

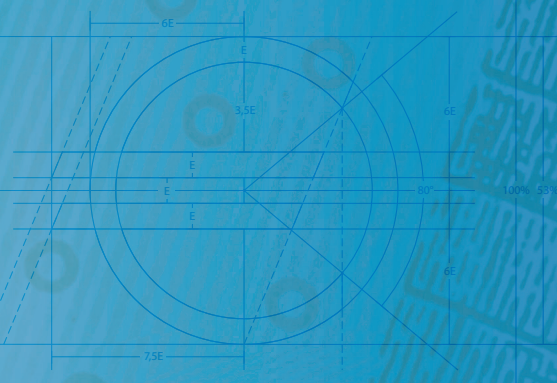


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

8/2024



Sisällys

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	8
2 Talouskehitys	13
3 Hinnat ja kustannukset	20
4 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	27
5 Rahoitusolot ja luotonannon kehitys	33
6 Julkisen talouden kehitys	40
Kehikot	44
1 Mistä osakehintojen vahvuus Yhdysvalloissa johtuu – markkinoiden rakenteesta, tulosodotuksista vai osakeriskipreemioista?	44
2 Päästökauppajärjestelmän vaikutukset investointeihin Euroopassa lyhyellä aikavälillä	50
3 Millaisia taloudellisia signaaleja epävarmuuden mittareista saadaan?	55
4 Mikä selittää kotitalouksien korkean säästämisasteen euroalueella?	59
5 Rahapolitiikan välittyminen tavaroiden ja palveluiden inflaatioon	65
6 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 24.7.–22.10.2024	70
7 TLTRO III -operaatioiden päättyminen ja pankkien luotonantoehdot	77
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Talouden, rahoitusmarkkinoiden ja rahatalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 12.12.2024 laskea EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä. Rahapolitiikan mitoituksen säätelyssä käytettävää talletuskorkoa päätettiin laskea etenkin inflaationäkymiä koskevan päivitetyn arvion, pohjainflaation kehityksen ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuuden perusteella.

Inflaatio hidastuu hyvää vauhtia. Joulukuun 2024 eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa kokonaisinflaation odotetaan olevan keskimäärin 2,4 % vuonna 2024 ja 2,1 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026. Sen arvioidaan olevan 2,1 % vuonna 2027, jolloin EU:n laajennettu päästökauppajärjestelmä otetaan käyttöön. Energian ja elintarvikkeiden hinnoista puhdistetun inflaation arvioidaan olevan keskimäärin 2,9 % vuonna 2024 ja 2,3 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuosina 2026 ja 2027.

Useimmat pohjainflaation mittarit viittaavat siihen, että inflaatio asettuu keskipitkällä aikavälillä kestävästi kahden prosentin tavoitteen tuntumaan. Euroalueen inflaatio on hidastunut, mutta se on edelleen nopeaa. Syynä on lähinnä se, että joidenkin toimialojen palkat ja hinnat mukautuvat yhä huomattavalla viipeellä aiempaan, hyvin nopeaan inflaatioon.

Rahoitusolot ovat kevenemässä, sillä EKP:n neuvoston äskettäiset koronlaskut tekevät yritysten ja kotitalouksien uusista lainoista vähitellen edullisempia. Ne ovat kuitenkin yhä kireät, koska rahapolitiikka pysyy rajoittavana ja aiempien koronnostojen vaikutukset välittyvät edelleen luottokantaan.

Euroalueen talouden elpymisen odotetaan joulukuun 2024 arvioissa olevan hitaampaa kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioissa. Vaikka kasvu pirstyi kolmannella vuosineljänneksellä, kyselyindikaattorit osoittavat sen hidastuneen neljännellä neljänneksellä. Talouden arvioidaan nyt kasvavan 0,7 % vuonna 2024 ja 1,1 % vuonna 2025 sekä 1,4 % vuonna 2026 ja 1,3 % vuonna 2027. Arvioidun elpymisen taustalla ovat lähinnä reaalityulojen kasvu – jonka myötä kotitaloudet voivat lisätä kulutusta – ja yritysten investointien lisääntyminen. Euroalueen kysynnän arvioidaan ajan mittaan vahvistuvan, kun kireän rahapolitiikan vaikutukset vähitellen laantuvat.

EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti asettuu kestävästi kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. Se määrittää rahapolitiikan mitoituksen kokouskohtaisesti aina tuoreimpien tietojen perusteella. EKP:n neuvoston korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkymiä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja

rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. EKP:n neuvosto ei sitoudu ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

Talous

Talous kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä 0,4 % eli odotettua enemmän. Kasvua vauhdittivat pääasiassa kulutuksen lisääntyminen – joka johtui osittain kesämatkailua lisänneistä kertaluonteisista tekijöistä – ja toimet, joilla yritykset kartuttivat varastojaan. Tuoreimpien tietojen mukaan kasvu on kuitenkin vaimentumassa. Kyselyindikaattorit osoittavat, että teollisuustuotanto supistuu edelleen ja palvelutuotannon kasvu hidastuu. Heikon kysynnän ja hyvin epävarmojen näkymien vuoksi yritykset käyttävät vähemmän rahaa investointeihin. Myös viennin kehitys on heikkoa, ja eräät eurooppalaiset teollisuudenalat kokevat kilpailukykynsä säilyttämisen haasteelliseksi.

Työmarkkinat vetävät edelleen hyvin. Vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä työllisyys kasvoi 0,2 % eli jälleen odotettua enemmän. Työttömyysaste oli lokakuussakin ennätysalhainen eli 6,3 %. Työvoiman kysyntä heikkenee kuitenkin edelleen. Avoimien työpaikkojen aste laski kolmannella vuosineljänneksellä 2,5 prosenttiin eli 0,8 prosenttiyksikköä huipputasoaan alemmaksi, ja myös kyselyt osoittavat uusien työpaikkojen luonnin vähentyneen neljännellä vuosineljänneksellä.

Euroalueen talouden arvioidaan jatkavan vaiheittaista elpymistään lähivuosina, vaikka geopoliittinen ja yleispoliittinen epävarmuus on huomattavan suurta. Vahvassa työmarkkinatilanteessa etenkin reaali-palkkojen ja työllisyyden kasvun odotetaan tukevan elpymistä, jonka tärkeimpiä taustatekijöitä on edelleen kulutus. Euroalueen kysyntää vahvistanee myös rahoitusolojen keveneminen, joka noudattelee markkinaosapuolten odotuksia tulevasta korkokehityksestä. Finanssipolitiikan oletetaan olevan kaiken kaikkiaan vakauttamisuralla, mutta siihen liittyy suurta epävarmuutta. NextGenerationEU-ohjelman on kuitenkin määrä tukea talouskasvua ohjelman päättymiseen asti vuonna 2027. Ulkoisen kysynnän odotetaan vahvistuvan ja tukevan euroalueen vientiä perusskenaariossa, jonka oletuksena on, että EU:n tärkeimmät kauppakumppanit pitävät kaupppolitiikkansa ennallaan. Sen vuoksi nettoviennillä odotetaan olevan jokseenkin neutraali vaikutus BKT:n kasvuun – kilpailukykyyn liittyvistä haasteista huolimatta. Työttömyysasteen odotetaan laskevan entisestään ennätysalhaiselle tasolle. Arvioiden mukaan joidenkin tuottavuuden viimeaikaista kasvua hidastaneiden suhdannetekijöiden vaikutus alkaa vaimentua, ja tuottavuuden odotetaan kohenevan arviointijakson mittaan rakenteellisista haasteista huolimatta. Joulukuun 2024 asiantuntija-arvioissa BKT:n keskimääräisen vuotuisen kasvun odotetaan olevan 0,7 % vuonna 2024 ja 1,1 % vuonna 2025 sekä 1,4 % vuonna 2026 mutta maltillistuvan sitten niin, että se on 1,3 % vuonna 2027. BKT:n kasvu on nyt arvioitu hitaammaksi kuin syyskuussa 2024 julkaistuissa asiantuntija-arvioissa pääasiassa siksi, että vuoden 2024 alkupuoliskon investointitietoja on tarkistettu, odotukset viennin kasvusta vuonna 2025 ovat heikommat ja arviota euroalueen kysynnän kasvusta vuonna 2026 on tarkistettu hieman alaspäin.

Talouden tuottavuutta, kilpailukykyä ja kriisinkestävyttä tulisi lisätä finanssi- ja rakennepoliittisin toimin. On ensiarvoisen tärkeää ryhtyä ripeästi konkreettisiin ja määrätietoisiin rakennepoliittisiin toimiin, jotka perustuvat Mario Draghin ehdotuksiin EU:n kilpailukyvyn lisäämisestä ja Enrico Lettan ehdotuksiin sisämarkkinoiden vahvistamisesta. EKP:n neuvosto suhtautuu myönteisesti arvioon, jonka Euroopan komissio on laatinut jäsenvaltioiden keskipitkän aikavälin finanssi- ja rakennepoliittisista suunnitelmista osana EU:n talouden tarkistettua ohjausjärjestelmää. Jäsenvaltioiden tulisi nyt keskittyä täyttämään ohjausjärjestelmän piirissä antamansa sitoumukset kaikilta osin ja viipymättä. Tämä auttaa niitä supistamaan julkistalouden alijäämiä ja velkasuhteita kestävältä pohjalta ja asettamaan kasvua luovat uudistukset ja investoinnit etusijalle.

Inflaatio

Eurostatin ennakoarvion mukaan vuotuinen inflaatio nopeutui marraskuussa 2,3 prosenttiin. Lokakuussa se oli 2,0 %. Inflaation kiihtyminen oli odotettua ja johtui pääasiassa energian hintaan liittyvästä vertailuajankohdan vaikutuksesta. Elintarvikkeiden hintainflaatio hidastui 2,8 prosenttiin ja palvelujen 3,9 prosenttiin. Tavaroiden hintainflaatio nopeutui 0,7 prosenttiin.

Euroalueen inflaatio, joka seuraa tiiviisti palvelujen hintainflaatiota, hidastui edelleen hieman. Se oli lokakuussa 4,2 % eli yhä nopeaa, sillä palkkapaineet ovat korkeat ja joidenkin palvelujen hinnat mukautuvat yhä viipeellä aiempaan, hyvin nopeaan inflaatioon. Pohjainflaation kehityksen perusteella inflaatio on kuitenkin palautumassa kestävästi tavoitteen mukaiseksi.

Pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat useimpien mittarien mukaan 2 prosentin tuntumassa, ja keskipitkän ja pitemmän aikavälin inflaatiokompensaation markkinapohjaiset indikaattorit ovat laskeneet merkittävästi 17.10.2024 pidetyn EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen.

Palkansaajakorvausten kasvu vaimeni 4,4 prosenttiin vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä. Se oli 4,7 % toisella neljänneksellä. Tämä hidasti yksikkötyökustannusten nousua, kun tuottavuus pysyi samaan aikaan vakaana.

Inflaatio asettunee keskipitkällä aikavälillä kestävästi kahden prosentin tavoitteen tuntumaan, kun työvoimakustannusten nousupaineet hellittävät, rahapolitiikan aiemman kiristämisen vaikutukset välittyvät edelleen kuluttajahintoihin ja energian aiemmat jyrkät hinnanlaskut jäävät vähitellen pois vuotuisista inflaatioluvuista.

Joulukuun 2024 asiantuntija-arvioissa YKHI-kokonaisinflaation arvioidaan nopeutuvan vuoden 2024 lopulla ja hidastuvan sitten EKP:n kahden prosentin inflaatiotavoitteen tuntumaan vuoden 2025 toiselta neljännekseltä lähtien. Energiaerään liittyvän vertailuajankohdan vaikutuksen odotetaan olevan pääsyy inflaation tilapäiseen kiihtymiseen arviointijakson alussa. Öljyn ja kaasun hintojen oletetaan laskevan, joten energiainflaatio jatkaa todennäköisesti hidastumista vuoden 2025 jälkipuoliskolle asti ja pysyy sen jälkeen vaimeana. Poikkeuksena on energiainflaation kiihtyminen vuonna 2027 uusien ilmastomuutoksen hillintätoimien

vuoksi. Elintarvikeinflaation arvioidaan nopeutuvan vuoden 2025 puoliväliin asti lähinnä jalostamattomien elintarvikkeiden uuden hinnannousun vuoksi. Sitten sen arvioidaan hidastuvan keskimäärin 2,2 prosenttiin vuoteen 2027 mennessä. Ilman energia- ja elintarvikehintoja lasketun YKHI-inflaation (HICPX) odotetaan hidastuvan vuoden 2025 alussa, kun energian aiempien hintasokkien välilliset vaikutukset hiipuvat, työvoimakustannuspaineet vaimenevat ja rahapolitiikan aiemman kiristämisen vaikutusten välittyminen viipeellä kuluttajahintoihin jatkuu. Asiantuntijat odottavat, että kehityksen tärkeimpänä taustatekijänä on palvelujen hintainflaatio. Se on tähän asti jatkunut suhteellisen nopeana mutta on nyt hidastumassa. Kaiken kaikkiaan energia- ja elintarvikehinnoista puhdistetun YKHI-inflaation odotetaan hidastuvan 2,9 prosentista 1,9 prosenttiin vuosina 2024–2027. Palkkojen nousu pysyy aluksi nopeana mutta vaimenee vähitellen, kun inflaatiokompensaation paineet väistyvät. Työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvun hidastumisen ja tuottavuuden kasvun elpymisen odotetaan hidastavan yksikkötyökustannusten nousua merkittävästi. Näin ollen euroalueen hintapaineiden arvioidaan heikkenevän, kun voittomarginaalit vaimentavat aluksi yhä suuria työvoimakustannuspaineita mutta elpyvät sitten arviointijakson kuluessa. Ulkoiset hintapaineet pysyvät kaiken kaikkiaan maltillisina. YKHI-kokonaisinflaatio vuosina 2024 ja 2025 on nyt arvioitu hitusen hitaammaksi kuin syyskuun 2024 asiantuntija-arvioissa pääasiassa siksi, että inflaatio on ollut odotettua hitaampaa ja öljyn ja sähkön hintaoletuksia on tarkistettu alaspäin.

Riskiarvio

Taloukasvuun kohdistuvat riskit painottuvat edelleen arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. Maailmankaupan kitkan lisääntymisen riski voi toteutuessaan hidastaa euroalueen taloukasvua vientikysynnän vaimenemisen ja maailmantalouden heikkenemisen välityksellä. Luottamuksen väheneminen voi estää kulutusta ja investointeja elpymästä odotettuun tahtiin. Kehityskulkua voivat vahvistaa Venäjän oikeudeton sota Ukrainassa, Lähi-idän järkyttävä konflikti ja muut geopoliittiset riskit, jotka voivat häiritä energian tarjontaa ja maailmankauppaa. Kasvu voi jäädä arvioitua heikommaksi myös, jos rahapolitiikan kiristämisen vaikutusten viive kestää odotettua pidempään. Kasvu voi toisaalta olla ennakoitua vahvempaa, jos rahoitusolojen keveneminen ja inflaation hidastuminen nopeuttavat kulutuksen ja investointien elpymistä arvioitua enemmän.

Inflaatio voi osoittautua aiempaa nopeammaksi, jos palkat nousevat tai voitot kasvavat odotettua enemmän. Ennakoitua nopeamman inflaation riskejä aiheuttavat myös voimakkaat geopoliittiset jännitteet, joiden vuoksi energia ja rahtikustannukset voivat lähiaikoina kallistua arvioitua enemmän ja häiritä maailmankauppaa. Lisäksi sään ääri-ilmiöt ja ilmastokriisin laajeneminen voivat johtaa siihen, että elintarvikkeiden hinnat nousevat odotettua enemmän. Inflaatio voi jäädä sen sijaan ennakoitua hitaammaksi, jos heikko luottamus ja huoli geopoliittisista tapahtumista estävät kulutusta ja investointeja elpymästä odotettuun tahtiin, rahapolitiikka vaimentaa kysyntää odotettua enemmän tai talouden toimintaympäristö muualla maailmassa äkkiä huononee. Maailmankaupan kitkan voimistuminen lisäisi epävarmuutta euroalueen inflaationäkymistä.

Rahoitusolot ja rahatalouden tilanne

Markkinakorot ovat laskeneet euroalueella lisää EKP:n neuvoston lokakuun kokouksen jälkeen, koska talousnäkymien koetaan olevan heikkenemässä. Rahoitusolot ovat yhä kireät, mutta EKP:n neuvoston koronlaskut tekevät yritysten ja kotitalouksien lainanotosta vähitellen edullisempää.

Uusien yritysluottojen keskiporko oli lokakuussa 4,7 % eli yli puoli prosenttiyksikköä viimevuotista huipputasoaan alempi. Markkinaehtoisen velan liikkeeseenlaskun kustannukset ovat laskeneet yli prosenttiyksikön huipustaan. Uusien asuntoluottojen keskiporko oli lokakuussa 3,6 % eli noin puoli prosenttiyksikköä viimevuotista huipputasoaan alempi, vaikka asuntoluottokannan keskiporkon odotetaan yhä nousevan.

Pankkien luotonanto yrityksille on vähitellen vilkastunut alhaiselta tasoltaan. Se kasvoi lokakuussa 1,2 % vuodentakaiseen verrattuna. Yritysten liikkeeseen laskemien velkapaperien vuotuinen kasvu vahvistui 3,1 % eli lähes samaa vauhtia kuin parin edellisen kuukauden aikana. Asuntoluotonanto kasvoi yhä vähitellen lokakuussa. Sen vuotuinen kasvu oli 0,8 %.

EKP:n neuvosto on jälleen laatinut rahapolitiikan strategiansa mukaisesti yksityiskohtaisen arvion rahapolitiikan ja rahoitusvakauden keskinäisistä suhteista. Euroalueen pankit ovat selviytyneet häiriöistä hyvin eikä nähtävissä ole juuri merkkejä rahoitusmarkkinoiden paineista. Rahoitusvakauteen kohdistuu kuitenkin edelleen suuria riskejä. Makrovakauseräpolitiikka on yhä tärkein keino torjua rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuden kasvua, parantaa häiriönsietokykyä ja ylläpitää makrovakauseräpolitiikan liikkumavaraa.

Rahapoliittisia päätöksiä

Talletuskorko on 18.12.2024 lähtien 3,00 %, perusrahoitusoperaatioiden korko 3,15 % ja maksuvalmiusluoton korko 3,40 %.

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

Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoitettu kokonaisuudessaan uudelleen vuoden 2024 jälkipuoliskolla, vaan eurojärjestelmän PEPP-omistuksia vähennettiin keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa. Uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa lopetettiin kokonaan vuoden 2024 lopussa.

Pankit maksoivat joulukuussa 2024 takaisin kaikki jäljellä olevat lainat, jotka ne ovat saaneet kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa. Näin päättyi tämä osa taseen palauttamisesta tavanomaiseen kokoonsa.

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti kokouksessaan 12.12.2024 laskea EKP:n kaikkia kolmea ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä. Rahapolitiikan mitoituksen säätelyssä käytettävää talletuskorkoa päätettiin laskea etenkin inflaationäkymiä koskevan päivitetyn arvion, pohjainflaation kehityksen ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuuden perusteella. EKP:n neuvosto pyrkii määrätietoisesti varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti asettuu kestävästi kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi. Se määrittää rahapolitiikan mitoituksen kokouskohtaisesti aina tuoreimpien tietojen perusteella. EKP:n neuvoston korkopäätökset perustuvat etenkin inflaationäkymiä koskevaan arvioon, jossa otetaan huomioon tuoreimmat tiedot taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä ja siitä, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. EKP:n neuvosto ei sitoudu ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia mandaattiinsa kuuluvia välineitä sen varmistamiseksi, että inflaatio asettuu keskipitkällä aikavälillä kestävästi kahden prosentin tavoitteen mukaiseksi ja rahapolitiikan vaikutus välittyy sujuvasti talouteen.

1. Ulkoinen ympäristö

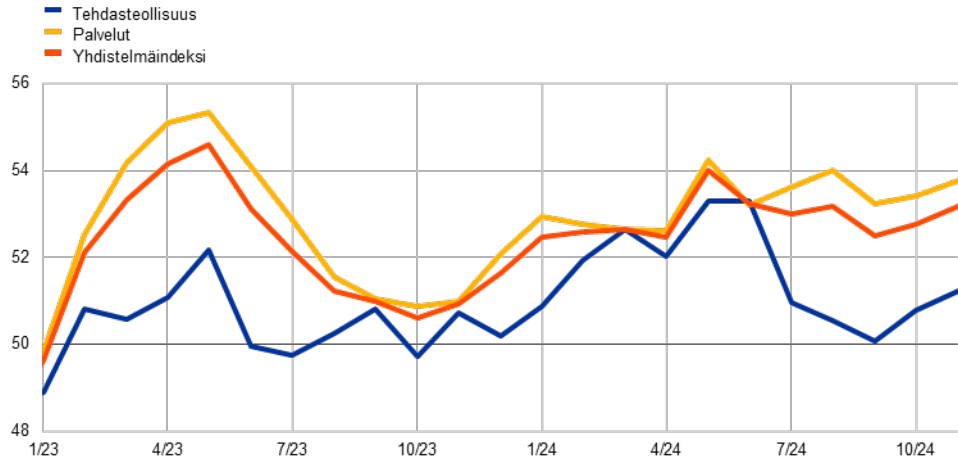
Tarkastelujaksolla (17.10–11.12.2024) maailmantalouden kasvu pysyi vahvana, vaikka siihen kohdistuvat vastatuulet voimistuivat. Kyselytiedot kertoivat laaja-alaisesti kohenevasta tilanteesta eri sektoreilla ja palvelusektorin vahvan kehityksen jatkumisesta. Maailmankauppa pysyi vahvana, mikä johtui jossain määrin tuontitavaroiden varastojen kerryttämisestä Yhdysvaltojen tulevaan kauppapolitiikkaan liittyvän epävarmuuden takia. Inflaation hidastuminen jatkui, mutta palvelujen hintoihin kohdistui edelleen nousupainetta. Tällainen kuva maailmantalouden kasvu- ja inflaationäkymistä välittyi euroalueen talousnäkyymiä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioista, jotka ovat pitkälti EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioiden kaltaiset. Yhdysvaltojen presidentinvaalien tulos on kuitenkin lisännyt kauppapolitiikkaan liittyvää epävarmuutta merkittävästi. Maailmankaupan kasvua koskevaa arviota korotettiin tuntuvasti toisen ja kolmannen vuosineljänneksen odotettua vahvempien toteutumien takia. Vuoden 2024 mittaan elpyneen maailmankaupan odotetaan vastedes kasvavan likeisemmin rinta rinnan tuotannon kanssa. Epävarmuus on kuitenkin koholla protektionistiseen kauppapolitiikkaan ja fragmentaatioon liittyvien riskien takia. Keskeisten kehittyneiden talouksien ja nousevien markkinatalouksien inflaation ennakoidaan hidastuvan vähitellen arviointijaksolla.

