0.11	1.17	1.91	2.20	6.54	16.08	7.21	7.08	7.78	4.58	3.67	3.48	3.52	2.94	3.55	3.24
Mar.	0.14	1.20	2.11	2.26	6.71	16.07	7.63	7.23	7.90	4.70	3.88	3.78	3.56	3.14	3.72	3.37
Apr.	0.17	1.25	2.28	2.42	6.97	16.23	8.06	7.43	8.11	4.91	4.13	3.85	3.61	3.19	3.81	3.48
May	0.21	1.30	2.47	2.48	7.14	16.34	8.16	7.60	8.31	5.08	4.24	3.98	3.65	3.31	3.93	3.58
June	0.23	1.37	2.71	2.59	7.27	16.27	7.02	7.49	7.99	5.12	4.40	4.07	3.71	3.41	4.05	3.70
July	0.27	1.42	2.82	2.86	7.49	16.40	8.38	7.73	8.41	5.23	4.55	4.14	3.72	3.45	4.09	3.76
Aug.	0.31	1.50	3.04	3.10	7.59	16.47	8.72	7.83	8.49	5.36	4.69	4.21	3.79	3.51	4.16	3.85
Sep.	0.33	1.54	3.08	3.12	7.76	16.54	8.47	7.83	8.56	5.40	4.72	4.24	3.86	3.57	4.24	3.89
Oct. ^(p)	0.35	1.59	3.27	3.31	7.90	16.54	8.25	7.87	8.54	5.58	4.81	4.28	3.78	3.60	4.27	3.91

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022 Nov.	0.15	1.49	2.34	2.90	3.34	3.76	4.01	3.12	3.37	3.06	2.89	3.30	3.29	3.11
Dec.	0.19	1.80	2.61	3.20	3.74	3.99	4.19	3.47	3.56	3.28	3.29	3.59	3.29	3.41
2023 Jan.	0.23	1.99	2.72	3.57	4.13	4.20	4.39	3.77	3.92	3.45	3.41	3.75	3.39	3.63
Feb.	0.31	2.30	2.81	3.81	4.40	4.54	4.71	4.06	4.09	3.70	3.69	3.54	3.58	3.86
Mar.	0.41	2.57	2.95	4.11	4.70	4.83	4.88	4.33	4.48	3.84	4.08	4.32	3.88	4.22
Apr.	0.44	2.80	3.11	4.39	4.87	4.74	4.96	4.60	4.58	3.98	4.32	4.37	3.69	4.39
May	0.49	2.96	3.13	4.56	5.04	5.07	5.16	4.76	4.84	4.01	4.47	4.58	4.01	4.57
June	0.55	3.20	3.10	4.78	5.24	5.43	5.26	4.95	4.99	4.14	4.71	4.88	4.11	4.78
July	0.60	3.31	3.58	4.88	5.52	5.52	5.43	5.13	5.02	4.30	4.86	5.01	4.32	4.94
Aug.	0.65	3.42	3.53	5.02	5.46	5.65	5.55	5.24	5.16	4.38	5.00	4.89	4.01	4.99
Sep.	0.75	3.59	3.79	5.19	5.58	5.72	5.64	5.40	5.22	4.40	5.04	4.99	4.20	5.09
Oct. ^(p)	0.80	3.70	3.81	5.31	5.66	5.87	5.73	5.49	5.28	4.52	5.22	5.08	4.54	5.26

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government	Financial corporations other than MFIs			FVCs	Non-financial corporations	of which central government		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1,489.4	430.3	126.3	51.6	96.7	836.1	722.5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,406.7	427.2	126.9	50.1	87.9	764.7	674.9	387.1	138.3	79.1	26.3	32.1	137.6	104.8
2022	1,372.3	467.6	143.1	51.9	94.7	667.0	621.7	481.7	182.5	117.2	48.2	48.1	133.9	97.1
2023 June	1,486.2	584.5	135.1	50.4	93.7	672.9	634.3	518.1	223.5	116.5	37.0	45.7	132.4	107.1
July	1,489.0	580.9	138.2	51.3	99.2	670.7	634.6	509.5	187.0	119.0	36.5	56.6	146.9	122.5
Aug.	1,514.6	593.6	141.8	51.5	98.9	680.4	647.9	518.7	230.4	121.8	40.2	40.5	126.0	108.3
Sep.	1,530.3	592.1	136.0	50.3	91.8	710.4	676.2	519.8	213.7	115.7	42.2	46.8	143.6	126.5
Oct.	1,517.2	578.7	135.5	47.8	94.8	708.2	671.7	486.6	199.0	115.0	36.3	51.0	121.6	92.2
Nov.	1,518.8	597.1	128.4	44.4	90.9	702.4	667.4	467.5	191.6	114.3	38.1	40.8	120.9	100.3
Long-term														
2020	19,284.3	4,076.4	3,096.8	1,254.1	1,545.4	10,565.6	9,778.7	.	.	.	.	.	.	.
2021	19,923.4	4,182.2	3,377.3	1,340.4	1,599.7	10,764.2	9,943.2	316.2	67.9	83.3	33.6	23.1	141.9	128.4
2022	17,895.4	3,972.7	3,253.3	1,338.6	1,396.7	9,272.7	8,560.9	298.8	78.5	73.0	29.1	16.6	130.6	121.2
2023 June	18,690.0	4,203.2	3,353.2	1,381.1	1,428.6	9,705.0	8,984.9	400.4	114.2	82.5	31.1	31.2	172.5	160.8
July	18,779.8	4,299.8	3,359.5	1,373.0	1,433.5	9,687.1	8,967.0	347.4	140.9	55.7	15.8	18.8	132.0	127.2
Aug.	18,807.3	4,315.0	3,349.4	1,355.9	1,429.5	9,713.3	8,990.8	206.3	52.5	47.9	12.0	8.4	97.4	93.9
Sep.	18,666.1	4,304.1	3,385.6	1,361.5	1,431.8	9,544.6	8,831.0	353.7	92.6	93.8	21.3	29.3	137.9	128.1
Oct.	18,700.6	4,348.3	3,382.1	1,357.8	1,433.3	9,536.8	8,824.6	338.2	94.3	72.1	19.7	14.9	156.8	150.6
Nov.	19,083.2	4,421.5	3,407.2	1,337.3	1,468.0	9,786.4	9,065.1	300.2	87.1	81.0	17.5	27.0	105.1	100.1

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations	of which central government					
							1				
Outstanding amount											
2020	20,773.7	4,506.7	3,223.1	1,305.7	1,642.1	11,401.8	10,501.2	8,521.7	473.8	1,339.2	6,707.7
2021	21,330.1	4,609.3	3,504.2	1,390.5	1,687.6	11,528.9	10,618.1	10,412.4	600.0	1,555.8	8,255.6
2022	19,267.8	4,440.3	3,396.4	1,390.5	1,491.3	9,939.7	9,182.6	8,744.5	524.9	1,356.6	6,862.3
2023 June	20,176.2	4,787.7	3,488.3	1,431.5	1,522.3	10,377.9	9,619.2	9,672.3	587.2	1,478.2	7,606.3
July	20,268.8	4,880.7	3,497.7	1,424.4	1,532.7	10,357.8	9,601.5	9,823.8	619.1	1,524.4	7,679.7
Aug.	20,321.9	4,908.6	3,491.2	1,407.4	1,528.4	10,393.7	9,638.7	9,553.7	582.2	1,496.3	7,474.7
Sep.	20,196.4	4,896.2	3,521.6	1,411.8	1,523.6	10,255.0	9,507.2	9,190.6	576.1	1,430.2	7,183.9
Oct.	20,217.7	4,927.0	3,517.6	1,405.6	1,528.1	10,245.0	9,496.2	8,871.6	562.5	1,431.3	6,877.3
Nov.	20,602.0	5,018.6	3,535.6	1,381.7	1,559.0	10,488.8	9,732.4	9,425.7	611.2	1,468.1	7,346.0
Growth rate ¹⁾											
2023 Apr.	4.5	8.4	2.6	-1.2	0.7	4.1	4.8	0.0	-2.2	0.5	0.1
May	4.6	9.2	3.5	2.1	0.6	3.6	4.5	-0.2	-2.6	0.5	-0.1
June	5.4	10.4	4.4	3.3	0.9	4.3	5.1	-0.9	-2.4	1.7	-1.3
July	6.1	12.3	4.2	2.0	1.8	4.7	5.3	-1.0	-2.1	0.9	-1.2
Aug.	6.0	12.3	4.1	1.8	1.1	4.6	5.3	-1.0	-2.0	1.0	-1.2
Sep.	6.5	11.3	5.1	3.7	1.6	5.5	6.2	-0.9	-3.1	0.9	-1.0
Oct.	6.1	10.8	5.1	3.2	2.1	5.0	5.5	-1.3	-3.0	0.7	-1.5
Nov.	5.6	10.4	4.2	0.0	2.0	4.4	4.9	-1.2	-4.0	0.8	-1.4

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41		
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2020	99.7	93.7	93.8	90.1	74.5	88.5	119.2	93.9	
2021	99.6	93.7	93.5	89.4	68.4	86.6	120.5	94.3	
2022	95.3	90.8	93.4	84.4	63.8	81.8	116.1	90.9	
2022 Q4	95.7	92.1	95.0	85.1	63.0	82.5	116.7	91.9	
2023 Q1	97.1	93.0	96.8	86.9	65.8	84.5	119.4	93.3	
Q2	98.2	93.8	98.0	88.1	65.0	84.9	121.4	94.6	
Q3	98.9	94.9	98.8	.	.	.	123.5	95.9	
2023 June	98.2	93.8	98.1	-	-	-	121.8	94.7	
July	99.2	95.0	98.9	-	-	-	123.7	96.2	
Aug.	99.0	95.1	98.8	-	-	-	123.7	96.1	
Sep.	98.5	94.7	98.5	-	-	-	123.0	95.5	
Oct.	98.0	94.2	98.5	-	-	-	122.5	95.0	
Nov.	98.7	94.4	99.4	-	-	-	123.4	95.2	
			<i>Percentage change versus previous month</i>						
2023 Nov.	0.7	0.3	0.9	-	-	-	0.7	0.2	
			<i>Percentage change versus previous year</i>						
2023 Nov.	3.1	2.3	4.6	-	-	-	5.8	3.5	

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the "Methodology" section of the ECB Data Portal.

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7.875	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2022 Q4	7.258	24.389	7.438	410.825	144.238	4.727	0.870	4.9208	10.938	0.983	1.021
2023 Q1	7.342	23.785	7.443	388.712	141.981	4.708	0.883	4.9202	11.203	0.992	1.073
Q2	7.644	23.585	7.450	372.604	149.723	4.537	0.869	4.9488	11.469	0.978	1.089
Q3	7.886	24.126	7.453	383.551	157.254	4.499	0.860	4.9490	11.764	0.962	1.088
2023 June	7.765	23.695	7.449	370.602	153.149	4.461	0.859	4.9600	11.677	0.976	1.084
July	7.948	23.892	7.451	379.035	155.937	4.443	0.859	4.9411	11.634	0.966	1.106
Aug.	7.910	24.108	7.452	385.047	157.962	4.460	0.859	4.9411	11.812	0.959	1.091
Sep.	7.797	24.380	7.457	386.429	157.795	4.598	0.862	4.9656	11.842	0.960	1.068
Oct.	7.720	24.584	7.460	385.333	158.038	4.512	0.868	4.9682	11.647	0.955	1.056
Nov.	7.809	24.485	7.458	379.195	161.844	4.402	0.870	4.9703	11.547	0.963	1.081
			<i>Percentage change versus previous month</i>								
2023 Nov.	1.1	-0.4	0.0	-1.6	2.4	-2.4	0.3	0.0	-0.9	0.9	2.3
			<i>Percentage change versus previous year</i>								
2023 Nov.	6.7	0.5	0.3	-6.8	11.5	-6.3	0.2	1.1	6.1	-2.1	5.9