Maailmantalouden kasvu on pysynyt voimakkaana, joskin kiihtyvät vastatuulet korostavat näkymien haavoittuvuutta. Globaalin kokonaistuotannon PMI-indeksi (pl. euroalue) pysyi marraskuussa 2024 reilusti positiivisen kasvun puolella 53,2 pisteessä eli lokakuun 52,8:aa korkeammalla (kuvio 1). Palvelusektorin tuotanto vahvistui edelleen, ja myös tehdasteollisuus koheni ja nousi yhä selvemmin nollakasvua kuvaavan tason yläpuolelle 51,2 pisteeseen marraskuussa. Kokonaistuotannon PMI-indikaattorin nousu johtui pitkälti Yhdysvaltojen ja Kiinan kehityksestä. Kiinan indikaattorin nousu liittyi tehdasteollisuuden voimakkaaseen kasvuun, kun taas Yhdysvalloissa palvelusektorin tuotanto parani merkittävästi. Tuoreiden tietojen mukaan maailmankauppa jatkui vahvana vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä. Tämä käsitys saa tukea myös Yhdysvaltojen ja Kiinan vahvistuneista talousluvuista sekä Kiinan ja vähäisemmässä määrin Ison-Britannian hiljattain ilmoitetusta uudesta finanssipoliittisesta tuesta. Samaan aikaan geopoliittiset jännitteet, Kiinan kiinteistösektorin sitkeä heikkous ja epävarmuus Yhdysvaltojen seuraavan hallinnon harjoittamasta politiikasta kuitenkin kertovat maailmantalouden kasvunäkymien haavoittuvuudesta.

Kuvio 1

Globaali kokonaistuotannon PMI-indeksi

(diffuusioindeksit)



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

Huom. "PMI" tarkoittaa ostopääällikköindeksiä ("Purchasing Managers' Index"). Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2024.

Maailmantalouden kasvun odotetaan pysyvän vahvana mutta maltillistuvan hieman tarkastelujakson aikana.

Globaalin BKT:n arvioidaan kasvavan 3,4 % vuonna 2024 ja 3,5 % vuonna 2025, 3,3 % vuonna 2026 ja 3,2 % vuonna 2027. Maailmantalouden kasvun pieni hidastuminen tarkastelujakson lopulla johtuu pääasiassa Kiinan talouskasvun odotetusta hidastumisesta epäsuotuisan väestönkehityksen myötä sekä Yhdysvaltojen talouden jonkinasteisesta vaimenemisesta. Ison-Britannian finanssipolitiikan höllentymisen oletetaan antavan BKT:n kasvulle vain tilapäisen kasvusysäyksen, sillä tulevat yritysveron korotukset todennäköisesti heikentävät yksityisen sektorin tuotantoa. Yhdysvaltojen vaalituloksesta on aiheutunut merkittävää epävarmuutta, koska tällä hetkellä uuden hallinnon politiikkatoimia on vaikea ennakoida. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuisiin arvioihin sisältyy olettamuksia aiempaa ankarammasta maahanmuuttolainsäädännöstä ja löysemmästä finanssipolitiikasta (erityisesti vuonna 2017 toteutettujen yksityishenkilöiden ja yritysten tuloveronkevennyksien jatkumisesta alkuperäistä päättymisajankohtaansa vuonna 2025 pidempään).

Maailmankauppa kasvoi kolmannella neljänneksellä odotettua voimakkaammin, mutta kasvun odotetaan hidastuvan lyhyellä aikavälillä.

Globaali tuonti aiheutti myönteisen yllätyksen kolmannella neljänneksellä Yhdysvaltojen ulkomaankaupan voimakkaan kasvun myötä. Yksittäistapauksiin perustuva näyttö viittaa siihen, että yhdysvaltalaiset yritykset kartuttivat tuontitavaroiden varastojaan varautuakseen kauppapolitiikkaan liittyvään epävarmuuteen ja länsirannikon satamien työtaistelutoimiin lokakuussa. Vaikka maailmankauppa heilahtelee luonteensa mukaisesti, tuoreimmat tiedot viittaavat globaalin tuonnin vaimenemiseen viimeisellä vuosineljänneksellä. Tämä kertoo tehdasteollisuuden suhdannetilanteen pysymisestä heikkona sekä tavaratuonnin normalisoitumisesta edellisten neljännten voimakkaan kasvun jälkeen. Globaalin kysynnän rakenteen epäsuotuisuus pahentaa tilannetta, sillä kysyntä painottuu tällä hetkellä palvelusektorille, jolla ulkomaankaupan rooli on vähäisempi, ja julkisen

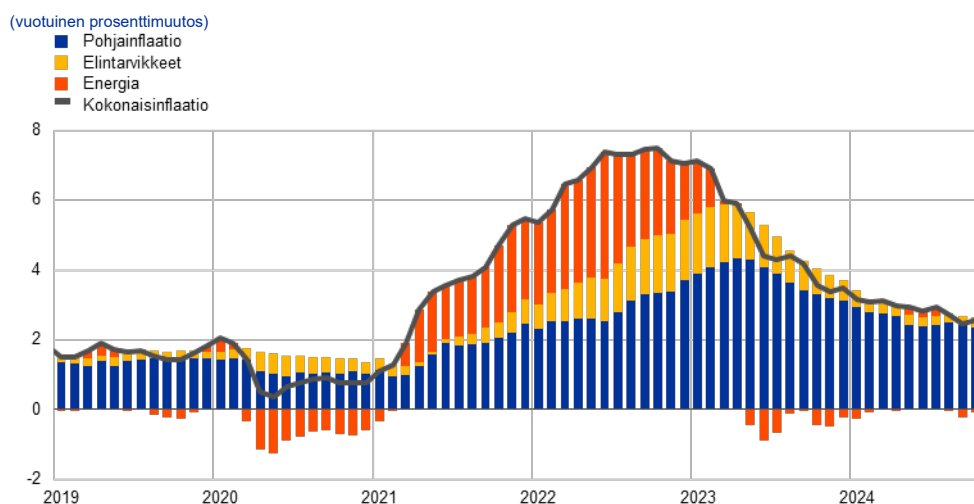
sektorin kulutukseen. Sopusoinnussa ulkomaankaupan kasvun hidastumisen kanssa tehdasteollisuuden uusien tilausten globaali (pl. euroalue) PMI-indeksi pysyi negatiivisen kasvun alueella 49,4 pisteessä marraskuussa. Näin ollen myös rahtikustannukset ovat alkaneet normalisoitua vuoden 2024 toisella neljänneksellä nähdyn voimakkaan nousun jälkeen, jolloin rahtikapasiteetin kysyntä oli voimakasta tuonnin aikaistamisen myötä.

Maailmankaupan ennakoitaan elyvän tänä vuonna ja kasvavan sitten arviointijakson ajan aiempaa tiiviimmin maailmantalouden kasvua myötäillen. Näihin näkyimiin kuitenkin kohdistuu voimakkaita hitaamman kasvun riskejä lisääntyvästä protektionismista ja fragmentaatiosta. Arviota ulkomaankaupan kasvusta vuonna 2024 tarkistettiin 0,9 prosenttiyksikköä syyskuisia arvioita korkeammaksi, mikä johtui pääasiassa siitä, että toiselta ja kolmannelta neljännekseltä julkistetut talousluvut olivat odotettua parempia. Maailmankaupan arvioidaan kasvavan 3,6 % vuonna 2025, minkä jälkeen kasvun odotetaan maltillistuvan 3,3 prosenttiin vuonna 2026 ja 3,2 prosenttiin vuonna 2027. Näkymät ovat kuitenkin edelleen hyvin epävarmat. Odotetuista ulkomaankaupan rajoitteista aiheutuva tuonnin aikaistaminen saattaisi vahvistaa ulkomaankauppaa edelleen lyhyellä aikavälillä. Keskipitkällä aikavälillä ulkomaankauppa saattaa puolestaan kärsiä geopolittisistä jännitteistä sekä merkittävästä ulkomaankaupan protektionismin ja fragmentaation lisääntymisestä.

Kansainvälisen talouden ja yhteistyön järjestön (OECD) jäsenmaissa inflaatio hidastuu edelleen, mutta sen taustalla hintapaineet ovat edelleen koholla. Lokakuussa kuluttajahintaindeksin mukainen vuotuinen kokonaisinflaatio OECD-maissa (pl. Turkki) kiihtyi marginaalisesti eli 2,6 prosenttiin edellisluon 2,5 prosentista (kuvio 2). Kokonaisinflaation nytkähdys johtui energiaerän aiempaa vähemmän negatiivisesta kehityksestä – lokakuussa -0,8 % vrt. syyskuussa -2,5 % – kun taas elintarvikkeiden inflaatio ja pohjainflaatio pysyivät ennallaan. Pohjainflaatio, joka muodosti lokakuussa 90 % kokonaisinflaatiosta siinä, missä sen mediaanivaikutus ennen koronapandemiaa oli 64 %, johtui erityisesti voimakkaasta palvelujen inflaatiosta kehittyneissä talouksissa. Koska palvelujen inflaatio liittyy tiiviisti palkkojen kasvuun, jonka odotetaan helpottuvan vuonna 2025 työmarkkinoiden jäähtyessä, OECD:n jäsenvaltioiden kokonaisinflaation odotetaan palautuvan yhä lähemmäksi normaalia tasoaan.

Kuvio 2

OECD:n kokonaisinflaatio



Lähteet: Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö (OECD) ja EKP:n laskelmat.

Huom. OECD:n kokonaisluku ei sisällä Turkia, ja se on laskettu OECD:n kuluttajahintaindeksin vuotuisten painojen perusteella. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2024.

EKP:n neuvoston lokakuun kokouksen jälkeen Brent-raakaöljyn hinta on laskenut 2,9 %, kun taas kaasun hinta Euroopassa on noussut voimakkaasti eli 17,7 %.¹ Öljyn hinta heilahteli merkittävästi tarkastelujaksolla pääasiassa Lähi-idän geopoliittisten jännitteiden takia. Kysyntäpuolella polttoaineen voimakas kysyntä Yhdysvalloissa aiheutti hintoihin lisää nousupainetta, sillä Yhdysvaltojen polttoainevarastot olivat hupenneet alimmilleen sitten marraskuun 2022. Vaikutus kuitenkin tasoittui sillä, että Kiinan kysyntä heikkeni syyskuussa – jo kuudetta kuukautta peräkkäin. Kaasun hinta Euroopassa on noussut 17,7 % EKP:n neuvoston lokakuun kokouksen jälkeen sekä kysyntä- että tarjontatekijöiden vaikutuksesta. Tarjontapuolella hinnan nousu liittyy suurelta osin Ukrainan ja Venäjän välisen kaasun kauttakulkusopimuksen päättymiseen vuoden 2024 lopussa. Lisäksi Gazprom uhkasi keskeyttää kaasuntoimitukset hävittyään välitysmenettelyn itävaltalaisista OMV-yhtiötä vastaan. Kysyntäpuolella Euroopan tuulivoimaloiden tuotanto supistui marraskuussa, mikä kasvatti kaasun polton osuutta sähköntuotannossa. Yhdessä kylmien säiden kanssa tämä on johtanut kaasuvarastojen merkittävään hupenemiseen kautta Euroopan, mikä on vauhdittanut kaasun hinnan nousua. Samaan aikaan metallien hinnat laskivat (-4,5 %), kun Kiinan elvytyspaketti ei tuottanut odotettuja tuloksia. Elintarvikkeiden hinnat nousivat 15,9 % tarjontaan liittyvistä syistä.

Yhdysvaltojen talouskasvu jatkuu vahvana. Vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä BKT:n määrä kasvoi vakaasti 0,7 % edellisestä neljänneksestä, kun kasvu sai tukea vahvasta kotimaisesta yksityisestä kysynnästä ja julkisesta kulutuksesta. Sitä vastoin yksityisten investointien kontribuutio pieneni, ja yksityisten varastojen muutoksen ja nettoviennin kasvuvaihtelu oli negatiivinen. Yhdysvaltojen työmarkkinoiden viilentymisen jatkui ja työttömyysaste nousi marraskuussa 0,1 prosenttiyksikköä 4,2 prosenttiin, kun vuoden 2024 alussa se oli ollut 3,7 %. Vuoden

¹ Tämän Talouskatsauksen viimeinen aineistopäivä oli 11.12.2024.

mittaan hidastunut palkkojen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi lokakuussa 4,0 prosenttiin ja pysyi siten nopeampana kuin 3–3,5 prosentin tavoite, jota maan keskuspankki pitää inflaatiotavoitteen kanssa sopusointuisena. Kuluttajahintaindeksin mukainen kokonaisinflaatio kiihtyi lokakuussa hieman eli 2,6 prosenttiin syyskuun 2,4 prosentista, kun taas pohjainflaatio pysyi 3,3 prosentissa. Keskuspankin avomarkkinakomitea (FOMC) päätti marraskuun kokouksessaan alentaa federal funds -ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä, kuten yleisesti oli odotettu.²

Kiinan talouskasvu on vahvistunut, mutta uudesta finanssipoliittisesta paketista ei odoteta kovin paljon apua. Lokakuun indikaattorit olivat odotettua vahvempia – vähittäismyynti ja vienti kasvoivat merkittävästi. Vähittäismyyntin elpyminen, joka jatkui myös marraskuun alussa, on perustunut suurelta osin jatkuvaan Kiinan hallinnon tukeen, sillä vaihtohyvitystukien piiriin kuuluvissa tuoteryhmissä kasvuvauhdit olivat huomattavia. Vaikka 8.11. julkistettu uusi finanssipoliittinen paketti oli laajamittainen, sen ei odoteta vauhdittavan kasvua merkittävästi. Paketti keskittyy paikallishallinnon velkaan liittyviin vakausriskeihin, ja sen myötä lähinnä velkarahoitus siirtyy hoitokustannuksiltaan edullisempiin joukkolainoihin. Koska se ei johda kokonaisvelkatason muutokseen, ei siitä myöskään synny välitöntä finanssipoliittista kasvusysäystä. Rahoituskustannusten pienenemisen synnyttämä potentiaalinen lisäkulutus jää todennäköisesti pieneksi ja tarjoaa kasvulle vain vähäistä vetoapua. Kiinan vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui marraskuussa edelleen 0,2 prosenttiin, kun se oli syyskuussa 0,3 %. Tuottajahintainflaatio pysyi marraskuussa negatiivisena -2,5 prosentissa, mikä voimisti deflaatiohuolia.

Ison-Britannian kasvu hidastui edelleen, ja kokonaisinflaatio kiihtyi energian hinnan nousun takia. Vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä Ison-Britannian BKT kasvoi vain 0,1 % edellisestä neljänneksestä. Hallituksen uuden syystalousarvion, johon sisältyy kahta prosenttia BKT:stä vastaava julkisen kulutuksen lisäys, sekä rahapolitiikan höllentymisen odotetaan tukevan kasvua asteittain vuoden 2025 mittaan. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi lokakuussa merkittävästi eli 2,3 prosenttiin syyskuun 1,7 prosentista. Englannin keskuspankki alensi marraskuun kokouksessaan ohjauskorkoaan 0,25 prosenttiyksikköä 4,75 prosenttiin.³

² Kokouksessaan 18.12.2024 eli tarkastelujakson 17.10–11.12.2024 päätyttyä FOMC alensi ohjauskorkoa uudelleen 0,25 prosenttiyksiköllä.

³ Kokouksessaan 18.12.2024 eli tarkastelujakson 17.10–11.12.2024 päätyttyä Englannin keskuspankki päätti pitää ohjauskorkonsa ennallaan.

2. Talouskehitys

Talous kasvoi vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä 0,4 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,2 %. Kulutuksen elpyminen ja varastojen kartuttaminen kiihdyttivät kasvua, kun taas nettovienti supistui. Työllisyys kasvoi kolmannella neljänneksellä 0,2 %, mikä viittasi tuottavuuden jonkinasteiseen kohenemiseen. Toimialoittain tarkastellen teollisuustuotanto Irlannin henkiset omaisuustuotteet pois lukien hiipui edelleen kolmannella vuosineljänneksellä, kun kysyntä oli vaisua, kilpailukyky heikkeni ja epävarmuus kasvoi. Sitä vastoin palvelusektorin kasvu jatkui pääasiassa ei-markkinaehtoisten palvelujen ja liike-elämän palvelujen tukemana. Kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat talouskasvun hidastumiseen vuodenvaihteessa. Sekä tehdasteollisuuden että palvelusektorin PMI-ostopääälikkoindeksit ovat olleet viimeisellä vuosineljänneksellä edellistä neljänneestä alempana samaan aikaan, kun tilauskertymä ja liiketoimintaodotukset ovat heikentyneet. Tämä viittaa heikon tilanteen jatkumiseen alkuvuonna 2025. Mitä tulee kotimaiseen kysyntään, yksityinen kulutus todennäköisesti heikentyy viimeisellä vuosineljänneksellä kolmannen neljänneksen voimakkaan elpymisen jälkeen, sillä luottamus on pysynyt heikkona. Lisäksi asuntomarkkinoiden, yritysten investointien ja viennin indikaattorit viestivät heikkouden jatkumisesta lähitulevaisuudessa. Pidemmällä aikavälillä palkkojen kasvun ja työmarkkinoiden vahvuuden myötä reaalityulojen elpymisen voi odottaa vauhdittavan kotitalouksien kulutuksen kasvua. Lisäksi ulkomaisen kysynnän odotetaan vahvistuvan ja tukevan euroalueen vientiä.

Samankaltainen näkemys välittyi myös euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioista. Niissä euroalueen BKT:n kasvun ennakoidaan kiihtyvän 0,7 prosenttiin vuonna 2024 ja 1,1 prosenttiin vuonna 2025 sekä 1,4 prosenttiin vuonna 2026 ja sitten hidastuvan 1,3 prosenttiin vuonna 2027.⁴

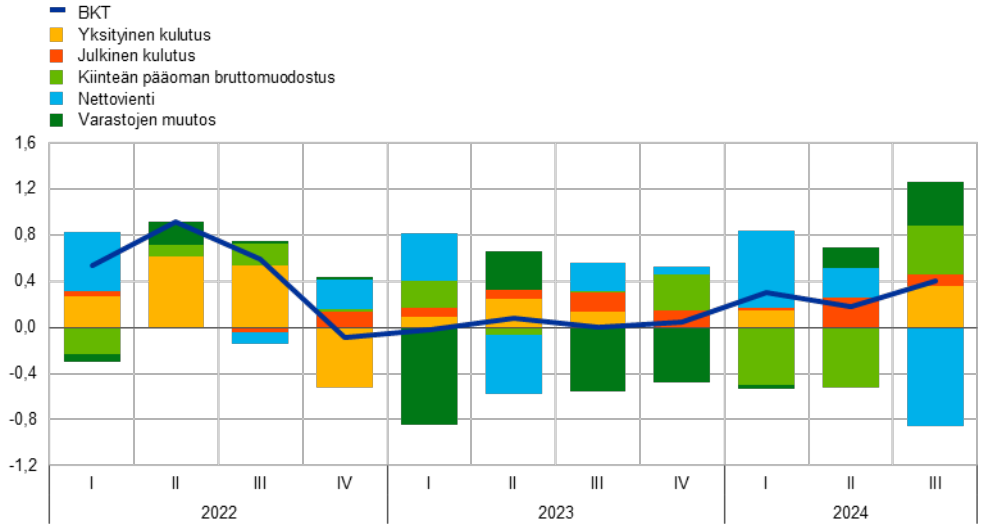
Eurostatin tuoreimman arvion mukaan BKT:n määrä kasvoi vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä 0,4 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli puolestaan kasvanut 0,2 % (kuvio 3). Kotimainen kysyntä ja varastojen muutos vaikuttivat talouskasvuun positiivisesti kolmannella neljänneksellä, kun taas nettoviennin vaikutus oli negatiivinen. Vaikka kokonaisinvestointien kasvu oli vuosineljänneksellä positiivista, sen arvioidaan jääneen negatiiviseksi, jos siitä suljetaan pois Irlannin muiden kuin rakennusinvestointien poikkeuksellisen voimakas kasvu.

⁴ Ks. EKP:n verkkosivustolla 12.12.2024 julkaistu artikkeli ”Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuun 2024)”.

Kuvio 3

Euroalueen BKT ja sen erät

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, kasvuvaihtokerto prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä.

Kyselytiedot viittaavat kasvun heikkenemiseen vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä.

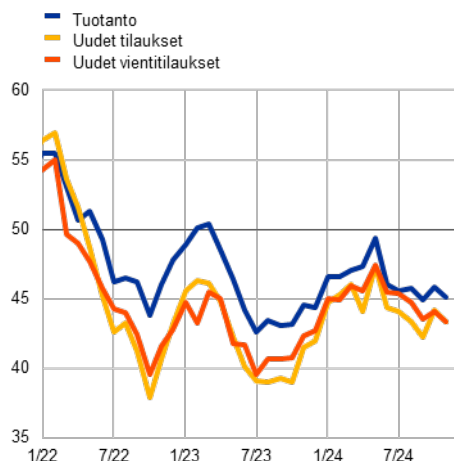
Tuotantoa kuvaava PMI-indeksi putosi loka- ja marraskuussa keskimäärin 49,2:een (oltuaan kolmannelta neljänneksellä 50,3), kun sekä palvelusektorin että tehdasteollisuuden alaindeksit heikkenivät. Tehdasteollisuuden PMI-indeksi jatkoi laskuaan viimeisellä vuosineljänneksellä ja on nyt ollut negatiivista kasvua kuvaavissa lukemissa yhtäjaksoisesti 20 kuukautta (kuvio 4). Myös uusien tilausten PMI-indeksi on edelleen alle 50, mikä kuvastaa teollisuuden heikkoja lyhyen aikavälin näkymiä. Palvelusektorin PMI-indeksi putosi marraskuussa alle 50:een ensi kertaa sitten tammikuun 2024, joskin loka–marraskuun keskiarvo oli edelleen lievästi positiivisen kasvun puolella 50,5 pisteessä. Euroopan komission julkaisemat yritysten luottamusindikaattorit kertoivat samaa tarinaa. Talouden ilmapiiri-indikaattori ESI laski lokakuussa ja pysyi sitten marraskuussa jokseenkin vakaana, mikä viittasi siihen, että talouden elpymiseen kohdistuu edelleen vastatuulia. Tuotantoa rajoittavia tekijöitä kartoittavan komission kyselytutkimuksen viimeisen vuosineljänneksen tulosten mukaan tehdasteollisuus kärsii edelleen tavanomaista enemmän riittämättömästä kysynnästä ja työvoimapulasta, kun taas palvelusektorilla kysyntätilanteen ei katsota rajoittavan tuotantoa.

Kuvio 4

Sektorikohtaiset PMI-indikaattorit

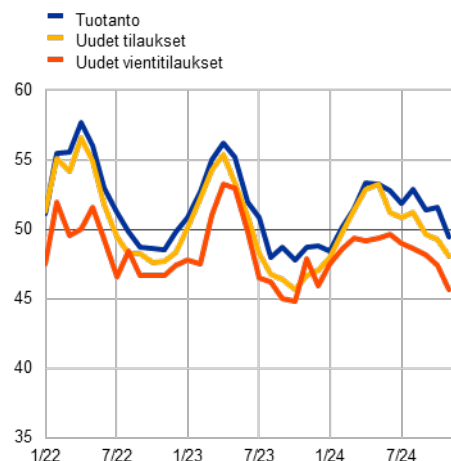
a) Tehdasteollisuus

(diffuusioindeksit)



b) Palveluala

(diffuusioindeksit)



Lähde: S&P Global Market Intelligence.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2024.

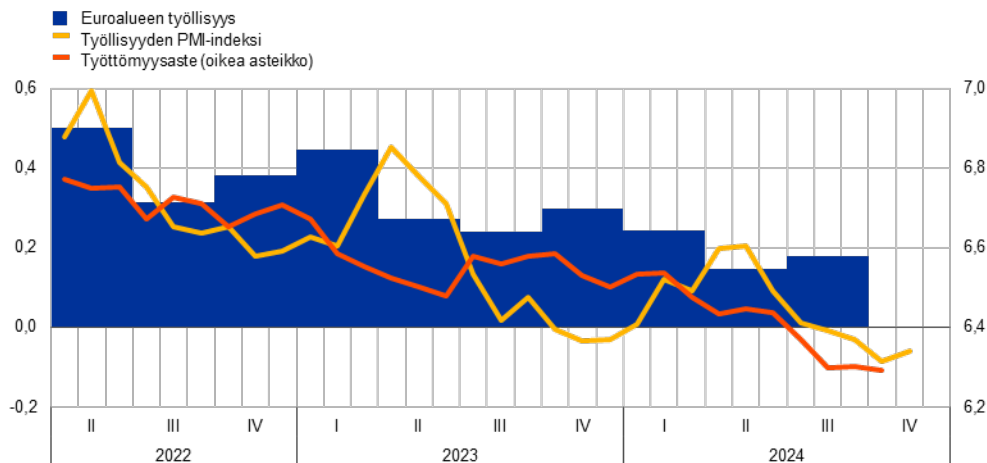
Työllisyys kasvoi 0,2 % vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä. Kasvuvauhti oli siten jokseenkin samaa tasoa kuin vuoden alkupuoliskolla (kuvio 5). Työllisyyden kasvu oli kolmannella neljänneksellä aiempaa paremmin sopusoinnussa BKT:n kasvun kanssa, ja näin tuottavuudella oli varaa elpyä hieman eli 0,2 %.⁵ Tehtyjen työtuntien kokonaismäärä pysyi kolmannella neljänneksellä ennallaan, ja näin ollen keskimääräiset tehdyt työtunnit vähenivät 0,1 %. Työttömyysaste oli lokakuussa 6,3 % eli jokseenkin sama kuin syyskuussa ja alimmalla tasollaan euron käyttöönotosta lähtien. Työvoiman kysyntä on vähentynyt hieman pandemian jälkeiseltä korkealta tasoltaan, ja vapaiden työpaikkojen aste laski kolmannella neljänneksellä 0,1 prosenttiyksikköä edellisestä neljänneksestä 2,5 prosenttiin eli lähemmäs pandemiaa edeltänyttä huippuaan.

⁵ Ks. katsaus euroalueen työllisyyden kehityksestä kahtena viime vuonna tämän Talouskatsauksen artikkelista "[Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024](#)".

Kuvio 5

Euroalueen työllisyys, työllisyyden PMI-indeksi ja työttömyysaste

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



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

Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä, ja palkit kuvaavat neljännesvuosittaisia tietoja. Työllisyyden neljännesvuosittaisesta kasvua mittaava PMI-indeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä ja jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot euroalueen työllisyydestä ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä, työllisyyden PMI-indeksistä marraskuulta 2024 ja työttömyysasteesta lokakuulta 2024.

Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat vakaaseen työllisyytilanteeseen vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä. Kuukausitasoinen työllisyyden PMI-yhdistelmäindikaattori nousi lokakuun 49,2 pisteestä marraskuussa 49,4:ään, minkä perusteella työllisyytilanne pysyisi viimeisellä neljänneksellä pitkälti entisellään. Palvelualan PMI-indikaattori nousi marraskuussa 51,0:aan edellisluon 50,3:stä, kun taas tehdasteollisuuden ja rakentamisen indikaattorit pysyivät negatiivisen kasvun lukemissa.

Yksityinen kulutus kasvoi reippaasti vuoden 2024 kolmannelta neljänneksellä, mutta sen odotetaan heikkenevän vuodenvaihteessa. Edellisillä vuosineljänneksillä keskimäärin heikosti kasvanut yksityinen kulutus euroalueella vilkastui ja kasvoi 0,7 % kolmannelta neljänneksellä (kuvio 6). Kasvu sai todennäköisesti tukea tilapäisistä tekijöistä, kuten Pariisin olympialaisista ja paralympialaisista, joskin vähäisessä määrin. Tavaroiden kulutus elpyi ja kasvoi kutakuinkin yhtä paljon kuin palvelujen kulutus kolmannelta neljänneksellä, jolloin myös vähittäiskauppa kasvoi 1 % edellisestä neljänneksestä, kun sitä vastoin palvelujen tuotannon kasvu jäi vaatimattomaan 0,2 prosenttiin. Tuoreimmat tiedot kuitenkin viittaavat siihen, että kotitalouksien kulutus on luultavasti vaimentunut viimeisellä vuosineljänneksellä, sillä vähittäiskauppa supistui lokakuussa. Myös Euroopan komission kuluttajien luottamusindikaattori putosi marraskuussa syyskuun tasoaan kohti. Kaikesta huolimatta ennakoivat indikaattorit viittaavat elpymiseen tulevilla neljänneksillä, mikä kuvastuu myös eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa.⁶ Euroopan komission indikaattorit lähikontakteja sisältävien palvelujen näkymistä paranivat edelleen marraskuussa, ja EKP:n tuoreimman kuluttajaodotuskyselyn mukaan lomamatkojen hankintaodotukset pysyivät korkealla tasolla, vaikka ne

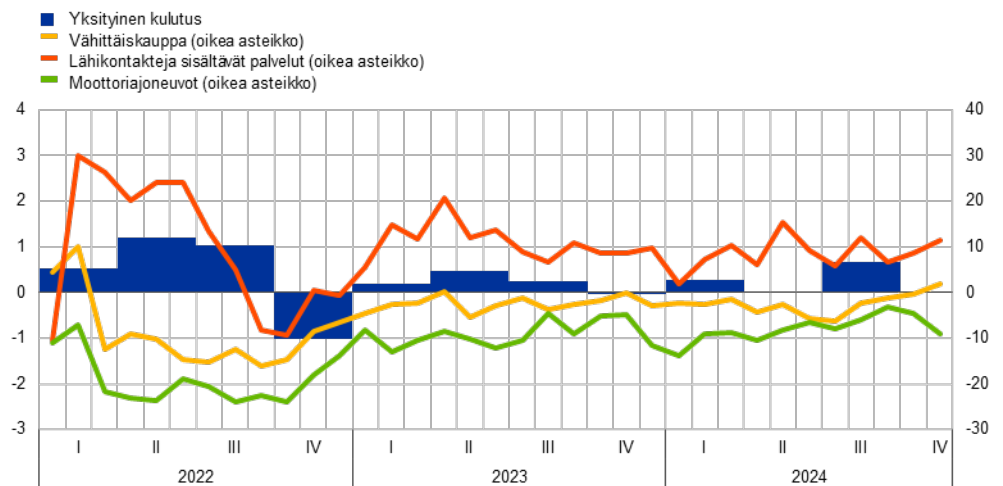
⁶ Ks. EKP:n verkkosivustolla 12.12.2024 julkaistu artikkeli ”Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot”.

ovatkin viime aikoina hieman heikentyneet. Kuluttajien odotukset suurista hankinnoista 12 seuraavan kuukauden aikana vahvistuivat edelleen marraskuussa. Samalla ne ylittivät pandemiaa edeltäneen tasonsa ja viittasivat kuluttajien tavarakysynnän kasvuun. Ostovoiman kasvun ja reaalityulojen kasvun jatkumisen odotetaan tukevan kulutusta seuraavilla neljänneksillä. Samaan aikaan epävarmuus on kuitenkin edelleen koholla, ja kotitaloudet saattavat olla huolestuneita geopoliittisista kysymyksistä, mikä voi vaikuttaa kielteisesti niiden kulutuspäätöksiin (ks. kehikko 3).

Kuvio 6

Yksityinen kulutus ja yritysten odotukset vähittäiskaupan, lähikontakteja sisältävien palvelujen ja moottoriajoneuvojen aloilla

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, nettomääräisiä saldolukuja)



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

Huom. Yritysten odotukset vähittäiskaupan kehityksestä (pl. moottoriajoneuvot), lähikontakteja sisältävien palvelujen odotettu kysyntä ja moottoriajoneuvojen odotettu myynti kolmen seuraavan kuukauden aikana ovat saldolukuja; lähikontakteja sisältävät palvelut tarkoittaa majoitus-, matkailu- ja ravitsemispalveluja. Tuoreimmat havainnot yksityisestä kulutuksesta ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä sekä vähittäiskaupasta, lähikontakteja sisältävistä palveluista ja moottoriajoneuvoista marraskuulta 2024.

Yritysten investoinnit supistuivat selvästi vuoden 2024 kolmannelta neljänneksellä, ja ne todennäköisesti pysyvät vaisuina lyhyellä aikavälillä.

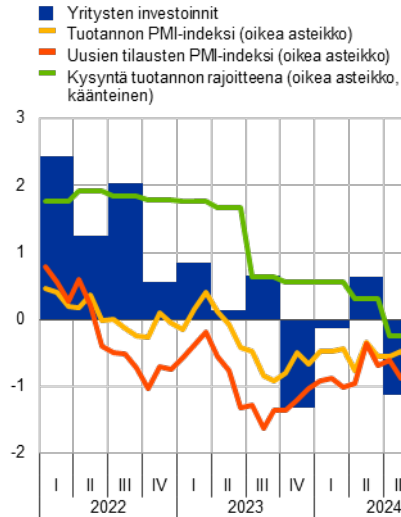
Vuoden alkupuoliskolla maltillisesti kasvaneet ei-rakennusinvestoinnit laskettuna ilman Irlannin henkisten omaisuustuotteiden investoinnin erää supistuivat 1,1 % kolmannelta neljänneksellä. Investointien kasvun odotetaan olleen negatiivista viimeisellä vuosineljänneksellä tuotantoa ja uusia tilauksia koskevien PMI-indikaattorien sekä pääomahyödykesektorin luottamuskselyjen perusteella (kuvio 7, kohta a). Komission tuorein kyselytutkimus pääomahyödykesektorin tuotannonrajoitteista viittasi heikkoon kysyntään ja vähäiseen laiteinvestointitarpeeseen viimeisellä neljänneksellä. Lisäksi investointeja heikentää geopoliittiseen tilanteeseen, tulleihin ja talouspolitiikkaan liittyvä kohonnut epävarmuus (ks. kehikko 3). Tätä taustaa vasten konkurssit ovat lisääntyneet edelleen, ja niiden määrä vuoden 2024 kolmannelta neljänneksellä oli noin 23 % suurempi kuin vuonna 2019. Jatkossa investointien odotetaan kasvavan asteittain, kun taannoisen rahoitusolojen kireyden vaikutus hälvenee ja vihreitä investointeja sekä digitalisaatioinvestointeja koskevia suunnitelmia pannaan täytäntöön.

Kuvio 7

Reaali-investointien kehitys ja kyselytiedot

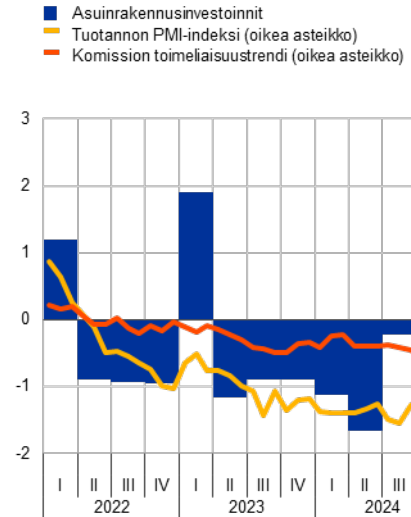
a) Yritysten investoinnit

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, diffuusioindeksejä ja keskiarvokorjattuja tietoja)



b) Asuinrakennusinvestoinnit

(prosenttimuutos edellisestä vuosineljänneksestä, saldoluvut ja diffuusioindeksit)



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

Huom. Viivat kuvaavat kuukausittaista kehitystä ja palkit neljännesvuosittaisia tietoja, pl. tuotannon rajoitteita koskevat kyselytiedot, jotka ovat myös neljännesvuosittaisia. PMI-indeksit ilmaistaan poikkeamana 50:stä. Kohdassa a yritysten investoinnit tarkoittavat muita kuin rakennusinvestointeja pois lukien Irlannin henkiset omaisuustuotteet. Lyhyen aikavälin indikaattorit koskevat pääomahyödykesektoria. Tuotannon rajoitteita kuvataan käännteisesti ilmaistuna keskiarvona jaksolle vuoden 1991 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2019 viimeiseen neljännekseen. Tuoreimmat havainnot yritysten investoinneista ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä ja kaikista muista eristä marraskuulta 2024. Kohdassa b Euroopan komission laatima tuotantotrendin indikaattori viittaa talonrakentamisen ja erikoistuneen rakennustoiminnan painotettuun keskiarvoon kolmeen edelliseen kuukauteen verrattuna, skaalattuna samaan keskihajontaan kuin PMI-indeksi. PMI-viiva viittaa asuinrakennustuotantoon. Tuoreimmat havainnot asuinrakennusinvestoinneista ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä sekä tuotantoa kuvaavasta PMI-indeksistä ja Euroopan komission tuotantotrendistä marraskuulta 2024.

Asuinrakennusinvestoinnit supistuivat hieman vuoden 2024 kolmannelta neljänneksellä, ja lyhyellä aikavälillä niiden odotetaan supistuvan edelleen.

Asuinrakennusinvestoinnit euroalueella supistuivat kolmannelta neljänneksellä 0,2 %, kun taas talonrakentamisen ja erikoistuneen rakennustoiminnan tuotanto supistui 0,6 %. Lyhyen aikavälin kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat asuinrakennusinvestointien heikkenemisen jatkumiseen vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä, sillä sekä asuinrakentamisen PMI-indeksi että Euroopan komission talonrakentamisen ja erikoistuneen rakennustoiminnan indikaattorit pysyivät marraskuuhun päättyneellä kolmen kuukauden jaksolla negatiivista kasvua kuvaavissa lukemissa (kuvio 7, kohta b). Asuinrakennusinvestointien voi kuitenkin odottaa vakaantuvan vuoden 2025 mittaen. Euroopan komission kyselytutkimuksen mukaan kotitalouksien lyhyen aikavälin asunnonosto- tai talonrakennussuunnitelmat vahvistuivat edelleen vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä. Vastaavasti EKP:n kuluttajaodotuskyselyn mukaan asuntoa hyvänä sijoituksena pitävien kotitalouksien osuus on kasvanut merkittävästi vuonna 2024, joskin se laski hieman lokakuussa. Tunnelmien paraneminen sai tukea asuntolainakorkojen laskusta, joka näkyy asuntolainakysynnän asteittaisena elpymisenä myös euroalueen pankkien lokakuun luotonantokyselyssä.

Euroalueen viennin kasvu hidastui edelleen vuoden 2024 kolmannelta neljänneksellä. Euroalueen tavaroiden ja palvelujen viennin kasvu hidastui 1,5 %

edellisestä neljänneksestä kolmannella neljänneksellä. Kasvun hidastuminen vahvistaa havaintoa sitkeistä kilpailukykyhaasteista, jotka vaivaavat euroalueen vientiyrityksiä maailmantalouden elpyessäkin. Kyselytutkimusten mukaan vienti pysyy vaisuna lyhyellä aikavälillä. Vientitilauksia kuvaava PMI-indeksi pysyi marraskuussa selvästi negatiivisen kasvun puolella tehdasteollisuuden osalta ja heikkeni myös palvelujen osalta. Samaan aikaan tuonnin kasvu oli kolmannella neljänneksellä maltilliset 0,2 % edellisestä neljänneksestä kotimaisen kulutuksen pienen kasvun ansiosta. Nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli 0,9 prosenttiyksikköä negatiivinen kolmannella vuosineljänneksellä.

Euroalueen talouden odotetaan jatkavan vähittäistä elpymistään keskipitkällä aikavälillä, joskin kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta. BKT:n arvioidaan kasvavan 0,7 % vuonna 2024, ja kasvun odotetaan kiihtyvän kolmen seuraavan vuoden mittaan. Erityisesti reaalityulojen ja työllisyyden kasvun odotetaan tukevan kulutuksen kestävästä elpymisestä, kun työmarkkinatilanne pysyy pienestä maltillistumisesta huolimatta vahvana. Kotimaisen kysynnän voi odottaa saavan tukea myös rahoitusolojen helpottumisesta markkinoiden koronlaskuodotusten mukaisesti.

Elpymisen odotetaan nyt jäävän syyskuussa 2024 arvioitua hitaammaksi.

Vaikka talouskasvu kiihtyi kolmannella neljänneksellä, kyselytutkimuksiin perustuvat indikaattorit kertovat sen hidastuneen viimeisellä neljänneksellä. Joulukuun 2024 asiantuntija-arvioissa talouden kasvuvauhdiksi on arvioitu 0,7 % vuonna 2024 ja 1,1 % vuonna 2025 sekä 1,4 % vuonna 2026 ja 1,3 % vuonna 2027. Odotettu elpyminen perustuu pääasiassa reaalityulojen kasvuun – jonka myötä kotitaloudet voivat kasvattaa kulutustaan – ja yritysten investointien lisäykseen. Pidemmällä aikavälillä kireän rahapolitiikan vaikutusten asteittainen hälveneminen oletettavasti tukee kotimaisen kysynnän elpymistä.

3. Hinnat ja kustannukset

Euroalueen kokonaisinflaatio kiihtyi marraskuussa 2,3 prosenttiin lokakuun 2,0 prosentista pääasiassa energiae­rän inflaation takia.⁷ Samaan aikaan pohjainflaatio pysyi yleisesti sopu­soinnussa kokonaisinflaatiolle asetetun 2 prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteen kanssa. Kotimaisen inflaation indikaattori laski lokakuussa mutta pysyi silti korkeana voimakkaan palkkojen kasvun ja eräiden huomattavalla viipeellä inflaation taannoiseen kiihtymiseen reagoivien erien hintojen jatkuneen muutoksen takia. Työvoimakustannusten yleinen kasvuvauhti on hidastumassa ja yksikkökohtaisten voittojen kasvu pusku­roi edelleen osittain koholla pysyneiden työvoimakustannuspaineiden vaikutusta tukien siten inflaation vaimenemista. Useimmat kyselytietoihin perustuvat pitemmän aikavälin inflaatio-odotukset pysyivät tarkastelujaksolla vakaasti 2 prosentin tuntumassa, ja markkinatietoihin perustuvat indikaattorit laskivat lähemmäs samaa tasoa. Euroalueen talousnäky­miä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioiden mukaan euroalueen vuotuinen kokonaisinflaatio­vauhti hidastuu on keskimäärin 2,4 % vuonna 2024 ja 2,1 % vuonna 2025 sekä 1,9 % vuonna 2026 ja 2,1 % vuonna 2027, jolloin EU:n laajennettu päästökauppajärjestelmä astuu voimaan.⁸

Yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä (YKHI) mitattu euroalueen kokonaisinflaatio kiihtyi marraskuussa 2,3 prosenttiin lokakuun 2,0 prosentista (kuvio 8). Tämä johtui pääasiassa energiae­rän inflaation odotetusta kiihtymisestä, sillä se nousi marraskuussa -1,9 prosenttiin lokakuun -4,6 prosentista pääasiassa vertailuajankohdan inflaatiota kiihdyttävien vaikutusten takia. Elintarvikkeiden inflaatio hidastui elokuussa hieman eli 2,8 prosenttiin heinäkuun 2,9 prosentista, kun jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vuotuinen muutosvauhti hidastui ja jalostettujen elintarvikkeiden hintojen muutosvauhti kasvoi hieman. YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja (HICPX) oli marraskuussa 2,7 % eli sama kuin loka- ja syyskuussa. Tämä johtui siitä, että palvelujen inflaatio hidastui lievästi (marraskuussa 3,9 % ja lokakuussa 4,0 %) ja vastaavasti muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatio kiihtyi (0,7 % marraskuussa ja 0,5 % lokakuussa). Muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian vuotuinen muutosvauhti pysyi lähellä koronapandemiaa edeltäneen jakson pitkän aikavälin keskiarvoaan eli 0,6:tta prosenttia, kun taas sitkeämpi palvelujen inflaatio kuvastaa yhä koholla olevien palkkapaineiden vaikutusta joissakin inflaatioerissä sekä viipeellisen uudelleenhinnoittelun vaikutuksia muissa erissä.

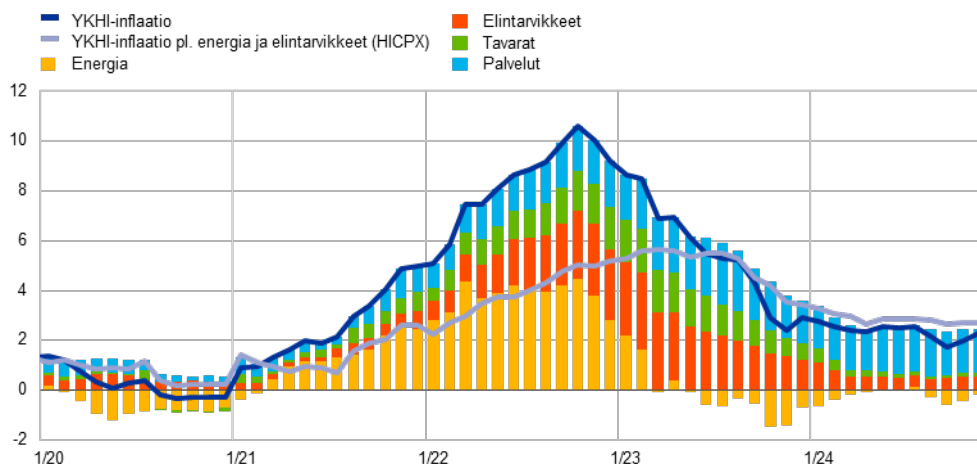
⁷ Tämän Talouskatsauksen viimeinen aineistopäivä oli 11.12.2024. Tätä Eurostatin pika-arviota tarkistettiin 0,1 prosenttiyksikköä pienemmäksi 2,2 prosenttiin 18.12.2024 julkistetussa marraskuun YKHI-inflaatiota koskevassa tilastojulkaisussa.

⁸ Ks. EKP:n verkkosivustolla 12.12.2024 julkaistu artikkeli ”Euroalueen talousnäky­miä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (joulukuun 2024)”.

Kuvio 8

Kokonaisinflaatio ja sen pääerät

(vuotuinen prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. "Hyödykkeet" tarkoittaa muita teollisuushyödykkeitä kuin energiaa. Tuoreimmat havainnot marraskuulta 2024 (pika-arviot).