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2022 Q3	32,465.6	31,763.8	701.8	12,872.8	10,594.4	11,264.6	12,769.9	-6.2	7,198.8	8,399.6	1,135.7	16,707.6
2022 Q4	31,081.7	30,739.0	342.7	12,254.8	10,097.5	11,099.6	12,826.2	18.4	6,594.6	7,815.3	1,114.3	15,753.9
2023 Q1	31,574.0	31,465.0	109.0	12,250.4	10,030.2	11,332.9	13,397.1	-9.7	6,866.9	8,037.7	1,133.6	16,080.5
2023 Q2	31,743.6	31,561.2	182.4	12,156.5	9,895.5	11,712.9	13,712.2	-35.7	6,804.2	7,953.6	1,105.7	16,059.1
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2023 Q2	227.4	226.1	1.3	87.1	70.9	83.9	98.2	-0.3	48.7	57.0	7.9	115.1
<i>Transactions</i>												
2022 Q4	-514.6	-569.8	55.2	-249.8	-282.3	100.9	88.8	0.2	-375.2	-376.3	9.3	-
2023 Q1	404.4	369.2	35.2	50.0	15.3	63.5	161.0	15.6	293.7	193.0	-18.4	-
2023 Q2	26.5	-45.9	72.4	-98.1	-117.7	205.7	135.0	-5.1	-77.8	-63.2	1.9	-
2023 Q3	77.1	-10.7	87.8	-14.3	0.1	50.5	77.0	11.9	31.3	-87.7	-2.2	-
2023 Apr.	13.8	5.9	7.9	-36.5	-32.2	68.3	1.3	-1.5	-14.6	36.8	-1.9	-
2023 May	-10.9	-1.4	-9.5	-54.2	3.6	38.0	-12.1	7.4	-3.3	7.1	1.4	-
2023 June	23.5	-50.4	73.9	-7.4	-89.1	99.4	145.8	-11.0	-59.9	-107.1	2.4	-
2023 July	126.2	119.0	7.2	-10.1	18.8	40.4	27.4	-0.8	96.4	72.8	0.4	-
2023 Aug.	96.2	54.9	41.3	7.4	-0.2	23.7	25.5	8.9	54.9	29.6	1.3	-
2023 Sep.	-145.3	-184.7	39.4	-11.6	-18.6	-13.6	24.1	3.8	-120.0	-190.2	-3.9	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2023 Sep.	-6.5	-257.2	250.7	-312.2	-384.7	420.7	461.8	22.5	-128.1	-334.2	-9.5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2023 Sep.	0.0	-1.8	1.8	-2.2	-2.7	3.0	3.3	0.2	-0.9	-2.4	-0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	1,364.0	8,905.5	10,269.5	1,028.8	2,448.9	3,477.7	13,747.1	102.2	624.5	9.4	736.1	14,483.2
2021	1,470.4	9,825.2	11,295.6	918.8	2,504.9	3,423.7	14,719.3	118.7	644.1	25.3	788.1	15,507.4
2022	1,539.5	9,763.4	11,302.9	1,382.1	2,563.9	3,946.0	15,248.9	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.7
2022 Q4	1,539.5	9,763.4	11,302.9	1,382.1	2,563.9	3,946.0	15,248.9	124.2	646.1	49.5	819.8	16,068.7
2023 Q1	1,542.2	9,456.4	10,998.5	1,633.7	2,548.0	4,181.7	15,180.2	102.6	676.7	91.5	870.7	16,050.9
Q2	1,535.3	9,178.0	10,713.3	1,865.1	2,518.0	4,383.1	15,096.3	114.4	695.9	83.8	894.2	15,990.6
Q3	1,535.5	8,985.4	10,521.0	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,072.6	131.0	714.4	76.0	921.4	15,994.0
2023 May	1,537.0	9,274.6	10,811.6	1,770.9	2,529.1	4,300.1	15,111.6	112.4	690.1	91.3	893.8	16,005.5
June	1,535.3	9,178.0	10,713.3	1,865.1	2,518.0	4,383.1	15,096.3	114.4	695.9	83.8	894.2	15,990.6
July	1,534.5	9,084.0	10,618.5	1,922.2	2,506.8	4,428.9	15,047.4	121.8	694.6	77.8	894.2	15,941.6
Aug.	1,534.0	9,008.9	10,542.9	1,993.8	2,485.1	4,478.9	15,021.9	122.0	699.5	84.3	905.8	15,927.7
Sep.	1,535.5	8,985.4	10,521.0	2,085.9	2,465.8	4,551.6	15,072.6	131.0	714.4	76.0	921.4	15,994.0
Oct. ^(p)	1,536.0	8,867.8	10,403.8	2,169.0	2,453.2	4,622.2	15,026.0	144.3	711.3	90.4	946.0	15,972.1
Transactions												
2020	139.5	1,266.9	1,406.4	-33.3	85.9	52.6	1,459.0	19.8	110.1	2.2	132.0	1,591.1
2021	107.7	910.7	1,018.4	-121.0	65.7	-55.3	963.1	12.3	20.3	13.2	45.8	1,008.9
2022	69.2	-45.8	23.4	428.9	55.5	484.3	507.7	3.9	2.4	76.6	82.8	590.5
2022 Q4	1.9	-331.4	-329.5	205.9	10.1	216.0	-113.6	6.2	43.0	0.7	50.0	-63.6
2023 Q1	1.3	-346.4	-345.1	245.9	-10.8	235.1	-110.0	-22.1	30.4	43.7	52.1	-57.9
Q2	-6.9	-276.7	-283.6	226.7	-30.1	196.6	-87.0	11.9	19.2	-5.3	25.8	-61.3
Q3	0.2	-201.9	-201.8	224.0	-52.3	171.8	-30.0	16.0	18.2	-8.7	25.6	-4.4
2023 May	-0.1	-98.1	-98.1	74.3	-9.7	64.7	-33.4	8.9	13.4	5.0	27.3	-6.1
June	-1.7	-92.1	-93.8	94.3	-11.1	83.2	-10.6	2.4	5.8	-5.1	3.1	-7.5
July	-0.9	-91.0	-91.9	58.6	-11.1	47.5	-44.4	7.7	-1.4	-5.0	1.3	-43.2
Aug.	-0.4	-82.4	-82.9	75.9	-21.7	54.2	-28.7	-0.1	4.8	4.8	9.4	-19.2
Sep.	1.5	-28.5	-27.0	89.5	-19.4	70.1	43.1	8.5	14.8	-8.4	14.9	58.0
Oct. ^(p)	0.5	-115.4	-114.9	83.7	-12.4	71.3	-43.7	13.4	-3.2	13.6	23.8	-19.9
Growth rates												
2020	11.4	16.4	15.8	-3.1	3.6	1.5	11.8	24.5	21.2	-	21.7	12.3
2021	7.9	10.2	9.9	-11.7	2.7	-1.6	7.0	12.1	3.3	158.5	6.2	7.0
2022	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8
2022 Q4	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.2	14.1	3.4	3.1	0.4	457.8	11.1	3.8
2023 Q1	1.4	-5.7	-4.7	69.2	1.3	20.0	1.0	-17.6	15.2	538.5	23.8	2.0
Q2	0.4	-9.3	-8.0	85.7	-0.3	24.0	-0.6	-2.4	14.4	325.9	22.4	0.5
Q3	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	65.5	19.9	-1.2
2023 May	0.7	-8.1	-7.0	80.9	0.3	22.6	-0.1	-10.8	15.3	423.4	23.6	1.0
June	0.4	-9.3	-8.0	85.7	-0.3	24.0	-0.6	-2.4	14.4	325.9	22.4	0.5
July	0.1	-10.5	-9.1	85.2	-1.0	23.9	-1.4	-1.7	16.7	226.2	21.1	-0.4
Aug.	-0.2	-11.9	-10.4	85.9	-2.3	23.8	-2.4	-1.2	16.9	162.5	20.4	-1.3
Sep.	-0.2	-11.4	-9.9	76.3	-3.3	21.9	-2.2	10.3	18.4	65.5	19.9	-1.2
Oct. ^(p)	-0.4	-11.5	-10.0	72.9	-3.9	21.4	-2.2	15.9	14.4	266.8	22.9	-1.0