Useimmat pohjainflaatioindikaattorit viittaavat inflaatiovauhdin asettuvan keskipitkällä aikavälillä kestävästi 2 prosentin tavoitetasonsa tuntumaan, ja niiden hajonta on vähentynyt (kuvio 9). Lokakuussa 2024 – eli tuoreimpien tietojen ajankohtana – useimmat indikaattoreista sijoittuivat välille 2,0–2,8 %.⁹

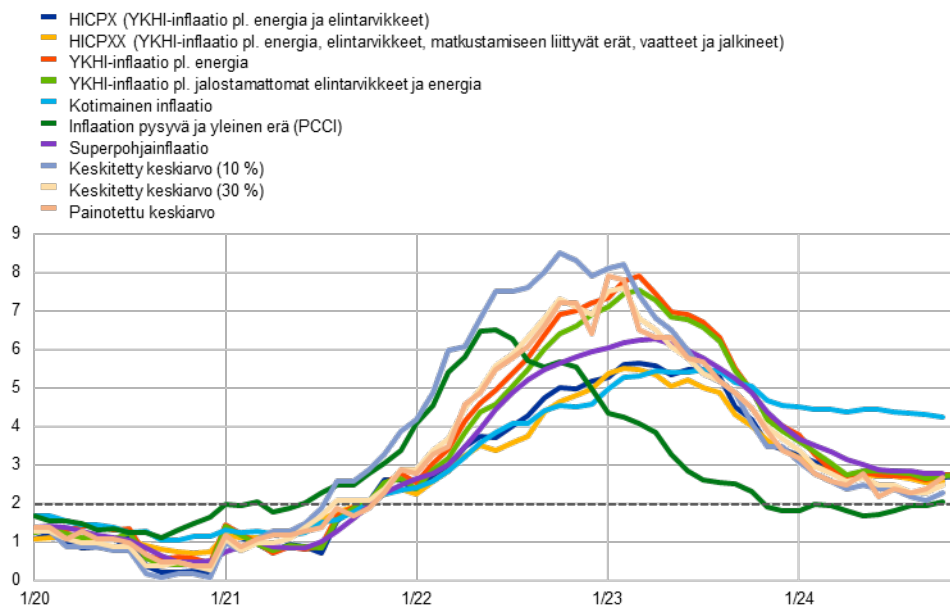
Inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI), joka on yleensä kokonaisinflaation paras ennustaja, oli tämän vaihteluvälin alareunassa. Superpohjainflaatio, joka koostuu suhdanneherkistä YKHI-eristä, pysyi ennallaan 2,8 prosentissa. YKHI-inflaatio ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden sekä jalkineiden hintoja (HICPXX) pysyi niin ikään ennallaan 2,6 prosentissa, kun taas YKHIn keskitetyt keskiarvot (10 % ja 30 %), joista ensimmäisestä on poistettu 5 % ja jälkimmäisestä 15 % YKHI-erien muutosjakauman molemmista päistä, kiihtyivät kumpikin hieman. Vaikka kotimaisen inflaation indikaattori pysyi sitkeästi korkealla tasolla, se kuitenkin laski hieman eli 4,2 prosenttiin syyskuun 4,3 prosentista ja elokuun 4,4 prosentista. Tämä kuvastaa sellaisten palveluerien suurta painoa indikaattorissa, jotka reagoivat yleisiin inflaatiopaineisiin ja rahapolitiikan linjauksen höllentymiseen muita eriä hitaammin, kuten vakuutukset ja vuokrat.

⁹ Ks. lisätietoja P. R. Lane, "Underlying inflation: an update", Federal Reserve Bank of Clevelandin sekä EKP:n järjestämässä inflaation taustatekijöitä ja kehitystä käsittelevässä konferenssissa pidetty puhe, Cleveland, 24.10.2024.

Kuvio 9

Pohjaininflaatioindikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Harmaa katkoviiva osoittaa EKP:n keskipitkän aikavälin kahden prosentin inflaatiotavoitetta. Viimeisimmät havainnot ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta YKHI-inflaatiosta (pika-arvio), YKHIstä ilman energian hintoja sekä YKHIstä ilman jalostamattomien elintarvikkeiden ja energian hintoja ovat marraskuulta 2024 (pika-arvio) ja kaikista muista indikaattoreista lokakuulta 2024.

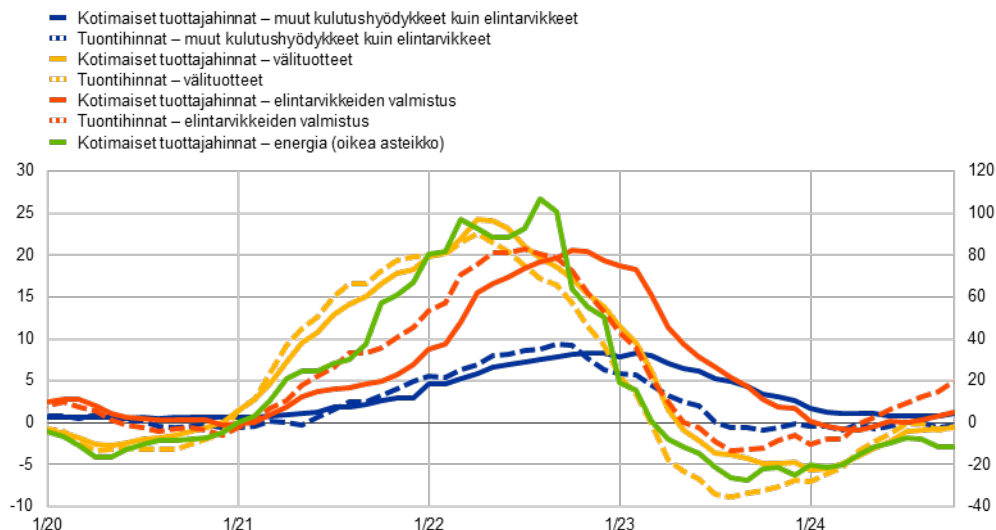
Hinnoitteluketjun paineet kiristyivät lokakuussa, joskin ne pysyivät maltillisina kaikissa teollisuuden luokissa (kuvio 10).

Hinnoitteluketjun alkupäässä energian tuottajahintainflaatio, joka on ollut negatiivinen huhtikuusta 2023 lähtien, nousi lokakuussa -11,2 prosenttiin syyskuun -11,5 prosentista. Myös välituotteiden kotimarkkinakaupan tuottajahintojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi negatiivisena, joskin edelliskuukautta lievemmin (-0,5 % lokakuussa ja -0,8 % syyskuussa). Vastaavasti välituotteiden tuontihintojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui lokakuussa -0,4 prosenttiin syyskuun -0,8 prosentista. Hinnoitteluketjun loppupäässä muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio kiihtyi lokakuussa 1,1 prosenttiin syyskuun 0,9 prosentista ja valmistettujen elintarvikkeiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio 1,3 prosenttiin 0,9 prosentista. Valmistettujen elintarvikkeiden tuotantoon kohdistuvat tuontihintainflaatio puolestaan kiristyi lokakuussa 4,9 prosenttiin, mikä johtui mahdollisesti elintarvikeraaka-aineiden kansainvälisten hintojen viimeaikaisesta kaksinumeroisesta nousuvauhdista. Kaiken kaikkiaan tuotantoketjun hintapaineet kiristyivät kaikissa teollisuuden luokissa, joskin niiden lähtötaso oli kohtuullinen. Tämä viittaa siihen, että taannoisista kustannusokeista aiheutuneiden hintapaineiden helpottuminen on päättymässä.

Kuvio 10

Tuotantoketjun inflaatiopaineiden indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2024.

BKT:n deflaattorilla mitattuna kotimaiset kustannuspaineet vaimenivat edelleen vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä, joskin ne pysyivät koholla (kuvio 11). BKT:n deflaattorin vuotuinen kasvuvauhti hidastui 2,7 prosenttiin vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä oltuaan 2,9 % edellisellä neljänneksellä.

Hidastuminen liittyi yksikkötyökustannusten kontribuution pienenemiseen, kun taas yksikkökohtaisten nettoverojen vaikutus pysyi ennallaan ja yksikkökohtaisten voittojen vaikutus kasvoi hieman. Vaikka yksikkökohtaisten voittojen kasvu piristyi, se pysyi kuitenkin negatiivisena, mikä viittasi siihen, että voitoilla puskuroitiin edelleen koholla olevia työvoimakustannuspaineita. Yksikkötyökustannusten vaikutuksen pieneneminen johtui palkkojen kasvun hidastumisesta työntekijää kohden laskettuilla työvoimakustannuksilla mitattuna, sillä niiden kasvu hidastui vuoden 2024 toisen neljänneksen 4,7 prosentista kolmannella neljänneksellä 4,4 prosenttiin. Tehtyä työtuntia kohden laskettujen palkansaajakorvausten kasvu hidastui vastaavasti. Sitä vastoin sopimuspalkkojen kasvu kiihtyi kolmannella neljänneksellä 5,4 prosenttiin vuoden 2024 toisen neljänneksen 3,5 prosentista, mutta uusimmat EKP:n ennakoivaan palkkaindikaattoriin sisältyvät työehtosopimukset viittaavat sopimuspalkkojen kasvun heikkenemiseen vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä.¹⁰ Kaiken kaikkiaan viimeaikainen palkkojen kehitys viittaa siihen, että taannoksen nopean inflaation kompensoinnin ja siihen liittyneen reaali-palkkojen kohenemisen vaikutukset ovat vähenemään päin. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioissa työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten odotetaan kasvavan 4,6 % vuonna 2024, minkä jälkeen kasvu hidastuisi 2,8 prosenttiin vuodeksi 2027. Sen odotetaan kuitenkin pysyvän historiallista keskiarvoaan

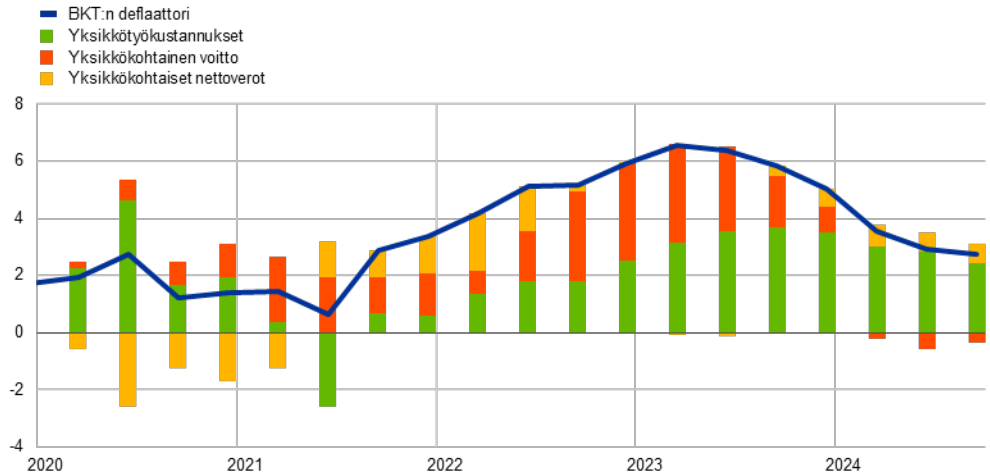
¹⁰ Ks. L. Górnicka ja G. Koester (toim.), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", EKP:n *Occasional Paper* -julkaisusarja, nro 338, helmikuu 2024.

nopeampana vielä jatkuvan työmarkkinoiden kireyden ja inflaation kompensaa-
tion takia.

Kuvio 11

BKT:n deflaattorin hajotelma

(vuotuinen prosenttimuutos, kontribuutiot prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

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

Useimmat pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat 2 prosentin tuntumassa, ja markkinapohjaiset keskipitkän ja pidemmän aikavälin inflaatiokompensaation indikaattorit ovat laskeneet huomattavasti EKP:n neuvoston 17.10.2024 pitämän kokouksen jälkeen (kuvio 12). Sekä EKP:n

vuoden 2024 viimeisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen että EKP:n joulukuun 2024 Survey of Monetary Analysts -kyselytutkimuksen mukaan pidemmän aikavälin inflaatio-odotuksen keskiarvo ja mediaani olivat edelleen 2 %. Lyhyemmän aikavälin kyselypohjaiset odotukset vuodelle 2025 pysyttelivät niin ikään 2 prosentin tuntumassa, joskin niissä nähtiin pieniä heilahteluja talouslukujen julkistusten ja energiahyödykkeiden hinnanmuutosten yhteydessä. Lyhyen aikavälin inflaatiokompensaation markkinapohjaisissa mittareissa tapahtui nousua (YKHI-inflaatioon pl. tupakka perustuvien) inflaatiowapien päivähintojen mukaan. Tämä viittaa siihen, että markkinaosapuolet odottavat inflaation pysyvän vuodenvaihteessa hieman yli kahdessa prosentissa, päätyvän sitten kahteen prosenttiin vuonna 2025 ja hieman alle kahden prosentin vuonna 2026. Yhden vuoden eteenpäin katsova inflaatioidonnainen swapkorko vuoden päästä pysyi suunnilleen ennallaan noin 1,7 prosentissa tarkastelujakson ajan. Keskipitkän ja pidemmän aikavälin markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit laskivat hieman ja olivat 2 prosentin tuntumassa. Erityisesti viisi vuotta eteenpäin katsova inflaatioidonnainen swapkorko viiden vuoden päästä laski tarkastelujaksolla 0,05 prosenttiyksikköä pääasiassa inflaatoriskipreemion laskun takia. Mallipohjaiset aitojen inflaatio-odotusten indikaattorit, joista inflaatoriskipreemiot on puhdistettu, kertovat niin ikään markkinaosapuolten odottavan edelleen noin 2 prosentin inflaatiota pidemmällä aikavälillä. Kuluttajien inflaatio-odotukset pysyivät jokseenkin vakaina. EKP:n

lokakuun 2024 kuluttajaodotusten kyselytutkimuksen mukaan kokonaisinflaatiota koskeva mediaaniodotus 12 seuraavalle kuukaudelle nousi hieman eli 2,5 prosenttiin lokakuun 2,4 prosentista, kun taas kolmen vuoden päähän ulottuva odotus pysyi ennallaan 2,1 prosentissa. Kokemus toteutuneesta inflaatiovauhdista 12 edellisen kuukauden ajalta laski edelleen 3,2 prosenttiin, ja se on siten pudonnut yli 5 prosenttiyksikköä syyskuun 2023 huipputasoltaan 8,4 prosentista.

Kuvio 12

Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit ja kuluttajien inflaatio-odotukset

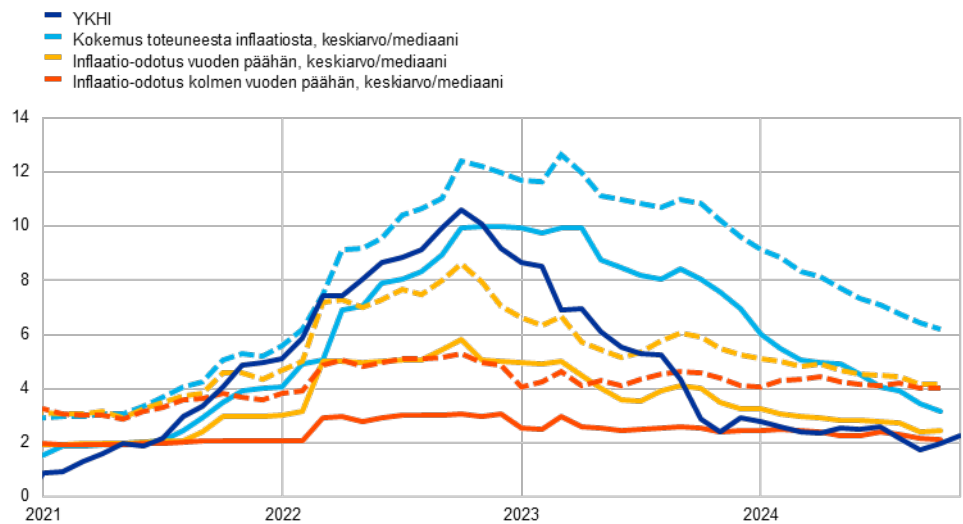
a) Markkinapohjaiset inflaatiokompensaation indikaattorit

(vuotuinen prosenttimuutos)



b) Kokonaisinflaatio ja EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus

(vuotuinen prosenttimuutos)



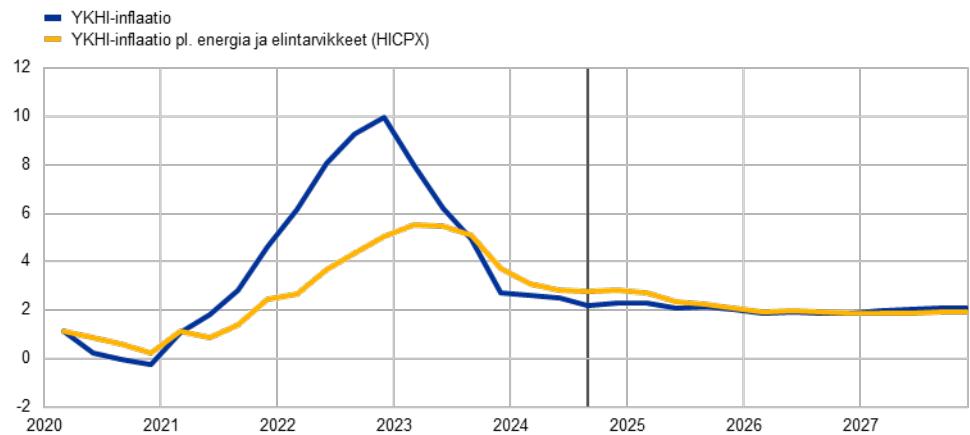
Lähteet: LSEG, Eurostat, EKP:n kuluttajaodotusten kyselytutkimus (Consumer Expectations Survey, CES) ja EKP:n laskelmat. Huom. Kohta a osoittaa inflaatioidonnaisten koronvaihtosopimusten termiinkorot eri juoksuajoille euroalueella. Pystysuora harmaa viiva osoittaa arviointijakson alun 12.9.2024. Kohdassa b katkoviivat kuvaavat keskiarvoa ja yhtenäiset viivat mediaania. Tuoreimmat havainnot termiinkoroista ovat ajankohdalta 11.12.2024, YKHI-inflaatiosta marraskuulta 2024 (pika-arvio) ja muista mittareista lokakuulta 2024.

EKP:n asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioissa kokonaisinflaation arvioidaan olevan keskimäärin 2,4 % vuonna 2024 ja hidastuvan sitten 2,1 prosenttiin vuonna 2025 sekä 1,9 prosenttiin vuonna 2026, kunnes se kiihtyy 2,1

prosenttiin vuonna 2027, jolloin EU:n laajennettu päästökauppajärjestelmä aloittaa toimintansa (kuvio 13). Kokonaisinflaation odotetaan nopeutuvan hieman vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä pääasiassa energiaan liittyvien vertailuajankohdan vaikutusten myötä, ennen kuin inflaatio palautuu lasku-uralleen. Inflaation odotetaan vaimenevan edelleen asteittain lähivuosina sitä mukaa, kun inflaatiokompensaatiopaineista aiheutuneet vaikutukset jäävät taakse ja palkkojen kasvu sen myötä hidastuu. Kokonaisinflaation ennustettu kiihtyminen vuonna 2027 kuvastaa pääasiassa EU:n "Fit for 55" -ilmastopakettin täytäntöönpanosta johtuvaa tilapäistä nousupainetta. Merkittävin vaikutus on rakennusten lämmittämiseen ja liikennepolttoaineisiin ulottuvalla uudella päästökauppajärjestelmällä (ETS2). Syyskuun 2024 asiantuntija-arvioihin verrattuna kokonaisinflaationäkymiä on tarkistettu aiemmasta hieman eli 0,1 prosenttiyksikköä alaspäin, mikä johtuu pääasiassa joidenkin talouslukujen odotettua pienemmistä toteutumista sekä öljyn ja sähkön hintaodotusten laskusta. Eurojärjestelmän asiantuntijat kuitenkin odottavat pohjainflaation jatkavan nopeaa hidastumista ja olevan 2,9 % tänä vuonna, 2,3 % vuonna 2025 ja 1,9 % vuosina 2026 ja 2027 pääasiassa palveluerän inflaation hidastumisen takia. Vuoden 2026 inflaatio pl. energia ja elintarvikkeet (HICPX) on nyt arvioitu 0,1 prosenttiyksikön verran hitaammaksi kuin syyskuun 2024 asiantuntija-arvioissa.

Kuvio 13
Euroalueen YKHI- ja HICPX-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuun 2024).

Huom. Harmaa pystysuora viiva osoittaa viimeistä vuosineljännestä ennen arviointijakson alkua. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä (toteutuneet tiedot), ja viimeisimmät arviot koskevat vuoden 2027 viimeistä neljänneistä. Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arviot viimeisteltiin 27.11.2024, ja niiden tekniset oletukset perustuvat 20.11.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin. Sekä historialliset YKHI- ja HICPX-inflaatiota koskevat tilastotiedot että niitä koskevat ennusteet esitetään neljännesvuotuisella tiheydellä.

4. Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Tarkastelujaksolla (12.9.–11.12.2024) rahoitusmarkkinoiden kehityksen merkittäviä taustatekijöitä olivat markkinaosapuolten arvio Yhdysvaltain presidentinvaalien vaikutuksista ja kireänä jatkunut geopoliittinen tilanne. Euroalueella lyhyet riskittömät korot laskivat, kun markkinaosapuolet ennakoivat aiempaa nopeampia ja kumulatiivisesti suurempia EKP:n keskeisten ohjaukorkojen leikkauksia euroalueen taloustilanteen osoittauduttua ennakoitua heikommaksi. EKP:n neuvoston joulukuun kokouksessaan tekemä 0,25 prosenttiyksikön suuruinen ohjaukorkon lasku oli täysin markkinaodotusten mukainen. Myös euroalueen pitkät riskittömät korot laskivat, mikä johtui ennen kaikkea reaalikorkokomponentin laskusta. Valtioiden joukkolainojen tuotot laskivat vähemmän kuin riskittömät swapkorot, vaikkakin maiden välillä oli eroja joidenkin maiden poliittisiin ja julkisen talouden näkyymiin liittyvän epävarmuuden vuoksi. Euroalueen osakehinnat vaihtelivat tarkastelujakson aikana ja olivat sen päätteeksi hieman korkeammalla. Yritysten joukkolainojen tuottoerot supistuivat tarkastelujakson alussa mutta levenivät sittemmin hieman. Valuuttamarkkinoilla euron kurssi heikkeni Yhdysvaltain dollariin nähden, ja kauppapainotteinen kurssi heikkeni hieman vähemmän.