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2020	2,966.3	2,514.2	308.7	140.0	3.5	7,664.8	4,965.6	438.4	2,260.0	0.9	1,118.2	237.4	498.6
2021	3,230.1	2,804.8	289.4	128.4	7.4	8,087.9	5,380.8	374.1	2,332.3	0.7	1,273.6	229.0	546.9
2022	3,360.6	2,722.2	497.0	134.9	6.4	8,373.7	5,536.8	444.9	2,391.1	0.9	1,301.8	236.9	560.6
2022 Q4	3,360.6	2,722.2	497.0	134.9	6.4	8,373.7	5,536.8	444.9	2,391.1	0.9	1,301.8	236.9	560.6
2023 Q1	3,332.4	2,596.4	594.8	132.6	8.6	8,377.5	5,433.2	566.2	2,377.1	0.9	1,227.5	230.5	572.6
Q2	3,333.1	2,502.8	687.3	132.1	11.0	8,364.0	5,311.6	701.6	2,350.0	0.8	1,185.3	229.1	564.0
Q3	3,323.4	2,439.0	737.6	131.9	14.8	8,351.4	5,205.9	847.5	2,297.1	0.8	1,215.4	212.6	565.3
2023 May	3,316.0	2,530.6	642.4	132.0	11.1	8,369.5	5,353.9	654.3	2,360.4	0.9	1,214.9	227.4	559.2
June	3,333.1	2,502.8	687.3	132.1	11.0	8,364.0	5,311.6	701.6	2,350.0	0.8	1,185.3	229.1	564.0
July	3,310.4	2,468.0	700.1	131.6	10.7	8,363.4	5,269.6	755.0	2,338.0	0.8	1,180.3	216.6	564.1
Aug.	3,311.3	2,448.4	720.1	132.1	10.8	8,360.0	5,238.0	804.5	2,316.7	0.8	1,160.9	217.5	560.3
Sep.	3,323.4	2,439.0	737.6	131.9	14.8	8,351.4	5,205.9	847.5	2,297.1	0.8	1,215.4	212.6	565.3
Oct. (p)	3,325.7	2,407.7	773.8	131.4	12.9	8,345.7	5,149.8	909.0	2,286.2	0.7	1,205.7	210.7	546.5
Transactions													
2020	511.4	465.7	55.5	-6.9	-3.0	612.6	561.7	-53.7	104.6	0.0	158.9	20.9	35.5
2021	249.9	274.5	-21.3	-6.9	3.6	422.2	411.3	-65.0	76.1	-0.2	160.0	-10.4	46.0
2022	119.9	-90.8	206.2	5.9	-1.4	296.5	167.9	74.6	53.9	0.1	3.2	8.2	14.6
2022 Q4	6.0	-106.3	112.5	1.5	-1.7	30.7	-52.9	75.1	8.6	-0.1	-151.3	-6.2	11.6
2023 Q1	-37.3	-136.4	97.5	-0.6	2.3	-25.3	-132.2	115.9	-9.1	0.1	-73.9	-5.1	8.2
Q2	1.0	-92.1	91.3	-0.5	2.4	-13.4	-121.4	135.2	-27.1	-0.1	-43.3	-1.2	-11.3
Q3	-13.1	-65.8	49.2	-0.2	3.7	-14.7	-111.1	149.3	-52.9	0.0	29.8	-17.3	1.1
2023 May	-15.3	-37.5	21.2	0.1	0.8	-2.9	-40.5	47.1	-9.4	0.0	-1.5	-1.6	-3.2
June	20.3	-24.7	44.8	0.1	0.0	-4.4	-41.6	47.6	-10.4	-0.1	-29.1	1.9	4.8
July	-20.8	-33.4	13.3	-0.4	-0.2	0.0	-41.7	53.7	-12.0	0.0	-2.8	-12.4	0.1
Aug.	-0.8	-20.9	19.6	0.4	0.0	-4.9	-36.7	53.1	-21.3	0.0	-19.2	0.6	-4.0
Sep.	8.5	-11.5	16.3	-0.2	3.9	-9.8	-32.7	42.5	-19.7	0.0	51.8	-5.5	5.0
Oct. (p)	4.2	-30.0	36.4	-0.4	-1.9	-5.4	-56.0	61.5	-10.9	-0.1	-8.9	-1.8	-18.8
Growth rates													
2020	20.6	22.5	21.6	-4.6	-45.1	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	15.9	9.6	7.7
2021	8.4	10.9	-6.9	-5.0	103.4	5.5	8.3	-14.8	3.4	-18.4	14.2	-4.3	9.3
2022	3.7	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.1	2.3	19.9	0.5	3.6	2.7
2022 Q4	3.7	-3.2	70.1	4.6	-16.4	3.7	3.1	20.1	2.3	19.9	0.5	3.6	2.7
2023 Q1	1.2	-9.4	105.8	3.1	-18.7	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.8	-8.4	0.3	3.2
Q2	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.5	97.1	-0.3	20.9	-14.1	0.5	-2.4
Q3	-1.3	-14.1	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.5	-3.4	-14.5	-16.3	-12.3	1.8
2023 May	0.4	-11.9	119.5	2.3	10.6	1.3	-3.6	83.2	0.3	18.6	-10.4	-1.4	-3.1
June	0.7	-12.7	125.2	2.1	10.4	1.1	-4.5	97.1	-0.3	20.9	-14.1	0.5	-2.4
July	-0.6	-14.1	118.3	1.9	12.7	0.6	-5.7	111.8	-1.1	6.4	-15.2	-9.3	-1.8
Aug.	-2.2	-15.6	107.5	0.8	37.5	0.2	-6.7	124.2	-2.4	-1.0	-18.8	-7.5	-2.4
Sep.	-1.3	-14.1	90.6	0.2	83.5	-0.3	-7.4	127.5	-3.4	-14.5	-16.3	-12.3	1.8
Oct. (p)	-2.0	-14.3	73.2	0.7	45.8	-0.5	-8.3	134.0	-4.0	-28.7	-10.7	-15.9	-2.9

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) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2020	5,898.2	996.3	4,889.9	14,325.2	11,917.4	12,294.2	4,709.1	6,132.1	908.1	168.1	1,543.2	864.5
2021	6,531.5	994.3	5,535.3	14,805.8	12,340.5	12,722.7	4,864.8	6,372.6	941.9	161.1	1,577.2	888.1
2022	6,361.6	1,004.6	5,332.0	15,390.1	12,990.2	13,183.7	5,131.4	6,632.1	1,079.1	147.6	1,563.7	836.3
2022 Q4	6,361.6	1,004.6	5,332.0	15,390.1	12,990.2	13,183.7	5,131.4	6,632.1	1,079.1	147.6	1,563.7	836.3
2023 Q1	6,353.2	995.3	5,333.0	15,426.3	13,019.5	13,214.7	5,136.1	6,665.6	1,076.5	141.4	1,556.9	849.9
Q2	6,275.3	986.6	5,263.3	15,426.5	12,982.2	13,210.7	5,126.9	6,634.3	1,078.5	142.5	1,575.1	869.3
Q3	6,211.1	989.2	5,196.9	15,428.9	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.2	137.2	1,576.8	874.6
2023 May	6,269.2	990.4	5,253.1	15,439.5	12,999.3	13,229.3	5,133.3	6,632.0	1,092.7	141.3	1,577.8	862.4
June	6,275.3	986.6	5,263.3	15,426.5	12,982.2	13,210.7	5,126.9	6,634.3	1,078.5	142.5	1,575.1	869.3
July	6,239.5	984.3	5,229.8	15,438.4	12,988.8	13,215.7	5,125.2	6,628.6	1,099.6	135.4	1,573.3	876.4
Aug.	6,256.9	987.3	5,244.5	15,414.5	12,963.8	13,186.6	5,119.9	6,632.8	1,079.9	131.2	1,573.7	877.1
Sep.	6,211.1	989.2	5,196.9	15,428.9	12,977.5	13,194.2	5,114.6	6,633.5	1,092.2	137.2	1,576.8	874.6
Oct. ^(p)	6,195.8	987.3	5,183.3	15,451.1	13,008.2	13,223.1	5,112.6	6,641.6	1,119.0	135.1	1,562.6	880.2
Transactions												
2020	1,037.1	12.8	1,024.1	736.4	538.3	558.9	288.5	209.1	22.6	18.0	170.0	28.1
2021	663.0	-0.9	673.6	563.0	475.8	509.2	176.9	261.7	47.4	-10.1	78.0	9.2
2022	175.9	9.4	165.7	634.1	623.7	679.9	269.4	242.2	125.5	-13.4	16.9	-6.4
2022 Q4	31.1	3.0	27.5	19.4	-8.4	37.1	-7.0	26.9	-16.5	-11.8	15.7	12.1
2023 Q1	-72.9	-17.5	-55.3	2.5	3.7	7.8	-2.2	14.8	-3.0	-5.9	-9.7	8.5
Q2	-75.1	-8.6	-67.0	0.9	-32.0	-1.0	-5.2	-28.6	0.8	1.0	17.6	15.3
Q3	-19.4	1.6	-20.7	8.0	-0.2	-11.6	-8.5	1.6	12.1	-5.3	2.4	5.8
2023 May	-57.2	6.8	-64.4	9.8	-13.2	10.6	3.9	-34.2	20.0	-2.8	16.5	6.5
June	10.8	-3.7	14.7	-8.3	-10.3	-13.1	-3.6	3.9	-11.9	1.3	-1.9	3.9
July	-34.9	-2.4	-32.6	15.0	11.0	8.5	0.7	-4.8	22.1	-7.0	-2.1	6.0
Aug.	14.9	2.4	12.9	-23.5	-24.1	-27.9	-3.9	4.2	-20.1	-4.3	0.3	0.3
Sep.	0.6	1.6	-0.9	16.5	12.9	7.8	-5.3	2.2	10.1	6.0	4.1	-0.5
Oct. ^(p)	-17.2	0.9	-18.3	31.5	36.5	33.2	2.3	9.8	26.2	-1.8	-13.3	8.3
Growth rates												
2020	22.1	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.5	10.2	11.4	3.3
2021	11.3	-0.1	13.8	3.9	4.0	4.2	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.2	1.0
2022	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.3	-7.9	1.1	-0.6
2022 Q4	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.3	-7.9	1.1	-0.6
2023 Q1	-0.1	-1.5	0.1	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	5.0	-9.7	-1.3	2.0
Q2	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.6	-12.2	1.0	4.5
Q3	-2.1	-2.1	-2.2	0.2	-0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	-13.9	1.7	5.0
2023 May	-2.2	-1.7	-2.3	2.2	2.1	2.8	3.2	1.5	3.4	-13.0	2.3	2.5
June	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.6	-12.2	1.0	4.5
July	-2.8	-2.3	-3.0	1.3	1.1	1.6	1.6	0.7	3.2	-15.0	1.1	5.4
Aug.	-2.1	-2.1	-2.1	0.6	0.1	0.7	0.1	0.4	0.4	-13.9	1.7	5.2
Sep.	-2.1	-2.1	-2.2	0.2	-0.3	0.2	-0.4	0.2	-0.6	-13.9	1.7	5.0
Oct. ^(p)	-2.6	-1.8	-2.8	0.4	0.0	0.4	-0.9	0.2	4.7	-14.2	1.3	5.0