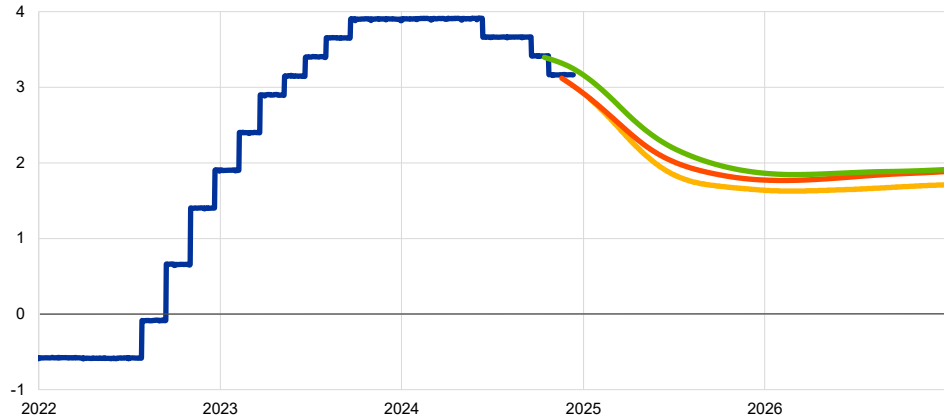
Yön yli -indeksiswapkoron (OIS-koron) aikarakennetta kuvaava käyrä eli termiinikäyrä on siirtynyt alaspäin EKP:n neuvoston syyskuisen kokouksen jälkeen, kun markkinaosapuolet alkoivat odottaa koronlaskujen tapahtuvan aiemmin ennakoitua nopeammin ja olevan kumulatiivisesti suurempia (ks. kuvio 14). Euromääräisten markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) oli tarkastelujakson aikana keskimäärin 3,3 % EKP:n neuvoston laskettua talletusmahdollisuuden korkoa 0,25 prosenttiyksiköllä sekä syyskuun että lokakuun kokouksessaan. Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni noin 155 miljardilla eurolla 12.9.–11.12.2024 välisenä aikana ja oli 2 912 miljardia euroa. Tärkeimpänä syynä oli kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannessa sarjassa (TLTRO III) syyskuussa suoritettut takaisinmaksut sekä rahapolitiikan harjoittamista varten pidettävien arvopaperien väheneminen, kun eurojärjestelmä ei enää sijoita omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) takaisin maksettavaa pääomaa uudelleen ja sijoittaa pandemiaan liittyvässä tilapäisessä osto-ohjelmassa (PEPP) takaisin maksettavan pääoman uudelleen vain osittain. €STR-viitekorkoon perustuvan OIS-koron termiinikäyrä siirtyi alaspäin EKP:n neuvoston syyskuun kokouksen jälkeen, mikä kertoi markkinaosapuolten odottavan suurempia ohjaukorkojen leikkauksia. Tähän vaikuttivat julkistetut makrotaloustiedot, jotka osoittivat euroalueen talouskehityksen olevan heikkoa, ja Yhdysvaltain presidentinvaalien tulos. Termiinikäyrässä näkyi 11.12.2024 täysimääräisenä EKP:n neuvoston joulukuun kokouksessaan tekemä 0,25 prosenttiyksikön suuruinen ohjaukorkon lasku. Käyrän perusteella 12.9.2024 vallinnut markkinaosapuolten odotus noin 1,23 prosenttiyksikön kumulatiivisista koronleikkauksista kesäkuuhun 2025 mennessä muuttui siten, että 11.12.2024 odotettiin yhteensä noin 1,33 prosenttiyksikön suuruisia leikkauksia.

Kuvio 14

€STR-terminikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)

- Toteutunut €STR-korko
- €STR-koron termiinikäyrä 11.12.2024
- €STR-koron termiinikäyrä 17.10.2024
- €STR-koron termiinikäyrä 12.9.2024



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

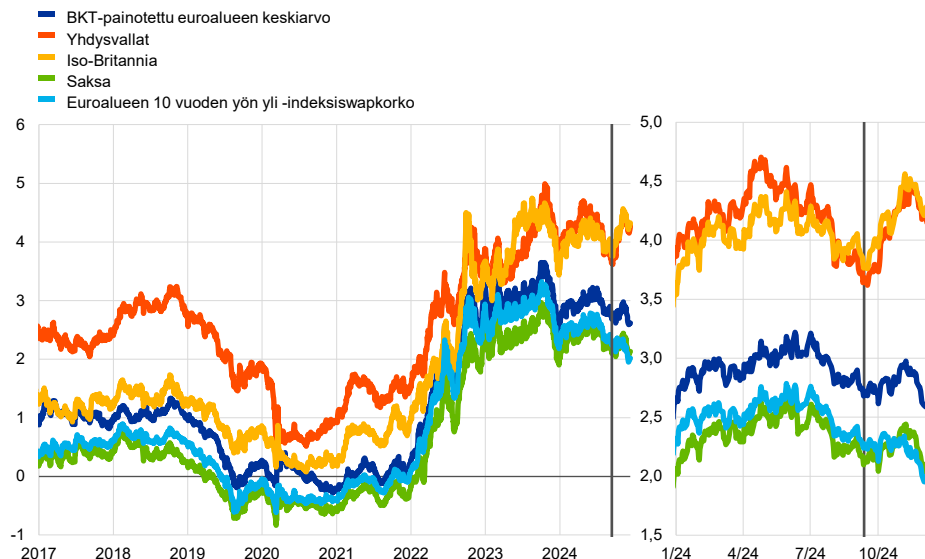
Huom. Termiinikäyrä on estimoitu €STR-viitekorkoon perustuvien OIS-spotkorkojen perusteella.

Euroalueen pitkät riskittömät korot ovat nekin laskeneet sitten EKP:n neuvoston syyskuun kokouksen, toisin kuin Yhdysvaltain vastaavat korot (ks. kuvio 15). Euromääräisten markkinoiden 10 vuoden OIS-korko laski 0,26 prosenttiyksikköä ja oli tarkastelujakson päätteeksi noin 2,0 %. Tämän pitkien riskittömien nimelliskorkojen laskun taustalla oli ennen kaikkea reaalkorkokomponentin lasku. Euroalueen riskittömiä korkoja alensivat rahapolitiikkaan kohdistuvat odotukset ja julkistetut makrotaloustiedot, vaikkakin pitemmissä maturiteeteissa negatiivisia vaikutuksia tasapainottivat leviämisvaikutukset Yhdysvalloista ja maailmanmarkkinoilta. Sitä vastoin Yhdysvalloissa pitkät riskittömät korot nousivat tarkastelujaksolla huomattavasti, ja niitä tukivat sekä reaalkorkojen nousu että inflaatiokompensaation kasvu. Yhdysvaltain valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto laski noin 0,60 prosenttiyksikköä ja oli 4,3 %. Niinpä euroalueen ja Yhdysvaltojen 10 vuoden riskittömien korkojen ero leveni 0,85 prosenttiyksikköä. Myös Ison-Britannian valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto nousi 0,54 prosenttiyksikköä ja oli tarkastelujakson päätteeksi noin 4,3 %.

Kuvio 15

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

(vuotuinen tuotto prosentteina)



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

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 12.9.2024. Tuoreimmat havainnot 11.12.2024.

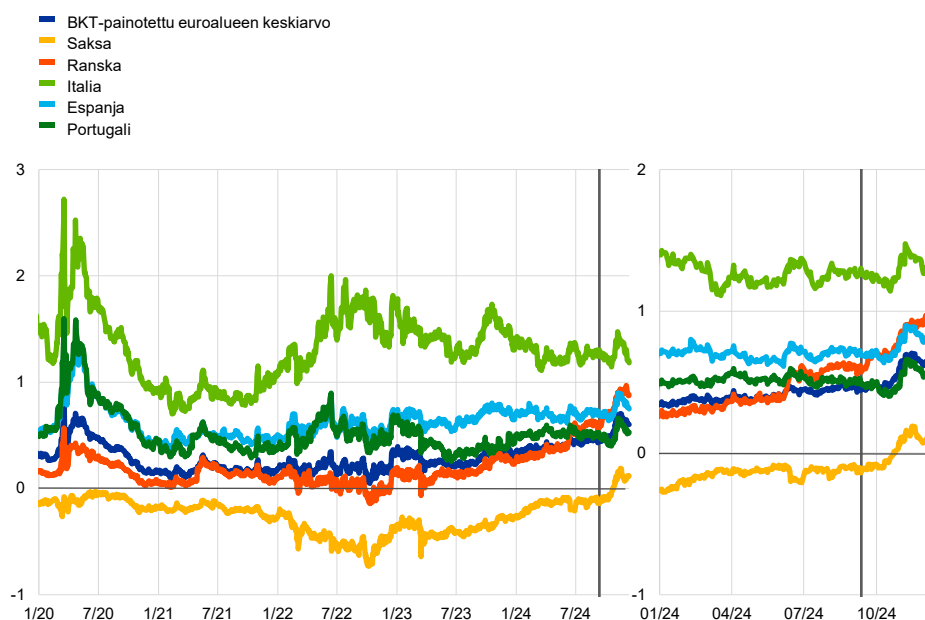
Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot laskivat vähemmän kuin riskittömät korot, joten tuottoerot kasvoivat jonkin verran (ks. kuvio 16).

Tarkastelujakson lopussa euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen BKT-painotettu tuotto oli noin 0,10 prosenttiyksikköä matalampi (noin 2,6 %), joten sen tuottoero OIS-korkoon nähden kasvoi 0,15 prosenttiyksikköä. Tuottoeron kasvu tapahtui suurelta osin ennen Yhdysvaltain vaaleja, mikä oli vuodesta 2022 jatkuneen trendin mukaista. Vaalien jälkeen tuottoeron kasvu nopeutui, kun Yhdysvaltain valtion joukkolainatuottojen nousun vaikutus levisi euroalueen valtioiden joukkolainamarkkinoille. Myös Saksan valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoero kasvoi tarkastelujaksolla 0,23 prosenttiyksikköä heijastaen muun muassa eurojärjestelmän joukkolainaomistusten vähenemisestä johtuvaa kehitystä. Tarkastelujakson aikana Saksan valtion joukkolainojen tuottoero kääntyi positiiviseksi ensi kertaa sitten vuoden 2016. Tieto Saksan ennakaisista vaaleista ei vaikuttanut tähän merkittävästi. Suurempi muutos oli nähtävissä Ranskan valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotossa, joka kasvoi noin 0,05 prosenttiyksikköä Ranskan julkisen talouden näkymiä koskevan epävarmuuden vaikutuksesta ja levensi tuottoeroa 10 vuoden OIS-korkoon nähden 0,30 prosenttiyksikköä. Sen sijaan vaikutukset Kreikan, Espanjan, Italian ja Portugalin markkinoille jäivät niukoiksi, kun julkisen talouden näkymät joissakin näistä maista muuttuivat suotuisammiksi. Kaiken kaikkiaan valtion joukkolainojen ja 10 vuoden OIS-koron välinen tuottoero pieneni 0,09 prosenttiyksikköä Italian osalta. Portugalin osalta se puolestaan kasvoi 0,04 prosenttiyksikköä ja Espanjan osalta 0,06 prosenttiyksikköä.

Kuvio 16

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

(prosenttiyksiköitä)



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

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 12.9.2024. Tuoreimmat havainnot 11.12.2024.

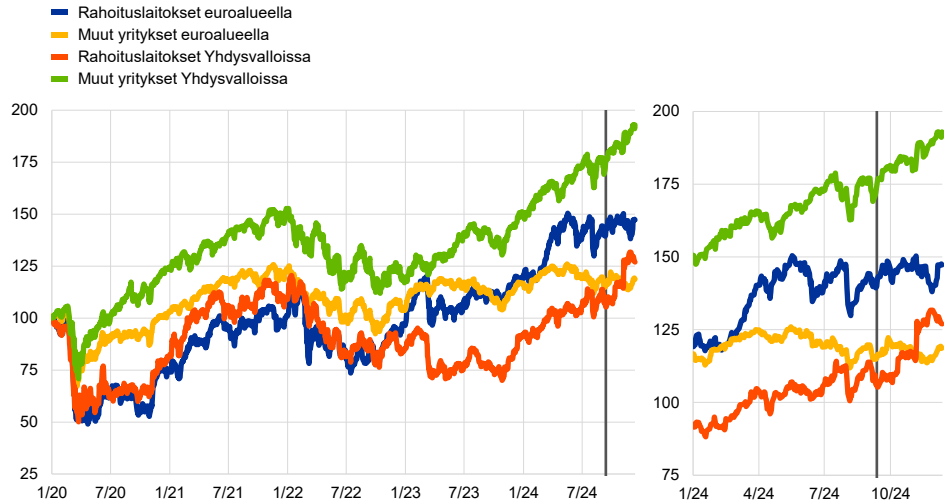
Yritysten joukkolainojen tuottoerot supistuivat tarkastelujakson alussa ja kasvoivat sen jälkeen hieman. Kehitys johtui osaksi osakemarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Investointiluokan joukkolainoissa tuottoerot supistuivat noin 0,10 prosenttiyksikköä lokakuun puoleenväliin asti, mutta levenivät sen jälkeen jonkin verran. Tuottoerojen supistuminen oli selvempää rahoitusalan yritysten kuin muiden yritysten joukkolainoissa, ja muiden yritysten osalta tuottoerot kasvoivat yleisesti jonkin verran. High yield -luokan tuottoerot vaihtelivat enemmän etenkin lokakuun puolestavälistä lähtien, mutta kaiken kaikkiaan pienenevät hieman.

Euroalueen osakehinnat vaihtelivat tarkastelujaksolla ja olivat sen päätteeksi hieman korkeammat kuin EKP:n neuvoston syyskuisen kokouksen aikaan (ks. kuvio 17). Tarkastelujakson alussa euroalueen osakehintojen kehitystä tuki selkeä riskinottohalun kasvu, joka vaikutti huomattavasti enemmän kuin ennakoitua heikommat tulosennusteet. Lokakuun puolivälistä lähtien tulosennusteita heikensi entisestään euroalueen talousnäkyvien huononeminen, joka näkyi esimerkiksi marraskuun PMI-indeksin lukemissa. Euroalueen laaja osakemarkkinaindeksi laski tarkastelujakson alun vaiheille ja kääntyi taas nousuun marraskuun lopussa. Kehitystä tuki myös riskinottohalun lisääntyminen. Kaiken kaikkiaan yritysten osakehinnat nousivat 2,5 % ja pankkien osakehinnat 3,7 %. Yhdysvalloissa puolestaan yritysten osakehinnat nousivat 9,8 % ja pankkien 20,6 %.

Kuvio 17

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2020 = 100)



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

Huom. Harmaa pystyviiva osoittaa tarkastelujakson alun 12.9.2024. Tuoreimmat havainnot 11.12.2024.

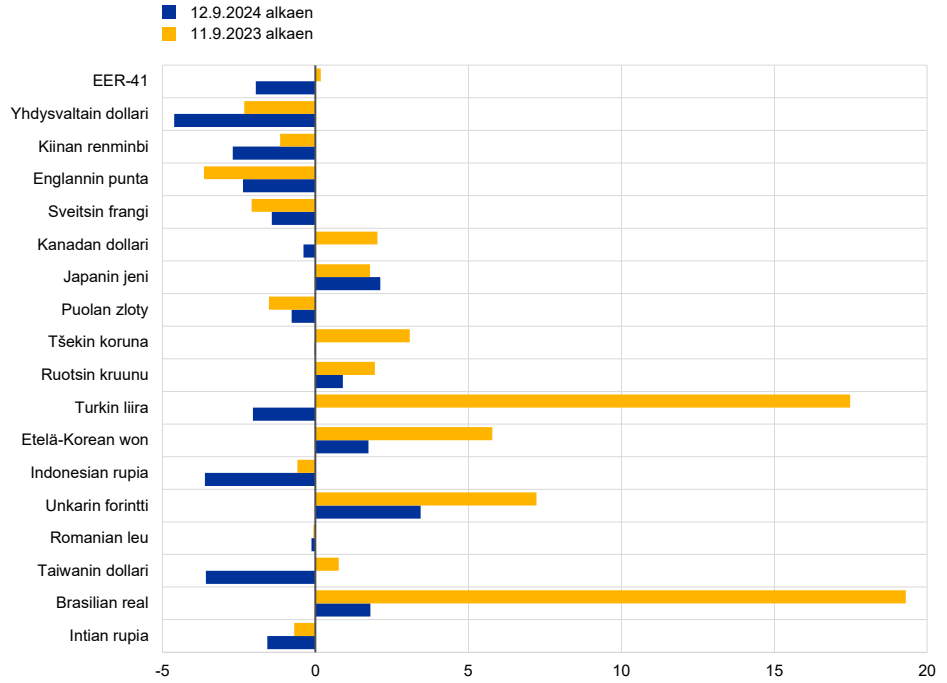
Valuuttamarkkinoilla euron kurssi heikkeni 4,6 % Yhdysvaltain dollariin nähden ja kauppapainotteinen kurssi heikkeni 2,0 % (ks. kuvio 18).

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 41 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni tarkastelujaksolla 2,0 %. Euro heikkeni myös Yhdysvaltain dollariin nähden (4,6 %). Se johtui ennen kaikkea Yhdysvaltojen korko-odotusten noususta rahoitusmarkkinoilla presidentinvaalien jälkeen sekä Yhdysvaltain kauppaa-, sääntely- ja finanssipolitiikan mahdollisista muutoksista. Euro heikkeni 2,4 % Englannin puntaan nähden ja 1,4 % Sveitsin frangiin nähden. Lisäksi se heikkeni myös joidenkin nousevien markkinoiden valuuttoihin nähden, mikä kertoo siitä, että markkinaosapuolten näkemykset kyseisten talouksien näkymistä ovat muuttuneet. Sitä vastoin euro vahvistui Japanin jeniin nähden (2,1 %) jenin laaja-alaisen heikkenemisen jatkuessa, kun ohjauskorot Japanissa pysyttelivät edelleen muita kehittyneitä talouksia alhaisempina.

Kuvio 18

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutoksia)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. EER-41 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 41 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Kaikki muutokset on laskettu 11.12.2024 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

5. Rahoitusolot ja luotonannon kehitys

Äskettäiset ja odotettavissa olevat EKP:n ohjaukorkojen laskut pienentävät vähitellen yritysten ja kotitalouksien lainanoton hintaa. Lokakuussa 2024 pankkien varainhankinnan kustannukset edelleen supistuivat ja pankkien antolainauskorot laskivat huipputasoiltaan, joskin rahoitusolot pysyivät yhä kireinä. Uusien yritysluottojen keskkorot laskivat lokakuussa 4,7 prosenttiin ja uusien asuntolainojen keskkorot 3,6 prosenttiin. Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen määrän kasvu pysyi vaisuna heikon talouskasvun ja tiukkoina pysyneiden luotonantokriteerien vuoksi. Aikavälillä 12.9.–11.12.2024 sekä markkinaehtoisen velkarahoituksen että osakerahoituksen kustannukset yrityksille pienenevät pitkän riskittömän koron laskiessa ja osakeriskipreemion supistuessa. Tuoreimmassa yritysten rahoituksensaantia kartoittaneessa SAFE-kyselyssä yritykset ilmoittivat pankkilainojen saatavuuden pysyneen kokonaisuudessaan kutakuinkin ennallaan vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä, ja vain pieni osa yrityksistä odotti sen kohenevan viimeisellä vuosineljänneksellä. Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvuvauhti jatkoi elpymistään alhaiselta tasolta, ja sen kasvun päätekijänä pysyivät edelleen nettomääräiset sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta.

Euroalueen pankkien varainhankintakustannukset ovat supistuneet huipputasoiltaan EKP:n ohjaukorkojen viimeaikaisten laskujen ja odotetun korkokehityksen myötä. Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus supistui lokakuussa 2024 lievästi 2,0 prosenttiin (kuvion 19 kohta a). Pankkien varainhankintakustannusten supistumisen taustalla oli pääasiassa pankkien joukkolainojen tuottojen pieneneminen (kuvion 19 kohta b) pitkien riskittömien korkojen laskiessa. Pankkien varainhankintakustannukset ovat kuitenkin pysyneet mittavina varainhankinnan koostumuksen painottuessa kohti kalliimpia lähteitä. Keskkorot laskivat vain hieman vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä, ja yhdistelmäkorko oli lokakuussa 1,3 %. Määräaikaistalletusten korot laskivat nopeammin kuin yön yli -talletusten ja irtisanomisehtoisten talletusten korot, jotka samalla aikavälillä laskivat vain marginaalisesti.

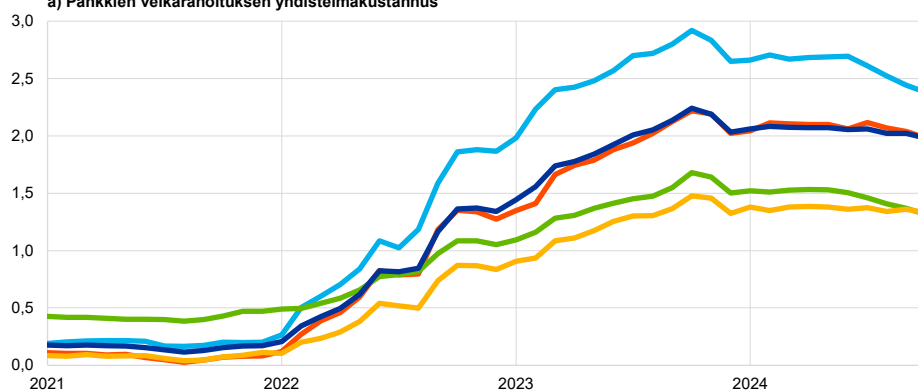
Kuvio 19

Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannus joissakin euroalueen maissa

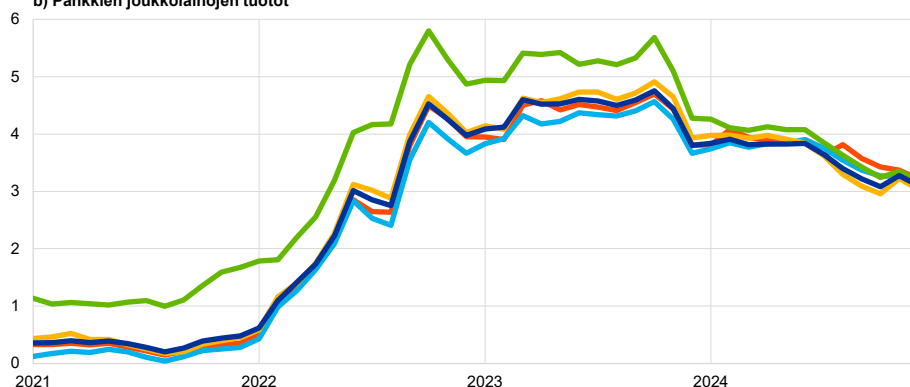
(prosentteja vuositasolla)



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 2024 pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannuksen osalta (kohta a) ja 11.12.2024 pankkien joukkolainojen tuottojen osalta (kohta b).

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen korot laskivat edelleen, mutta rahoitusolot ovat pysyneet kireinä.

Yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen korot ovat viime kuukausina laskeneet, mikä on tukenut antolainauksen vähittäistä elpymistä (kuvio 20). Lokakuussa 2024 yrityksille myönnettyjen uusien lainojen korot laskivat 0,22 prosenttiyksiköllä 4,68 prosenttiin eli noin 0,60 prosenttiyksikköä lokakuun 2023 huipputasonsa alapuolelle (kuvion 20 kohta a), joskin tämä kehitys vaihteli jonkin verran euroalueen eri maissa ja eri maturiteeteissa. Pienten ja suurten yrityslainojen korkoero supistui jälleen lokakuussa ja oli 0,34 % eli lähellä kesän 2024 pohjalukemiaan. Eri maturiteeteista korkoero supistui eniten lainoissa, joiden koronmääräytymisjaksot ovat keskipitkät (yhdestä viiteen vuoteen). Kotitalouksille myönnettyjen uusien asuntolainojen korot olivat lokakuussa 3,55 % eli alempana kuin syyskuussa (3,64 %), ja ne ovat nyt noin 0,50 prosenttiyksikköä alempana kuin marraskuun 2023 huipputasolla (kuvion 20

kohta b), joskin kehitys on vaihdellut maittain. Laskua esiintyi laaja-alaisesti eri koronmääräytymisjaksoissa, ja se noudatteli markkinakorkojen kehitystä. Vaihtuvakorkoiset asuntolainat pysyivät kalliimpina kuin kiinteäkorkoiset asuntolainat.

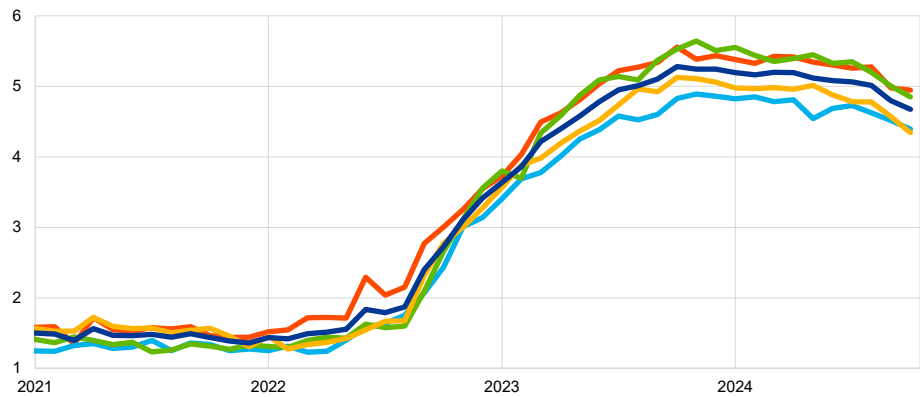
Kuvio 20

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkort joissakin euroalueen maissa

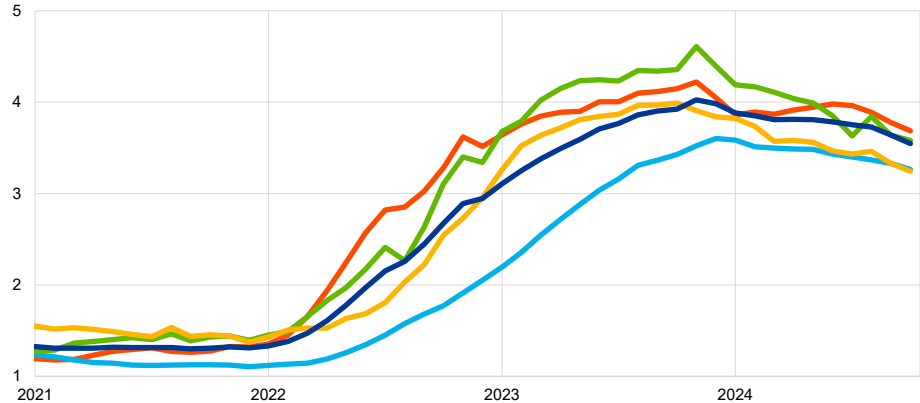
(prosentteja vuositasona)

- Euroalue
- Saksa
- Ranska
- Italia
- Espanja

a) Yrityksille myönnettyjen lainojen korot



b) Kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen korot



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

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

Tarkastelujaksolla 12.9.–11.12.2024 sekä yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen että niiden osakerahoituksen kustannukset supistuivat.

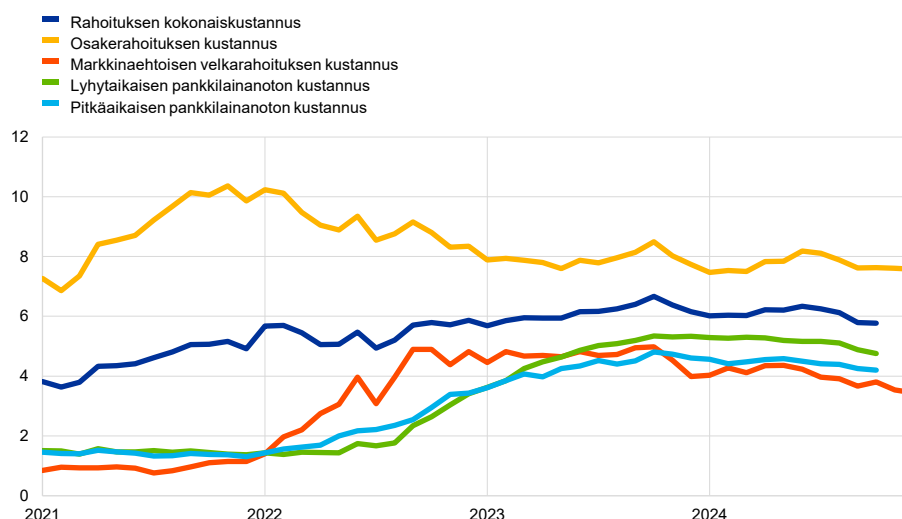
Lokakuuhun asti saatavilla olevien kuukausittaisten tietojen perusteella yritysten rahoituksen kokonaiskustannus – eli pankkilainanoton, markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen yhdistelmäkustannus – oli lokakuussa 5,8 % eli samansuuruinen kuin edelliskuussa ja edelleen pienempi kuin lokakuussa 2023,

jolloin se oli suurimmillaan moneen vuoteen (kuvio 21).¹¹ Osakerahoituksen kustannus pysyi lokakuussa kutakuinkin ennallaan, ja pankkilainanoton kustannuksen supistuminen kompensoi kokonaisuudessaan markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen lievän kasvun. Päivittäistiedot tarkastelujaksolta 12.9.–11.12.2024 osoittavat, että sekä yritysten markkinaehtoisen velkarahoituksen että niiden osakerahoituksen kustannukset supistuivat. Markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen supistuminen johtui yön yli -indeksiswapkoron (OIS) termiinikäyrän kääntymisestä huomattavaan laskuun kaikissa maturiteeteissa 15 vuoteen asti, vaikka yritysten joukkolainojen tuottoerot kasvoivatkin hieman investment grade -segmentissä. Osakerahoituksen kustannuksen supistumisen taustalla olivat sekä osakeriskipreemion supistuminen että pitkien riskittömien korkojen (joita edustaa 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko) lasku.

Kuvio 21

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen nimelliskustannus eriteltynä

(prosentteja vuositasona)



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

Huom. Yritysten rahoituksen kokonaiskustannus on laskettu kuukausittaisista tiedoista lyhyt- ja pitkäaikaisen pankkilainanoton (kuukausikeskiarvot), markkinaehtoisen velkarahoituksen ja osakerahoituksen (kuukausittaiset tiedot) kustannusten painotettuna keskiarvona niiden kannan määrien perusteella. Tuoreimmat havainnot on päivätty 11.12.2024 markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen ja osakerahoituksen kustannuksen osalta (päivittäistiedot) sekä lokakuussa 2024 rahoituksen kokonaiskustannuksen ja pankkilainanoton kustannuksen osalta (kuukausittaiset tiedot).

Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen määrän kasvu pysyi vaisuna heikon talouskasvun ja tiukkoina pysyneiden luotonantokriteerien vaikutuksesta. Pankkien myöntämien yrityslainojen kasvu on vähitellen piristynyt alhaiselta tasoltaan, ja lokakuussa 2024 se kiihtyi 1,2 prosenttiin oltuaan syyskuussa 1,1 % (kuvion 22 kohta a). Yritysten lainanoton kasvu pysyi lokakuussa 1,6 prosentissa, sillä yritysten velkapapereiden nettoemissioiden positiivinen kehitys ei kokonaan kompensoinut pankkien antolainauksen vaisuutta. Kotitalouksille suunnatun luotonannon lyhyen aikavälin kasvu koheni ja veti sen vuotuisen kasvuvauhdin syyskuun 0,7 prosentista lokakuussa 0,8 prosenttiin (kuvion 22 kohta b). Myönnettyjen asuntolainojen kehitys on vakautunut aiemmalta laskevalta

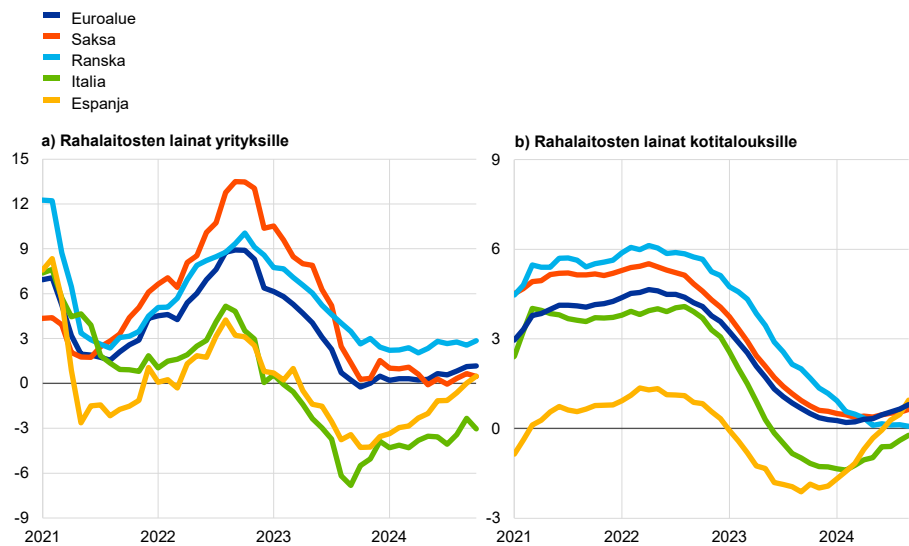
¹¹ Pankkilainanoton kustannuksesta saatavien tietojen viipeiden vuoksi yritysten rahoituksen kokonaiskustannuksesta on saatavilla tietoja vain lokakuuhun 2024 asti.

uraltaan ja osoittaa elpymisen merkkejä. Kulutusluottojen kasvu kiihtyi niin ikään lokakuussa, kun taas muu luotonanto supistuu edelleen, joskin aiempaa hitaammin. EKP:n lokakuun 2024 CES-kyselyssä (kuluttajaodotuksia koskevassa kyselyssä) näkyy merkkejä kulutusluottojen kasvun keskittymisestä pienituloisiin kotitalouksiin. Lisäksi niiden kotitalouksien prosenttiosuus, joiden mielestä luotonsaanti oli vaikeutunut, on edelleen suurempi kuin niiden, jotka kokivat luotonsaannin helpottuneen (erotus syyskuussa +14 prosenttiyksikköä).

Kuvio 22

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

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

Yritysten rahoituksensaantia kartoittaneessa SAFE-kyselyssä yritykset

ilmoittivat pankkilainojen saatavuuden pysyneen kokonaisuudessaan

kutakuinkin ennallaan vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä, ja vain pieni

osa yrityksistä odotti sen kohenevan viimeisellä vuosineljänneksellä

(kuvio 23). Niiden yritysten netto-osuus, jotka ilmoittivat pankkilainojen saatavuuden kohentuneen, oli vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä 1 %, kun se edellisellä neljänneksellä oli ollut 2 %. Netto-osuuden lievä supistuminen edellisestä neljänneksestä painottui suuryrityksiin, kun taas pienet ja keski-suuret yritykset (PK-yritykset) ilmoittivat keskimäärin saatavuuden pysyneen ennallaan. Yrityksistä 2 prosentin netto-osuus odotti pankkilainojen saatavuuden kohenevan vuoden 2024 viimeisellä neljänneksellä. Vaikka PK-yritykset eivät nettomääräisesti odota lainojen saatavuuteen muutosta, suuryritykset odottivat ulkoisen lainarahoituksen saatavuuden kohenevan.

Yritykset ilmoittivat myös pankkilainojen tarpeen hiukan vähentyneen.

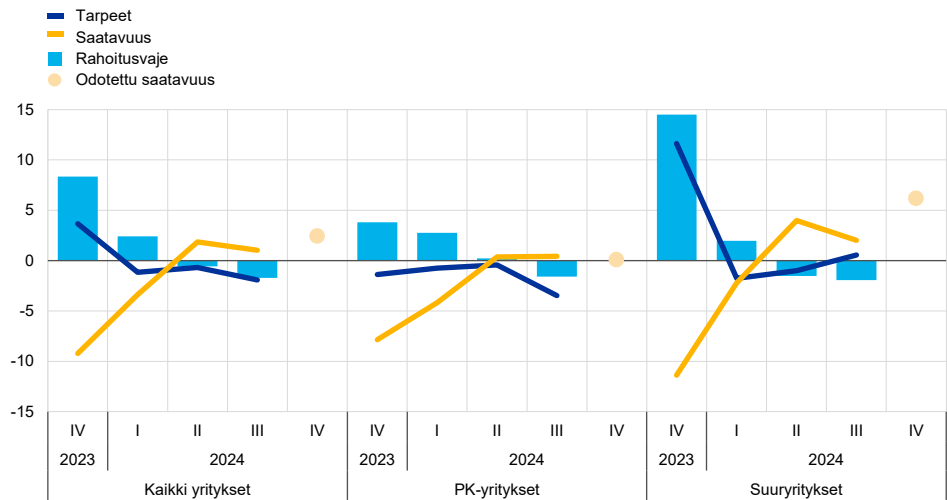
Vuoden 2024 kolmannella neljänneksellä 2 prosentin netto-osuus yrityksistä, pääosin PK-yritykset, ilmoitti pankkilainatarpeidensa vähentyneen, kun taas pieni netto-osuus suuryrityksistä ilmoitti lainatarpeidensa kasvaneen. Pankkilainojen rahoitusvaje eli

lainatarpeiden muutoksen ja lainojen saatavuuden muutoksen välinen arvioitu ero oli negatiivinen 2 prosentin netto-osuudella yrityksistä, eikä tässä ollut eroa PK-yritysten ja suuryritysten välillä. Suuryritykset olivat ilmoittaneet hyvin pienestä negatiivisesta rahoitusvajeesta jo vuoden 2024 toisella neljänneksellä, mutta PK-yrityksillä sitä ilmeni vasta kolmannella vuosineljänneksellä.

Kuvio 23

Muutokset euroalueen yritysten pankkilainatarpeissa ja pankkilainojen nykyisessä ja odotetussa saatavuudessa sekä rahoitusvajeessa

(nettomääräisiä prosentiosuuksia vastaajista)



Lähteet: yritysten rahoituksensaantia kartoittava SAFE-kysely ja EKP:n laskelmat.

Huom. PK-yrityksillä tarkoitetaan pieniä ja keskisuuria yrityksiä. Nettomääräinen prosentiosuus on pankkilainojen saatavuuden (odotetun saatavuuden suhteessa lainatarpeisiin) parantumisesta ilmoittaneiden yritysten ja saatavuuden heikkenemisestä ilmoittaneiden yritysten prosentiosuuksien välinen erotus kolmen viime kuukauden ajalta. Rahoitusvajeen indikaattorissa yhdistyvät sekä rahoitustarpeet että pankkilainojen saatavuus yksittäisen yrityksen tasolla. Rahoitusvajeessa havaitun muutoksen indikaattori saa arvon 1, jos instrumentin tarve kasvaa ja sen saatavuus vähenee, tai arvon -1, jos instrumentin tarve vähenee ja saatavuus kasvaa. Jos yritykset näkevät rahoitusvajeen muuttuneen yksipuolisesti vain joko instrumentin tarpeen tai sen saatavuuden osalta, muuttuja saa arvon 0,5, jos vaje on kasvanut, tai arvon -0,5, jos vaje on supistunut. Indikaattorin positiivinen arvo osoittaa rahoitusvajeen kasvaneen. Arvot kerrotaan sadalla, jotta saadaan painotetut nettomäärät prosentteina. Luvut ovat SAFE-kyselyn jaksoilta 29–32 (loka–joulukuun 2023 pilottijaksosta kesä–syyskuuhun 2024).

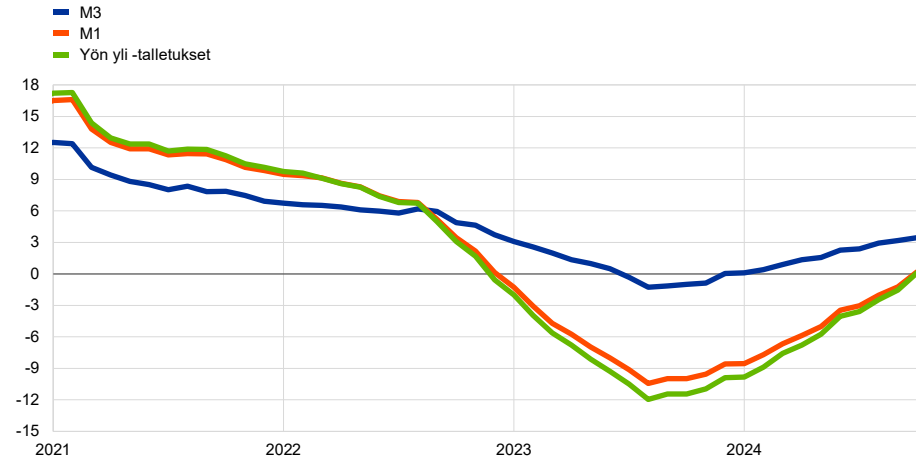
Lavean rahan (M3) vuotuinen kasvuvauhti euroalueella jatkoi elpymistään, ja rahan luomisen päätekijänä pysyivät edelleen nettomääräiset sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta.

Lokakuussa 2024 lavean raha-aggregaatin (M3) vuotuinen kasvuvauhti nopeutui 3,4 prosenttiin, kun se syyskuussa oli 3,2 % (kuvio 24). Suppean raha-aggregaatin (M1) – joka sisältää M3:n likvidit erät – vuotuinen kasvu muuttui positiiviseksi ensimmäistä kertaa joulukuun 2022 jälkeen ja oli lokakuussa 0,2 %, kun se oli syyskuussa ollut -1,3 %. M1:n aluerän yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti koheni samoin lokakuussa 0,1 prosenttiin (syyskuussa -1,6 %). Sisäänvirtaukset euroalueen ulkopuolelta pysyivät edelleen rahan luomisen pääasiallisena lähteenä euroalueen vaihtotaseen suuren ylijäämän vaikutuksesta. Pankkien nettomääräisillä julkisyhteisöjen velkapapereiden hankinnoilla oli myös huomattava osuus rahan määrän kasvussa, kun taas kotitalouksille ja yrityksille suunnatun luotonannon merkitys pysyi vähäisenä. Rahan luomiseen vaikuttivat toisaalta negatiivisesti eurojärjestelmän taseen ja pitkäaikaisten joukkolainojen (jotka eivät sisälly M3:een) liikkeeseenlaskun edelleen jatkuva supistuminen sekä kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) jääminen pois rahoituslähteenä vuoden 2024 lopussa.

Kuvio 24

M3, M1 ja yön yli -talletukset

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2024.

6. Julkisen talouden kehitys

Euroalueen talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioissa euroalueen julkisen talouden alijäämän, joka vuonna 2023 oli 3,6 % BKT:stä, odotetaan supistuvan 3,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2024 ja sen jälkeen hyvin asteittaisesti 2,9 prosenttiin vuoteen 2027 mennessä. Kutakuinkin tämän kehityksen mukaisesti euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen ennakoidaan kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja hyvin lievästi vielä vuosina 2025 ja 2026 sekä jälleen voimakkaammin vuonna 2027. Finanssipoliittisiin oletuksiin ja arvioihin liittyy kuitenkin poikkeuksellisen suurta epävarmuutta.¹² Finanssipolitiikan mitoituksen kiristyminen vuonna 2024 liittyy suurimmaksi osaksi siihen, että suuri osa energia- ja inflaatiotukitoimista päättyy, mutta siihen vaikuttavat merkittävästi myös muut kuin harkinnanvaraiset tekijät, etenkin tulojen vahva kehitys. Finanssipolitiikan mitoituksen suhteellisen voimakas kiristyminen vuonna 2027 johtuu pääosin julkisten menojen ennakoidusta supistumisesta Next Generation EU (NGEU) -avustusten päättyessä. Euroalueen BKT:hen suhteutetun julkisen talouden velan ennakoidaan kasvavan hitaasti jo ennestään korkealta tasoltaan ja vakautuvan vasta arviointijakson lopussa lähelle 89 prosentin tasoa. Julkisen talouden puolella Euroopan komissio käynnisti ensimmäisen uuden talouspolitiikan ohjausjärjestelmän mukaisen talouspolitiikan ohjausjakson julkistamalla syyspaketinsa 26.11. Nyt hallitusten olisi keskityttävä panemaan uuden ohjausjärjestelmän mukaiset sitoumuksensa täytäntöön täysimittaisesti ja viipymättä. Näin voitaisiin supistaa julkisen talouden alijäämiä ja velkasuhteita kestävästi ja samalla nostaa etusijalle kasvua tukevat uudistukset ja investoinnit.

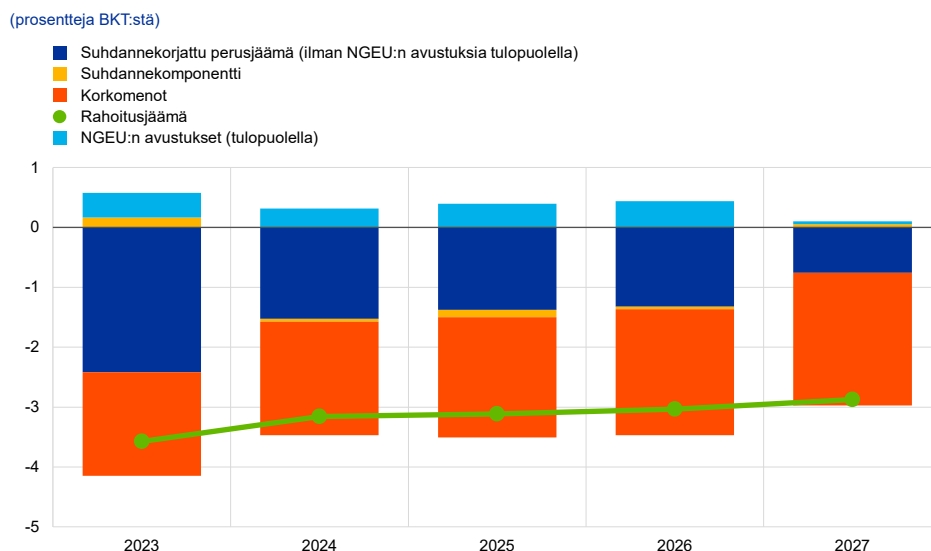
Euroalueen talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioissa euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämä kohenee vähitellen ennustejaksolla (kuvio 25).¹³ Euroalueen julkisen talouden alijäämän, joka pysytteli 3,6 prosentissa BKT:stä vuosina 2022 ja 2023, odotetaan vuonna 2024 supistuvan 3,2 prosenttiin BKT:stä ja sen jälkeen edelleen 0,1 prosenttiyksikköä vuodessa vuoteen 2027 asti, jolloin sen arvioidaan olevan 2,9 % BKT:stä. Merkittävien tekijä arvioidun kehityksen taustalla on ennustejakson aikana asteittain koheneva mutta silti negatiivisena pysyvä suhdannekorjattu perusjäämä. Perusalijäämän supistumisen vaikutus kuitenkin kompensoituu osittain korkomenojen kasvulla koko ennustejakson aikana. Aiemmat koronnousut välittyvät korkomenoihin hitaasti, sillä valtionvelan jäljellä olevat maturiteetit ovat euroalueella tällä hetkellä pitkät.