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
		Adjusted loans ⁴⁾					Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2020	4,709.1	4,830.6	897.6	1,008.9	2,802.6	6,132.1	6,401.8	700.5	4,724.9	706.7
2021	4,864.8	4,995.8	889.0	1,005.2	2,970.7	6,372.6	6,637.3	698.3	4,970.8	703.5
2022	5,131.4	5,139.0	967.2	1,078.9	3,085.3	6,632.1	6,831.4	717.2	5,214.6	700.3
2022 Q4	5,131.4	5,139.0	967.2	1,078.9	3,085.3	6,632.1	6,831.4	717.2	5,214.6	700.3
2023 Q1	5,136.1	5,150.3	940.7	1,092.7	3,102.6	6,665.6	6,870.6	723.6	5,236.0	706.0
Q2	5,126.9	5,147.0	924.2	1,088.2	3,114.5	6,634.3	6,868.1	726.0	5,207.9	700.4
Q3	5,114.6	5,124.5	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,863.0	731.6	5,210.5	691.4
2023 May	5,133.3	5,151.1	926.2	1,095.2	3,111.9	6,632.0	6,871.2	726.0	5,204.6	701.5
June	5,126.9	5,147.0	924.2	1,088.2	3,114.5	6,634.3	6,868.1	726.0	5,207.9	700.4
July	5,125.2	5,144.4	919.8	1,088.6	3,116.8	6,628.6	6,863.4	727.4	5,205.0	696.2
Aug.	5,119.9	5,124.1	902.0	1,085.2	3,132.8	6,632.8	6,863.9	729.8	5,209.0	693.9
Sep.	5,114.6	5,124.5	902.8	1,085.4	3,126.5	6,633.5	6,863.0	731.6	5,210.5	691.4
Oct. ^(p)	5,112.6	5,120.1	896.8	1,087.4	3,128.4	6,641.6	6,861.9	731.0	5,222.6	687.9
Transactions										
2020	288.5	325.6	-53.8	138.4	203.9	209.1	193.4	-11.7	210.7	10.2
2021	176.9	208.8	-1.6	2.3	176.1	261.7	266.8	10.7	255.0	-3.9
2022	269.4	309.1	78.6	77.5	113.3	242.2	249.7	22.6	218.5	1.1
2022 Q4	-7.0	22.2	-28.7	18.4	3.4	26.9	35.8	4.9	22.6	-0.5
2023 Q1	-2.2	5.7	-24.1	11.1	10.9	14.8	22.0	4.6	15.0	-4.7
Q2	-5.2	-1.2	-15.0	-3.0	12.8	-28.6	-0.6	3.9	-27.6	-4.9
Q3	-8.5	-18.8	-21.8	-3.3	16.6	1.6	-2.2	7.6	2.7	-8.8
2023 May	3.9	1.2	-6.5	0.9	9.4	-34.2	-1.9	1.4	-33.2	-2.4
June	-3.6	-2.3	-0.5	-6.6	3.4	3.9	-1.5	0.5	4.1	-0.7
July	0.7	-0.9	-3.1	0.6	3.2	-4.8	-3.7	2.3	-2.9	-4.2
Aug.	-3.9	-18.7	-18.9	-3.2	18.2	4.2	0.6	2.7	3.9	-2.3
Sep.	-5.3	0.8	0.1	-0.6	-4.9	2.2	1.0	2.6	1.8	-2.2
Oct. ^(p)	2.3	-0.9	-4.7	3.0	4.0	9.8	0.1	0.2	12.3	-2.7
Growth rates										
2020	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.8	4.3	-0.2	0.2	6.3	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.6
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.2	4.4	0.2
2022 Q4	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.2	4.4	0.2
2023 Q1	4.5	5.3	4.0	9.1	3.1	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
Q2	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.7
Q3	-0.4	0.2	-9.0	2.2	1.4	0.2	0.8	2.9	0.2	-2.7
2023 May	3.2	4.0	-0.6	8.2	2.7	1.5	2.1	2.8	1.8	-1.5
June	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.7
July	1.6	2.2	-3.1	5.0	2.0	0.7	1.3	2.6	0.8	-2.1