¹² Joidenkin suurten euroalueen maiden finanssipoliittiset suunnitelmat ovat joko vielä valmistumatta tai jo vanhentuneet vallitsevaan poliittiseen tilanteeseen nähden. Esimerkiksi Ranskassa suunnitelman perusskenaarioiden finanssipoliittiset oletukset ja arviot perustuvat entisen pääministerin Michel Barnierin hallituksen vuoden 2025 talousarvion ja keskipitkän aikavälin finanssipoliittisten suunnitelmien arviointiin. Ranskan parlamentti hyväksyi 4.12. epäluottamuslauseen hallitukselle ja sen finanssipoliittisille suunnitelmille, ja tämän seuraukset vuoden 2025 talousarvion kannalta ovat epäselvät. Monissa maissa perusskenaariolle aiheutuu myös riskejä niistä toistaiseksi täsmentämättömistä lisätoimista, joita mahdollisesti tarvitaan EU:n tarkistetun finanssipolitiikan ohjausjärjestelmän vaatimusten noudattamiseksi.

¹³ Ks. EKP:n verkkosivustolla 12.12.2024 julkaistut [euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntija-arviot, joulukuun 2024](#).

Suhdannekomponentti pysyy hyvin pienenä ja negatiivisena vuoteen 2027 asti, jolloin se muuttuu hivenen positiiviseksi. Euroalueen talousnäkyimiä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2024 arvioihin verrattuna julkisen talouden rahoitusjäämä arvioidaan hivenen positiivisemmaksi vuosina 2024 ja 2025, kun taas vuoden 2026 osalta arvio pysyy ennallaan.

Kuvio 25
Rahoitusjäämä ja sen osatekijät



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntija-arviot, joulukuun 2024. Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin.

Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen ennakoidaan kiristyvän merkittävästi vuonna 2024 ja NGEU-ohjelman päättymisen myötä myös vuonna 2027.¹⁴

Suhdannekorjatun perusjäämän vuosimuutos, josta on puhdistettu NGEU-ohjelmasta jäsenvaltioille myönnettyt avustukset, viittaa siihen, että vuonna 2024 euroalueen finanssipolitiikka kiristyy yhteensä merkittävästi (0,9 prosenttiyksikköä BKT:stä). Kiristyminen liittyy ennen kaikkea siihen, että suuri osa julkisista energia- ja inflaatiotukitoimista päättyy, ja siihen vaikuttavat merkittävästi myös muut kuin harkinnanvaraiset tekijät, etenkin tulojen vahva kehitys joissakin maissa. Finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan edelleen kiristyvän lähivuosina, joskin vuosina 2025 ja 2026 vain hyvin lievästi. Vuonna 2025 ripeästi kehittyvien julkisten investointien ja tulonsiirtojen odotetaan kompensoivan harkinnanvaraisten toimien kiristävää vaikutusta, kun taas vuonna 2026 harkinnanvaraisten toimien supistumisen odotetaan vahvistavan kiristymistä. NGEU-ohjelman päättyessä vuonna 2027 finanssipolitiikan mitoituksen odotetaan kiristyvän paljon merkittävämmän eli 0,6 prosenttiyksiköllä BKT:stä, kun aiemmin NGEU:n avustuksista rahoitetut julkiset investoinnit ja tulonsiirrot oletettavasti supistuvat. Näin

¹⁴ Finanssipolitiikan mitoituksen taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipolitiittisten 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 poistettu kyseiset tulot. Tarkempia tietoja euroalueen finanssipolitiikan mitoituksesta on *Talouksatsauksen 4/2016* artikkelissa "[The euro area fiscal stance](#)".

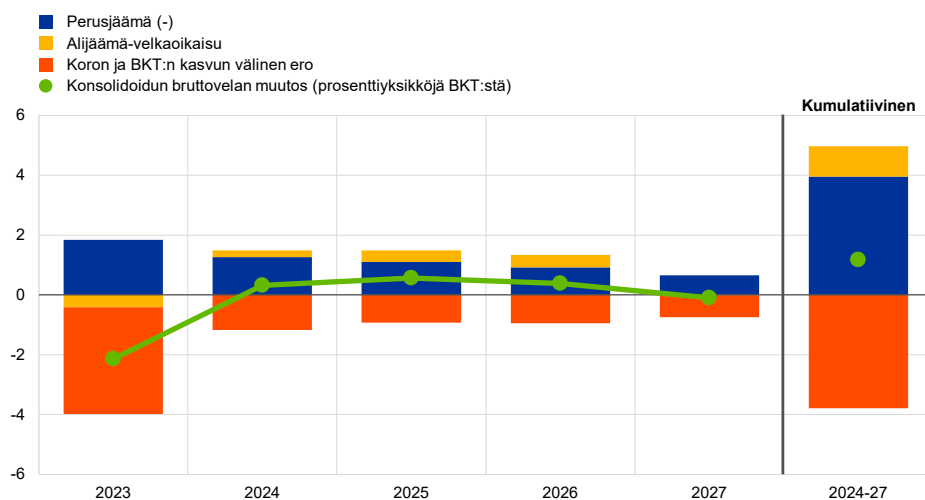
ollen finanssipolitiikan mitoituksen ennakoitaan kiristyvän ennustejaksolla 2024–2027 yhteensä 1,7 prosenttiyksikköä BKT:stä. Kun kuitenkin otetaan huomioon pandemiasta asti toteutetut mittavat finanssipoliittiset tukitoimet, kumulatiivinen finanssipolitiikan mitoitus vuosina 2020–2027 on yhä pitkälti kasvua tukeva.

Euroalueen BKT:hen suhteutetun julkisen talouden velan ennakoitaan kasvavan hitaasti jo ennestään korkealta tasoltaan ja vakautuvan arviointijakson lopussa (kuvio 26). Velkasuhde kasvoi pandemian aikana huomattavasti ja oli vuonna 2020 noin 97 %, mutta supistui sitten asteittain. Euroalueen talousnäkyviä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2024 arvioiden mukaan tämä supistuminen on pysähtymässä. Sen sijaan velkasuhteen odotetaan nyt kasvavan hitaasti lähes 88,7 prosenttiin BKT:stä vuoteen 2027 mennessä, kun se vuonna 2023 oli 87,4 % BKT:stä. Arviointijaksolle ennakoitun kasvun taustatekijänä ovat yhä jatkuvat perusalijäämät ja odotetut positiiviset alijäämä-velkakoikaisu, joiden vaikutusta suotuisat (negatiiviset) koron ja BKT:n kasvuvauhdin väliset erot kompensoivat vain osittain.

Kuvio 26

Euroalueen julkisyhteisöjen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosentteja BKT:stä, ellei toisin ilmoiteta)



Lähteet: EKP:n laskelmat ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntija-arviot, joulukuun 2024. Huom. Tiedot viittaavat euroalueen kaikkien 20 maan julkisyhteisösektoriin.

Euroopan komissio käynnisti 26.11. ensimmäisen uuden talouspolitiikan ohjausjärjestelmän mukaisen talouspolitiikan ohjausjakson julkistamalla syyspaketinsä. Paketti sisältää komission arvioinnin ensimmäisistä keskipitkän aikavälin finanssi- ja rakennepoliittisista suunnitelmista, jotka EU:n jäsenvaltiot ovat toimittaneet komissiolle 30.4. voimaan tulleen uuden talouspolitiikan ohjausjärjestelmän mukaisesti. Se sisältää myös komission arvioinnin euroalueen maiden alustavista talousarviosuunnitelmista vuodelle 2025. Kaikki euroalueen maat eivät kuitenkaan olleet toimittaneet talousarviosuunnitelmiaan komissiolle, mikä johtui pääosin niiden vaalikausista.¹⁵ Lisäksi monet alustavat

¹⁵ Belgia, Saksa, Liettua ja Itävalta eivät olleet toimittaneet komissiolle keskipitkän ajan finanssi- ja rakennepoliittisia suunnitelmiaan, ja Belgia, Espanja ja Itävalta eivät olleet esittäneet alustavia talousarviosuunnitelmia.

talousarviosuunnitelmat ovat saattaneet jo vanhentua asianomaisten maiden poliittisen kehityksen vuoksi. Hallitusten olisi kuitenkin nyt keskityttävä uuden ohjausjärjestelmän mukaisten sitoumustensa täytäntöönpanoon täysimittaisesti ja viipymättä. Näin voitaisiin supistaa julkisen talouden alijäämiä ja velkasuhteita kestävästi ja samalla nostaa etusijalle kasvua tukevat uudistukset ja investoinnit. Talouden tuottavuuden, kilpailukyvyn ja häiriönkestävyyden lisäämiseksi on myös olennaista, että Mario Draghin ehdotuksiin Euroopan kilpailukyvyn parantamisesta ja Enrico Lettan ehdotuksiin sisämarkkinoiden vahvistamisesta vastataan ripeästi konkreettisella ja kunnianhimoisella rakennepolitiikalla.¹⁶

¹⁶ Ks. M. Draghi, "[The future of European competitiveness](#)", syyskuu 2024, ja E. Letta, "[Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#)", huhtikuu 2024.

Kehikot

1. Mistä osakehintojen vahvuus Yhdysvalloissa johtuu – markkinoiden rakenteesta, tulosodotuksista vai osakeriskipreemioista?

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu ja Toma Tomov

Yhdysvaltalaisien osakkeiden hintojen nousu vuoden 2023 alusta lähtien on saattanut etenkin seitsemän suuren teknologiayrityksen (ns. suurenmoinen seitsikko) osakkeiden arvostustason korkeaksi. Osakkeiden hinnat ovat nousseet Yhdysvalloissa lähes 60 %, vaikka maan keskuspankki on kiristänyt rahapolitiikkaa ja jaksolle on osunut useita geopolittisiä sokkeja. Osakkeiden vuotuinen tuotto on ylittänyt 20 % vuoden 2024 jokaisella neljänneksellä (kuvio A, kohta a). Paras osaketuotto on ollut teknologiajäteillä Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia ja Tesla, joita kutsutaan usein suurenmoiseksi seitsikoksi ("Magnificent Seven"). Niiden osakekurssit ovat nousseet merkittävästi muita enemmän eli noin 75 % vuonna 2023 ja 45 % vuonna 2024. Kurssinousun myötä näiden osakkeiden arvostus P/E-luvulla mitattuna on noussut noin 30:een eli selvästi S&P 500 -yhtiöiden nykyistä mediaanitasoa (20) ja pitkän aikavälin keskiarvoaan (17) korkeammaksi (kuvio A, kohta b).¹⁷ Vaikka useimpien S&P 500 -yhtiöiden viimeaikaiset osaketuotot eivät ole yltäneet teknologiapainotteisen Nasdaq-indeksin 25 vuoden takaisten tuottojen tasolle, kehitystä kannattaa kuitenkin verrata dot.com-buumista saatuihin kokemuksiin. Kuten tuollakin jaksolla, jolloin markkinat saivat nostetta internetiin liittyvästä yleisestä innostuksesta, myös viime aikoina teknologiayritysten markkinakehitys on saanut pontta uuteen teknologiaan, kuten tekoälyyn (artificial intelligence, AI), liittyvästä voimakkaasta optimismista. Analytikkoarvioissa ja mediassa on siten tarkasteltu näiden jaksojen välisiä yhtäläisyyksiä ja eroja.¹⁸ Tätä taustaa vasten tässä kehikossa selitetään Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden vahvuuden taustatekijöitä tarkastelemalla markkinoiden rakenteen, tulosodotusten ja osakeriskipreemioiden vaikutusta.

Osakemarkkinoiden kokonaisarvo on nyt merkittävästi keskittyneempi kuin aikaisemmin – myös dot.com-kuplaan verrattuna. Siinä, missä dot.com-buumi koski lukuisia erittäin velkaantuneita pieniä startup-yrityksiä (joista monet eivät kuuluneet S&P 500 -indeksiin vaan Nasdaqiin), tekoälybuumi koskee erityisesti tuloskyvyltään ja kooltaan suurimpia S&P 500 -yhtiöitä. Nykyisillä markkinahinnoilla laskettuna suurenmoisen seitsikon osakkeet muodostavat noin kolmanneksen S&P 500 -indeksin koko markkina-arvosta, kun viisi vuotta sitten niiden osuus oli viidennes. Näiden yhtiöiden merkittävä vaikutus markkinaindeksin nykyiseen arvostustasoon ja kokonaismarkkina-arvoon on hyvin erilainen kuin dot.com-buumin aikaan, jolloin seitsemän suurinta yritystä muodostivat S&P 500 -indeksin markkina-

¹⁷ P/E-luku on suosittu osakkeen arvostuksen mittari, joka lasketaan jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella. Se voidaan tulkita hinnaksi, jonka sijoittaja maksaa tulosityksikköä kohden.

¹⁸ Ks. esimerkki kansainvälisten laitosten viimeaikaisista julkaisuista: M.J. Lombardi ja G. Pinter, "The valuations of tech stocks: dotcom redux?", *BIS Quarterly Review*, 16.9.2024.

arvosta vain 17 % – eli noin puolet nykyisestä osuudesta. Suurilla yhdysvaltalaisilla teknologia-yhtiöillä on myös enemmän markkinavoimaa ja korkeammat voittomarginaalit (noin 20 %) kuin keskimääräisellä yhdysvaltaisella IT-yhtiöllä 1990-luvun lopulla, jolloin voitot olivat 5–10 % liikevaihdosta. Lisäksi monista velkarahoituksella toimineista dot.com-startupeista poiketen suurenmoisen seitsikon yhtiöillä on runsaat käteisvarat ja mahdollisuus hankkia halpaa ulkoista rahoitusta, joten ne voivat sijoittaa tutkimus- ja kehitystoimintaan sekä ostaa pienempiä yrityksiä ja kilpailijoita.¹⁹ Alalle tulon esteet (kuten siruvalmistuksen ja pilvipalvelujen suuret kiinteät kustannukset sekä edelläkävijän etu kielimallien ja hakukoneiden kehittämisessä) auttavat näitä yhtiöitä ylläpitämään markkinaosuuttaan ja luomaan itselleen arvoa mahdollisesti muiden – pienempien – yritysten kustannuksella.

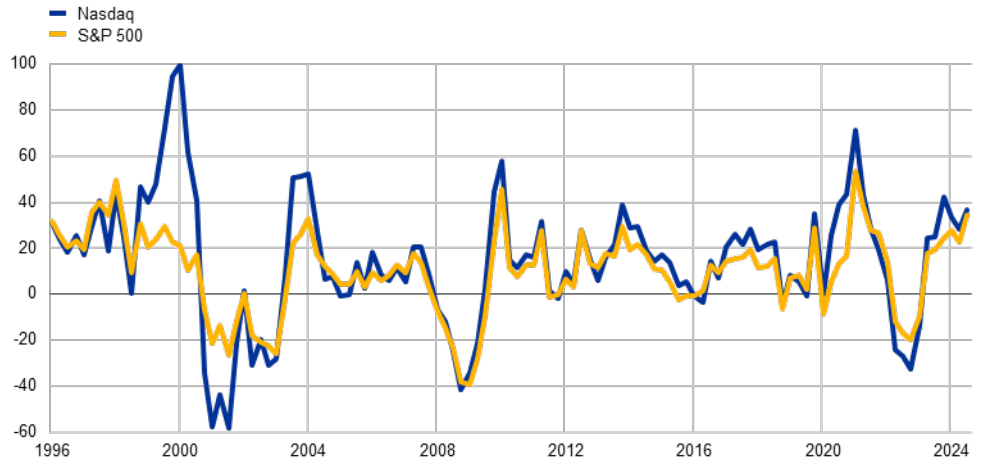
¹⁹ Suurenmoisen seitsikon yhtiöiden viimeaikaisissa viranomaisraporteissa on havaittu aiempaa useampia mainintoja tällaisiin yrityksiin liittyvistä fuusioista ja omistusjärjestelyistä.

Kuvio A

Osakkeiden tuotot ja P/E-luvut Yhdysvalloissa

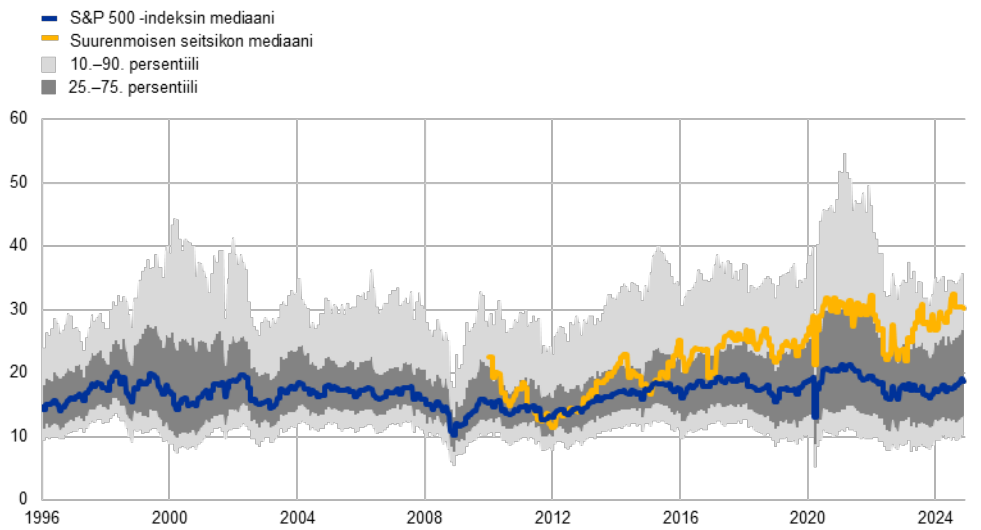
a) Osakkeiden tuotot

(prosenttia)



b) Tulosennusteisiin perustuvat P/E-luvut

(osakkeen hinnan ja osakekohtaisen tuloksen suhde)



Lähteet: Bloomberg, LSEG ja EKP:n laskelmat.

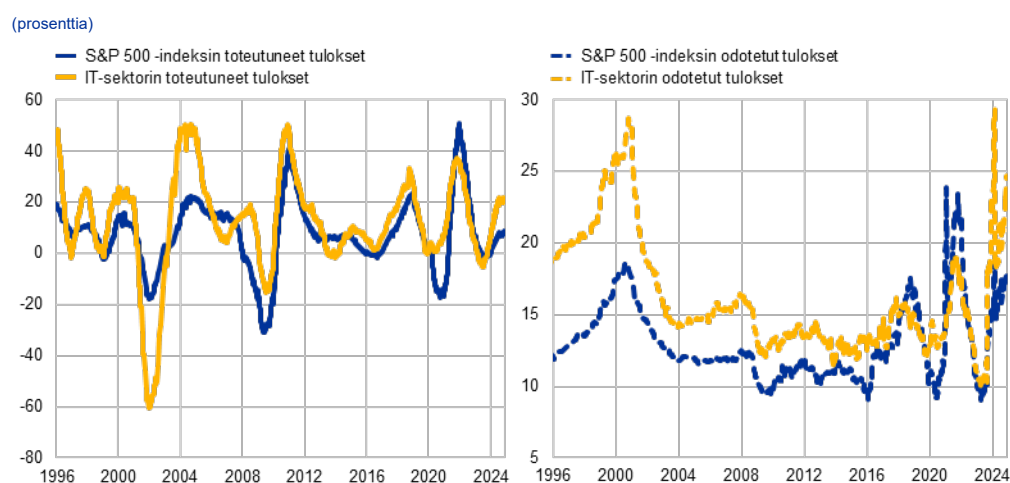
Huom. Kohdassa a viivat osoittavat S&P 500- ja Nasdaq-indeksien vuosituottoja (kunkin neljänneksen lopussa). Kohdassa b harmaat alueet osoittavat S&P 500 indeksin yritysten tulosennusteisiin perustuvia P/E-lukuja persentileihin jaoteltuina. Sininen viiva kuvaa S&P 500 -indeksin mediaania ja keltainen viiva suurenmoisen seitsikon mediaania viime vuosilta. Kohdan a tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä (neljännesvuotuiset tiedot). Kohdan b tuoreimmat havainnot ovat päivämäärältä 8.11.2024 (viikoittaiset tiedot).

Yhdysvaltojen teknologiasektorin vahvat tulosodotukset, jotka perustuvat tekoälyvallankumoukseen liittyviin tuottavuusparannuksiin, ovat nostaneet osakkeiden hintoja sektorilla. Suurenmoisen seitsikon yhtiöt ovat tehneet erittäin vahvaa tulosta viime vuosina, mikä on nostanut niihin kohdistuvia tuloskasvuodotuksia ja myötävaikuttanut niiden muita yrityksiä parempiin osaketuottoihin. Markkina-analyttikot odottavat S&P 500 -yhtiöiden tulosten kasvavan kaksinumeroista vauhtia sekä vuonna 2025 että 2026 eli selvästi pitkän aikavälin keskiarvoa enemmän (kuvio B). Tekoälyn mahdollistaman tuottavuuden paranemisen voi olettaa vaikuttaneen näiden odotusten muodostumiseen, sillä S&P

500 -yhtiöiden tulosraporteissa on entistä useammin ollut mainintoja tekoälystä.²⁰ Kuitenkin laajemman markkinan osalta noin 18 prosentin tuloskasvuvauhti, jollaista S&P 500 -indeksin yhtiöiltä odotetaan seuraavina vuosina, on toteutunut sängen harvoin. Esimerkiksi 2000-luvun dot.com-kuplan aikaan tulosodotukset olivat yhtä lailla korkeat, kun taas toteutuneet tulokset olivatkin aluksi vahvoja mutta sittemmin putosivat tuntuvasti. Lisäksi edellä mainittujen rakenteellisten tekijöiden takia on epävarmaa, missä määrin tekoälyn avulla saavutettavat tuottavuusparannukset koskevat koko yrityssektoria.

Kuvio B

S&P 500 -indeksin ja informaatioteknologiasektorin (IT) yritysten pitkän aikavälin osakekohtainen tuloskasvu ja toteutuneet tulokset



Lähteet: Lontoon pörssin (LSEG) kokoamat IBES-tiedot ja EKP:n laskelmat.
Huom. Pitkän aikavälin osakekohtaisella tuloskasvulla tarkoitetaan 3–5 vuoden jakson tuloskasvuodotusten mediaania. Toteutunut tuloskasvu on esitetty yhdeltä vuodelta. Tuoreimmat havainnot 29.11.2024 (viikoittaiset tiedot).