Aug.	0.1	0.7	-7.8	2.6	1.8	0.4	1.0	3.0	0.5	-2.5
Sep.	-0.4	0.2	-9.0	2.2	1.4	0.2	0.8	2.9	0.2	-2.7
Oct. ^(p)	-0.9	-0.3	-9.6	1.5	1.1	0.2	0.6	2.8	0.3	-3.1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2020	711.2	6,952.7	1,915.1	42.1	1,988.5	3,006.9	1,441.7	482.0	136.7	141.1
2021	736.9	6,881.5	1,838.9	37.1	1,994.5	3,010.9	1,377.6	411.1	128.5	136.8
2022	649.3	6,746.8	1,782.6	45.9	2,116.1	2,802.3	1,333.4	379.6	137.8	147.6
2022 Q4	649.3	6,746.8	1,782.6	45.9	2,116.1	2,802.3	1,333.4	379.6	137.8	147.6
2023 Q1	574.1	6,915.1	1,791.9	55.5	2,171.6	2,896.2	1,426.2	334.4	152.1	165.8
Q2	485.8	6,985.8	1,806.8	61.7	2,231.2	2,886.1	1,465.2	295.1	168.6	172.6
Q3	456.3	7,137.4	1,825.0	72.9	2,361.9	2,877.6	1,635.2	312.4	153.8	163.3
2023 May	498.9	6,998.1	1,804.9	58.9	2,213.7	2,920.5	1,484.0	309.8	174.0	184.1
June	485.8	6,985.8	1,806.8	61.7	2,231.2	2,886.1	1,465.2	295.1	168.6	172.6
July	464.6	7,096.5	1,807.0	64.5	2,319.6	2,905.4	1,547.9	276.9	153.8	156.4
Aug.	439.8	7,138.2	1,807.1	68.0	2,340.6	2,922.4	1,580.4	253.8	165.9	161.8
Sep.	456.3	7,137.4	1,825.0	72.9	2,361.9	2,877.6	1,635.2	312.4	153.8	163.3
Oct. ^(p)	440.3	7,216.8	1,819.5	77.7	2,411.0	2,908.6	1,740.9	241.4	163.0	151.4
Transactions										
2020	288.3	-36.9	-14.8	-8.0	-101.4	87.3	-66.8	135.9	-43.6	-47.5
2021	26.3	-38.6	-74.9	-5.0	-40.0	81.4	-111.2	-118.2	-8.3	-4.3
2022	-84.5	37.0	-89.7	-4.4	14.8	116.3	-71.2	-195.7	10.5	17.9
2022 Q4	2.2	57.3	-12.4	1.1	50.5	18.1	48.5	-103.2	-10.2	1.0
2023 Q1	-81.9	89.4	5.9	5.0	67.3	11.3	63.7	-43.6	15.0	18.9
Q2	-88.1	95.1	13.9	6.3	60.1	14.9	93.0	-73.1	16.5	6.7
Q3	-29.7	90.0	17.3	11.2	38.5	23.1	127.9	-60.5	-13.0	-6.0
2023 May	-73.9	38.1	-3.3	2.0	28.9	10.5	18.8	-13.4	20.7	22.2
June	-13.0	31.4	2.9	2.8	24.4	1.3	37.9	-29.4	-5.4	-11.5
July	-21.2	29.0	0.8	2.8	16.1	9.3	42.1	-57.5	-14.8	-16.2
Aug.	-24.8	27.1	0.1	3.5	15.6	7.9	28.1	-36.4	12.1	5.4
Sep.	16.3	33.9	16.3	4.9	6.8	5.9	57.8	33.3	-10.3	4.8
Oct. ^(p)	-16.0	27.3	-4.6	4.8	26.5	0.7	64.5	-87.4	9.3	-12.0
Growth rates										
2020	82.2	-0.5	-0.8	-15.9	-4.7	3.0	-	-	-24.2	-25.2
2021	3.7	-0.6	-3.9	-11.9	-2.0	2.7	-	-	-6.0	-3.0
2022	-11.5	0.6	-4.8	-13.0	0.6	4.0	-	-	7.9	12.7
2022 Q4	-11.5	0.6	-4.8	-13.0	0.6	4.0	-	-	7.9	12.7
2023 Q1	-22.6	2.3	-3.4	-0.5	4.9	4.0	-	-	-4.2	1.3
Q2	-37.6	3.5	-2.2	25.4	8.7	3.0	-	-	1.7	10.2
Q3	-30.3	4.9	1.4	48.7	10.4	2.4	-	-	5.7	14.1
2023 May	-34.5	3.2	-2.5	17.8	7.5	3.5	-	-	-4.2	8.2
June	-37.6	3.5	-2.2	25.4	8.7	3.0	-	-	1.7	10.2
July	-38.9	3.9	-1.5	32.5	9.7	2.7	-	-	-10.9	-1.6
Aug.	-34.9	4.5	-0.4	37.0	10.1	2.9	-	-	5.9	11.5
Sep.	-30.3	4.9	1.4	48.7	10.4	2.4	-	-	5.7	14.1
Oct. ^(p)	-34.5	5.4	1.7	57.7	11.1	2.7	-	-	14.8	-0.6

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.2	-5.2	0.0	0.1	0.0	-3.8
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-1.9
2022 Q3	-3.2	.	.	.	.	-1.6
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.9
2023 Q1	-3.7	.	.	.	.	-2.0
Q2	-3.8	.	.	.	.	-2.1

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46.3	45.8	12.9	13.1	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.6
2021	47.0	46.2	13.2	13.1	15.1	0.8	52.2	47.2	10.2	5.9	1.5	23.9	5.0
2022	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.4	9.9	5.9	1.7	22.8	5.1
2022 Q3	47.1	46.4	13.6	13.1	14.9	0.7	50.3	45.4	9.9	5.9	1.6	22.9	4.9
Q4	46.9	46.1	13.5	12.9	14.8	0.8	50.5	45.4	9.9	5.9	1.7	22.8	5.1
2023 Q1	46.7	45.9	13.5	12.8	14.8	0.8	50.3	45.3	9.8	5.8	1.7	22.7	5.1
Q2	46.5	45.7	13.4	12.7	14.8	0.8	50.3	45.2	9.8	5.8	1.7	22.7	5.1

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84.1	3.0	13.2	67.8	45.8	30.8	38.3	7.7	76.3	15.6	27.9	40.6	82.7	1.3
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.6	39.1	42.5	11.1	86.0	18.9	30.9	47.3	95.5	1.7
2021	94.7	3.0	13.8	77.9	55.2	41.3	39.5	9.8	84.9	17.5	30.1	47.1	93.3	1.4
2022	90.9	2.7	13.2	75.0	53.4	40.2	37.5	8.8	82.1	16.5	28.7	45.7	90.0	0.9
2022 Q3	92.2	2.9	13.5	75.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	90.9	2.7	13.2	75.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	90.7	2.5	12.8	75.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	90.3	2.5	12.5	75.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	-1.2	0.9
2020	13.1	5.5	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.3	9.6
2021	-2.4	3.8	-0.2	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.0	5.1
2022	-3.8	1.9	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.4	2.7
2022 Q3	-4.5	1.6	-0.2	0.1	-0.4	0.3	0.0	0.2	0.4	-0.6	-6.0	2.6
Q4	-3.8	1.9	-0.3	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.4	2.7
2023 Q1	-3.8	2.0	-0.7	-0.7	-1.1	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.7	-5.1	2.3
Q2	-3.1	2.1	-0.8	-1.0	-1.4	0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	-4.5	2.3

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	2.0	1.2	-0.1	2.2	2.1	0.0	0.8
2021	14.0	12.7	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	13.2	11.9	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2022 Q3	13.0	11.7	3.7	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4
Q4	13.2	11.9	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5
2023 Q1	13.5	12.3	4.2	1.2	0.3	8.1	1.8	1.3	1.0	1.9	2.0	2.1	0.7
Q2	13.6	12.3	3.6	1.3	0.3	8.1	1.9	1.4	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
2023 May	13.4	12.1	3.4	1.3	0.3	8.2	1.8	1.3	1.2	1.9	2.0	2.6	1.0
June	13.6	12.3	3.6	1.3	0.3	8.1	1.9	1.4	1.5	1.9	2.0	2.8	1.1
July	13.6	12.3	4.0	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.5	2.0	1.9	3.0	1.2
Aug.	13.5	12.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.9	1.4	1.7	2.0	1.9	3.2	1.4
Sep.	13.8	12.4	3.8	1.3	0.3	8.1	1.9	1.2	1.8	2.0	1.7	3.4	1.5
Oct.	13.3	12.0	3.5	1.4	0.3	8.2	2.0	1.2	1.9	2.0	1.7	3.4	1.7

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	0.9
2020	-8.9	-4.3	-5.4	-5.0	-9.7	-10.1	-9.0	-7.3	-9.6	-5.7
2021	-5.4	-3.6	-2.5	-1.5	-7.0	-6.7	-6.5	-2.5	-8.8	-1.9
2022	-3.5	-2.5	-1.0	1.7	-2.4	-4.7	-4.8	0.1	-8.0	2.4
2022 Q3	-3.5	-1.8	-0.3	1.6	-3.1	-4.1	-4.3	0.4	-7.7	2.4
Q4	-3.5	-2.5	-1.0	1.7	-2.4	-4.7	-4.8	0.1	-8.0	2.4
2023 Q1	-4.0	-3.1	-1.3	2.1	-2.5	-4.3	-4.5	-0.2	-8.1	3.1
Q2	-4.1	-3.4	-1.7	2.2	-2.4	-4.4	-4.7	-0.4	-8.0	3.4
Government debt										
2019	97.6	59.6	8.5	57.1	180.6	98.2	97.4	70.9	134.2	93.0
2020	111.8	68.8	18.6	58.1	207.0	120.3	114.6	86.8	154.9	114.9
2021	108.0	69.0	17.8	54.4	195.0	116.8	112.9	78.1	147.1	99.3
2022	104.3	66.1	18.5	44.4	172.6	111.6	111.8	68.2	141.7	85.6
2022 Q3	105.6	66.8	15.9	48.5	175.9	114.0	113.5	69.8	143.1	89.7
Q4	104.3	66.1	18.5	44.4	171.4	111.6	111.8	68.2	141.7	85.6
2023 Q1	106.4	65.7	17.2	43.6	168.6	111.2	112.4	69.1	140.9	83.1
Q2	106.0	64.6	18.5	43.1	166.5	111.2	111.9	66.5	142.4	85.3
Government deficit (-)/surplus (+)										
2019	-0.5	0.5	2.2	0.5	1.8	0.6	0.1	0.7	-1.2	-0.9
2020	-4.5	-6.5	-3.4	-9.6	-3.7	-8.0	-5.8	-7.6	-5.4	-5.6
2021	-7.2	-1.1	0.6	-7.5	-2.2	-5.8	-2.9	-4.6	-5.2	-2.8
2022	-4.6	-0.7	-0.3	-5.7	-0.1	-3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-0.8
2022 Q3	-4.3	0.8	0.6	-5.4	-0.3	-3.0	1.0	-3.0	-2.7	-0.8
Q4	-4.6	-0.7	-0.3	-5.7	-0.1	-3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-0.8
2023 Q1	-4.3	-1.2	-0.6	-4.9	-0.1	-3.5	0.1	-3.2	-2.6	-0.9
Q2	-3.0	-1.3	-0.8	-4.3	-0.2	-4.1	0.0	-3.1	-3.4	-1.5
Government debt										
2019	36.7	35.8	22.4	40.0	48.6	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.2	46.2	24.6	52.2	54.7	83.0	134.9	79.6	58.9	74.7
2021	44.0	43.4	24.5	54.0	51.7	82.5	124.5	74.4	61.1	72.5
2022	41.0	38.1	24.7	52.3	50.1	78.4	112.4	72.3	57.8	73.3
2022 Q3	40.1	37.0	24.7	51.9	48.2	81.3	118.4	74.4	57.5	71.8
Q4	41.0	38.1	24.7	52.3	50.1	78.4	112.4	72.3	57.8	73.3
2023 Q1	43.0	38.1	28.4	52.4	48.3	80.3	112.4	72.0	58.0	73.3
Q2	39.5	38.1	28.2	50.7	46.9	78.6	110.1	70.5	59.6	74.6

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2023

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 13.12.2023 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-23-012-FI-N