Mallipohjaisen analyysin mukaan myös riskinottohalukkuudella on merkittävä vaikutus Yhdysvaltojen osakekurssien nousuun, sillä osakeriskipreemiot ovat alimmillaan moneen vuoteen. Osinkojen diskonttausmalli kertoo S&P 500 -indeksistä ja IT-osakkeista, että sijoittajien riskinottohalukkuudella on ollut merkittävä vaikutus osakekurssien nousuun. Tämä trendi on ollut erityisen selvä vuodesta 2022 lähtien, jolloin arviot osakeriskipreemioista putosivat alimmilleen moneen vuoteen (kuvio C, kohta a). Osakeriskipreemioiden lasku ja vahva riskinottohalukkuus saattavat johtua eri tekijöistä, kuten onnistuneesta inflaation hillitsemisestä aiheuttamatta merkkejä taantumasta sekä häntäriskisuojan vaiheesta kysynnästä.²¹ Osakeriskipreemiot ovat olleet erityisen alhaisia IT-sektorilla, joka käsittää myös joitakin suurenmoisen seitsikon osakkeista. Vahvojen tuloskasvuodotusten ohella historiallisen alhaiset osakeriskipreemiot vaikuttivat keskeisesti Yhdysvaltojen osakekurssien vahvuuteen, joka ei taipunut edes korkojen noustessa voimakkaasti (kuvio C, kohta b). Sen jälkeen, kun Yhdysvaltojen keskuspankin avomarkkinakomitea (FOMC) julkaisi joulukuussa 2023 tiedotteen,

²⁰ Ks. esim. kuvio 19 julkaisussa "IMF Corporate Earnings Monitor", 17.7.2024.

²¹ Ks. osakemarkkinariskien laajempi kuvaus artikkelista "Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities", *Financial Stability Review*, EKP, toukokuu 2024, sekä *Financial Stability Review*, luku 2.2, marraskuu 2024.

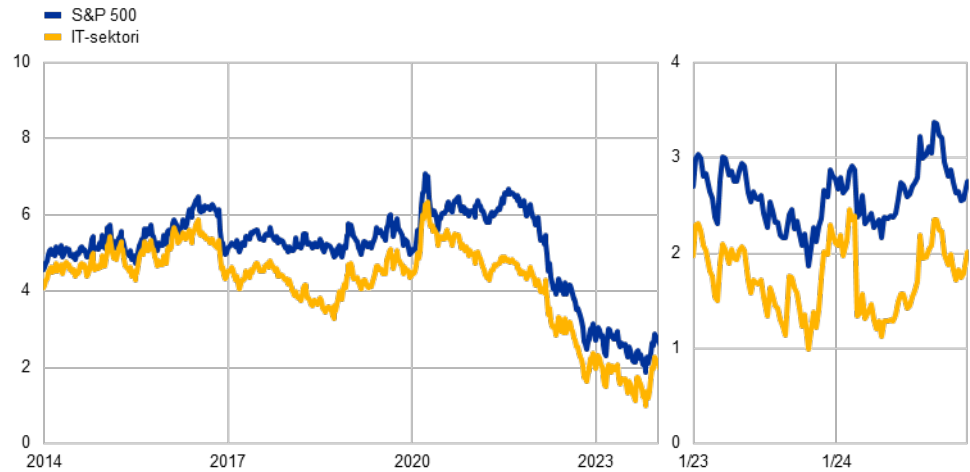
jonka katsottiin viittaavan rahapolitiikan linjauksen kääntymiseen löysempään suuntaan, korot ovat painaneet osakekurseja aiempaa vähemmän.

Kuvio C

Osakeriskipreemioiden vaikutus S&P 500 -osakkeiden ja IT-sektorin osakkeiden arvostukseen

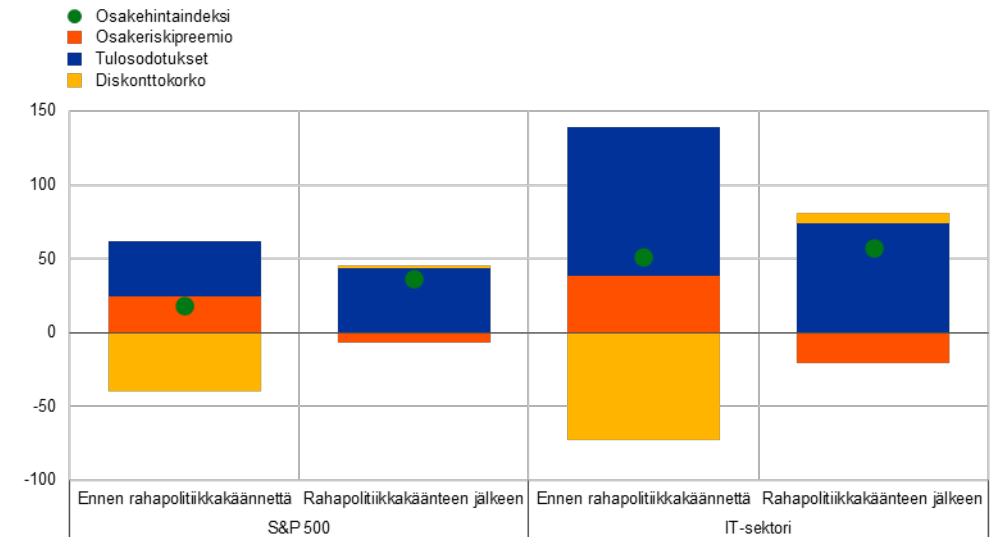
a) S&P 500 -indeksin ja sen IT-sektorin osakeriskipreemiot

(prosenttia)



b) Osaketuottojen mallipohjainen hajotelma vuodesta 2023 lähtien S&P 500 -indeksin ja sen IT-sektorin osalta

(prosenttia)



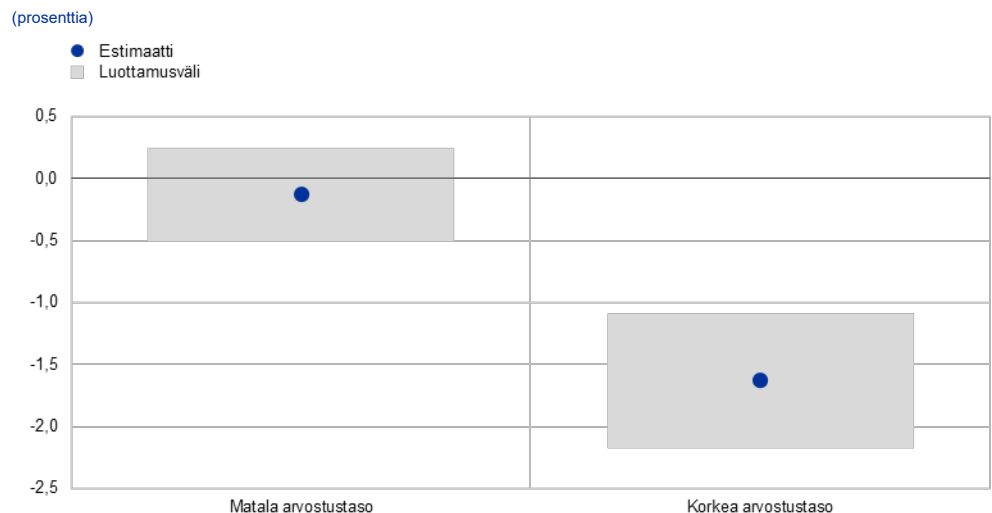
Lähteet: LSEG ja EKP:n laskelmat

Huom. Osakeriskipremio on johdettu osinkojen diskonttausmallista, joka on tyypillinen osakemarkkinoiden seurannassa ja osakeriskipreemion estimoinnissa käytetty osakkeiden arvonmääritysmalli. Osakeriskipreemion kasvu tarkoittaa osakkeiden omistamiseen liittyvän riskin korvauksena vaaditun tuoton kasvua, mikä voidaan tulkita riskinkarttamisen lisääntymiseksi. Vastaavasti osakeriskipreemion supistuminen voidaan tulkita riskinkarttamisen vähenemiseksi. Estimoidessamme tätä mallia IT-sektorille sovelsimme myös yleisindeksiä varten kehitettyä menetelmää, joka on kuvattu *Talouskatsauksen 4/2018* artikkelissa "Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area". Mallissa otetaan huomioon osakkeiden takaisinostot ja odotettu osinkojen kasvu kolmella eri aikavälillä sekä diskontataan tulevat kassavirrat vastaavan pituisilla koroilla. Ensimmäinen jakso ennen rahapolitiikkakäännettä tarkoittaa jaksoa tammikuusta 2023 FOMC:n joulukuun 2023 kokoukseen. Toinen jakso käänteen jälkeen tarkoittaa muutosta FOMC:n joulukuun 2023 kokouksesta tuoreimpiin havaintoihin. Tuoreimmat havainnot 29.11.2024 (viikoittaiset tiedot).

Korkeiden arvostusten ja markkinoiden merkittävän keskittyneisyyden myötä osakkeet ovat alttiina negatiivisille sokeille. Nykyisessä epävakaa geopoliittisen tilanteen ja kasvaneen velkaantuneisuuden leimaamassa ympäristössä, jossa tulevaan yleiseen talouskehitykseen ja erityisesti tekoälyyn perustuviin tuottavuusparannuksiin liittyy epävarmuutta, todennäköisyys markkinoiden riskinottohalukkuuden äkilliselle vähentymiselle saattaa olla tavanomaista suurempi. Malleihin perustuvan näytön mukaan esimerkiksi makrotaloudellisten näkymien heikkeneminen saattaa painaa osakemarkkinoiden hintoja keskimääräistä enemmän jaksolla, joilla arvostukset ovat korkeampia (kuvio D). Koska Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden arvostustaso on korkea ja keskittyneisyys merkittävä, tällaiset riskit saattavat nousta yhä merkittävämmiksi.²²

Kuvio D

Yhdysvaltalaisien osakkeiden arvostusten muutokset reaktiona negatiivisiin makrotaloudellisiin sokkeihin Yhdysvalloissa



Lähteet: SEG ja EKP:n laskelmat

Huom. Yhdysvaltalaisien osakkeiden hintojen impulssivasteet Yhdysvalloissa tapahtuviin makrotaloudellisiin sokkeihin eri arvostusmittareilla tarkasteltuna. Vasteet on estimoitu soveltamalla kynnyksarvopohjaisia lokaalien projektioiden menetelmiä päivähavaintoihin siten, että kontrollimuuttujana on Citi Economic Surprise -indeksi ja muutokset esitetään kumulatiivisesti viikon kuluttua. Yhdysvaltojen makrotaloudelliset sokit identifioidaan päivittäisellä BVAR-mallilla, joka on esitelty artikkelissa 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", EKP:n Working Paper -julkaisusarjan nro 2560, toukokuu 2021. Estimointijakso on heinäkuusta 2005 elokuuhun 2024.

²² Erityyppisten negatiivisten sokkien ja osakkeiden hinnanmuodostuksen yksityiskohtaisempi analyysi viittaa siihen, että vahvat tuloskasvuodotukset saattavat vaimentaa yllättävien riskinottohalukkuuden vähentymisten ja rahapolitiikkasokkien vaikutuksia osakekursseihin, ks. L. Chițu, M. Grothe, T. Schulze ja I. Van Robays, "Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel", EKP:n Working Paper -julkaisusarjan nro 2860, 2023. Vastaavasti odotettuun tuloskasvuun perustuvat korkeat osakkeiden arvostukset eivät todennäköisesti ole niin alttiita rahapolitiikkasokeille, mutta epäedulliset makrotaloudelliset sokit voivat kuitenkin vaikuttaa niihin.

2. Päästökauppajärjestelmän vaikutukset investointeihin Euroopassa lyhyellä aikavälillä

Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino ja Vasileios Kostakis

Tässä kehiössä tarkastellaan EU:n päästökauppajärjestelmän (EU ETS) vaikutuksia investointeihin Euroopassa ja testataan empiirisesti hiilen hinnoittelun vaikutusta kansainvälisiin ja kotimaisiin investointivirtoihin.

EU:n päästökauppajärjestelmä on vähentänyt kasvihuonekaasupäästöjä ja siten tuonut pitkäaikaisia hyötyjä ympäristölle sekä Euroopan taloudelle ja energiaomavaraisuudelle. Empiirinen näyttö pitkäaikaisista hyödyistä viittaa myös siihen, että päästökauppajärjestelmä tuottaa yritysten tuotannon hiili-intensiteetin vähentämiseen tähtääviä vihreitä investointeja.²³ Vaihtoehtoisin politiikkavälineisiin verrattuna hiilen hinnoittelun on osoitettu olevan tehokas mekanismi luomaan kannustimia vähähiilisten teknologioiden omaksumiseen.²⁴ Siten päästökauppajärjestelmällä on keskeinen asema pyrittäessä parantamaan Euroopan riippumattomuutta fossiilisista polttoaineista.

Investointeihin lyhyellä aikavälillä kohdistunut vaikutus ei kuitenkaan ole yksioikoisen selvä.

Ympäristöhyötyjen kustannuksena saattaa olla investointien vähentyminen, sillä hiilen hinnoittelu toimii kuin yrityksiltä kerättävä energiavero.²⁵ Lisäksi se saattaa ohjata investointeja maihin, joiden lainsäädännössä hiilipäästöjä ei ole rajoitettu vastaavasti hinnoittelun tai verotuksen keinoin – tätä kutsutaan ”hiilivuodoksi”. Toisaalta hiilen hinnoittelun avulla voidaan luoda yrityksille kannustimia investoida vihreisiin teknologioihin, kun päästökauppajärjestelmän tuottoja kanavoidaan vihreiden investointien tukemiseen erilaisista EU:n ohjelmista, kuten innovaatorahastosta, modernisaatorahastosta sekä elpymis- ja palautumistukivälineen (RRF) REPowerEU-osasta. Koska vaikutuksesta investointeihin ei vielä ole täyttä yksimielisyyttä, selvitys näiden vastakkaisten voimien tähänastisista suhteista auttaisi hienosäätämään ympäristöpolitiikkaa hiilivuodon riskin rajoittamiseksi ja ympäristölle mahdollisesti koituvien kustannusten vähentämiseksi.

Seuraavassa analyysissä tarkastellaan hiilen hinnan muutosten vaikutusta kansainvälisiin ja Euroopan sisäisiin investointivirtoihin.

Analyyssissä estimoidaan hiilen hintasokkien vaikutusta uusiin suoriin ulkomaisiin investointeihin ja kiinteän pääoman bruttomuodostukseen ajan mittaan sekä maa- että sektoritasolla. Hiilen hintasokkien tunnistamiseksi päästöoikeuksia koskevien futuurisopimusten hintojen muutoksia ajankohtina, jolloin päästökauppaa koskevaa

²³ Ks. J. Colmer, R. Martin, M. Muuls ja U. J. Wagner, ”Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System”, *The Review of Economic Studies*, toukokuu 2024

²⁴ Ks. Anderson ym., ”Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands”, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, nro 108, huhtikuu 2021.

²⁵ Ks. veropohjaisten hiilisiirtymäpolitiikkojen makrotaloudellisista vaikutuksista *Talouskatsauksen 5/2023* artikkeli ”[The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#)” ja D. R. Känzig, ”[The unequal economic consequences of carbon pricing](#)”, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, nro 31221, toukokuu 2023.

sääntelyä on muutettu, käytetään instrumenttina vektoriautoregressiomallissa kuin muuttuja/tekijä?).²⁶ On huomattava, että analyysi painottuu hiilen hinnoitteluun liittyviin lyhyen aikavälin kustannuksiin, kun taas puhtaamman energian käytön ja fossiilipolttoaineriippuvuuden vähenemisen pitkäaikaiset hyödyt jäävät tämän kehikon aihepiirin ulkopuolelle.²⁷ Otos kattaa vuodet 2003–2019, alkaen päästökauppajärjestelmän käyttöönottoa koskevasta ilmoituksesta ja päättyen käyttöönoton kolmannen vaiheen loppuun. Analyysistä on jätetty pois pandemiajakso, johon ajoittuu muita voimakkaita ja analyysia potentiaalisesti sotkevia sokkeja, mutta se sisältää hiilen hintasokit, joita aiheuttivat vuonna 2019 annetut ilmoitukset päästökauppajärjestelmän tulevista muutoksista.

Empiirinen analyysi viittaa siihen, että uusien suorien sijoitusten virrat

Euroopassa hiipuvat tilapäisesti, kun hiilen hinta nousee. Hiilen hintasokkia, joka on normalisoitu vastaamaan 1 prosentin nousua tuottajahintaindeksin energiaerässä – hiilifutuuriin hinnoissa tämä vastaa 25 prosentin nousua – seuraa merkittävä kasvu uusien suorien ulkomaisten sijoitusten virroissa Euroopasta muihin maihin (kuvio A, kohta a).²⁸ Lisäksi Euroopan ulkopuolisten maiden väliset suorat ulkomaiset sijoitukset kasvavat vuoden kuluttua. Vastaavasti Eurooppaan kohdistuvien uusien suorien ulkomaisten sijoitusten virrat sekä Euroopasta että sen ulkopuolelta supistuvat, ja Euroopan sisäiset virrat jatkavat supistumistaan myös keskipitkällä aikavälillä (kuvio A, kohta b). Kaiken kaikkiaan nämä vaikutukset viittaavat siihen, että hiilen hinnan nousu saattaa väliaikaisesti ohjata varoja pois Euroopasta.²⁹

²⁶ Ks. edellä mainittu D. R. Känzigin artikkeli.

²⁷ On näyttöä siitä, että päästökauppajärjestelmän käyttöönotto käynnisti investointeja, joiden tavoitteena oli vähentää yritysten hiilidioksidipäästöjä pitkällä aikavälillä vahingoittamatta niiden taloudellista toimeliaisuutta. Ks. edellä mainittu Andersonin ym. artikkeli.

²⁸ Sokin suuruus ja etumerkki on määritetty käyttämällä vektoriautoregressiomallissa instrumenttimuuttujia. Se on skaalattu siten, että tuloksille saadaan välittömästi numeerinen arvo. Skaalaus kuitenkin tekee sokista verrattain suuren suhteessa aiempien päästökauppajärjestelmän muutosten aiheuttamaan hiilifutuuriin keskimääräiseen hinnanmuutokseen. Siten voidaan olettaa, että todelliset aiemmat vaikutukset suoriin ulkomaisiin sijoituksiin ja kotimaisiin investointeihin ovat olleet huomattavasti pienempiä.

²⁹ Ks. J. Böning, V. Di Nino ja T. Folger, "Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?", *EKP:n blogi*, 1.6.2023 ja J. Böning, V. Di Nino ja T. Folger, "Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design", *EKP:n Working Paper - julkaisusarjan nro 2764*, tammikuu 2023.

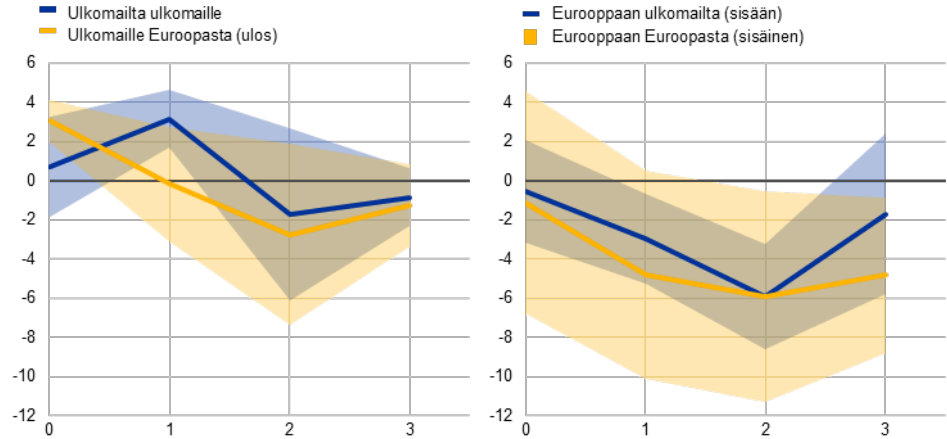
Kuvio A

Hiilen hintasokin vaikutus globaaleihin suoriin ulkomaisiin uusperustantainvestointeihin

a) Hiilen hintasokin vaikutus suoriin ulkomaisiin investointeihin ulkomailla

b) Hiilen hintasokin vaikutus suoriin ulkomaisiin investointeihin Euroopassa

(y-akseli: prosenttimuutokset; x-akseli: vuotta vaikutuksen jälkeen) (y-akseli: prosenttimuutokset; x-akseli: vuotta vaikutuksen jälkeen)



Lähteet: Eurostat, FT fDi Intelligence ja EKP:n laskelmat.

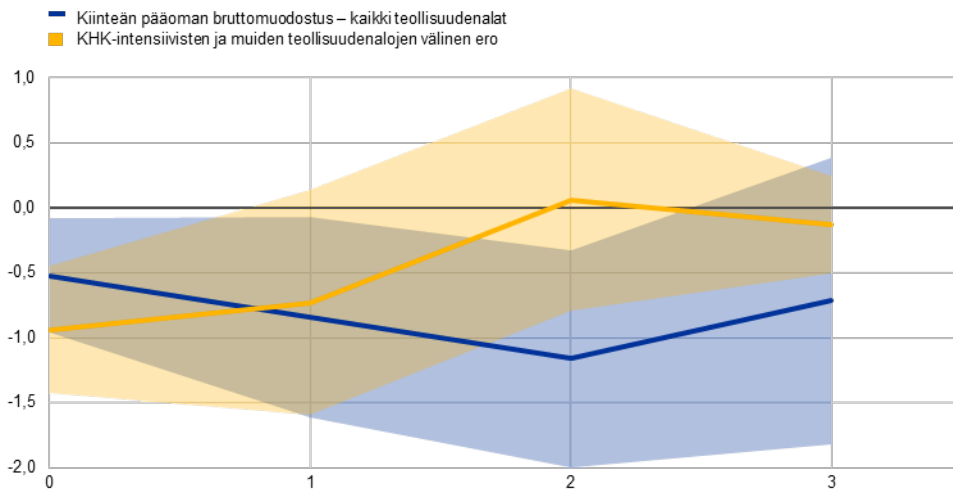
Huom. "Ulkomaat" tarkoittaa Euroopan ulkopuolisia maita. Kuvio osoittaa 1 prosentin suuruisen energian tuottajahintaindeksin nousun aiheuttavan hiilipäästösokin estimoidun vaikutuksen ilmoitettuihin suoriin ulkomaisiin uusperustantainvestointeihin. Otos kattaa vuodet 2003–2019. Koska päästökauppajärjestelmä aloitti toimintansa vuonna 2005, pidennetty aikasarja ei vaikuta tuloksiin merkittävästi. Määrittely perustuu yhtälöön $\Delta_t Y_{i,t+h} = \alpha_i^h + \beta_h S_t + \Xi_h X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t+h}$, jossa $Y_{i,t+h}$ on selitettävä muuttuja ajankohtana h maiden i ja j välillä, ja yhtälö $X_{i,t-1}$ käsittää joukon makrotaloudellisia kontrollimuuttujia, selitettävä viipeellinen muuttuja mukaan lukien. Yhtenäiset viivat kuvaavat estimoituja impulssivasteita ja varjostetut alueet 90 prosentin luottamusvälejä, jotka perustuvat Driscoll-Kraayn keskivirheisiin, jotka ovat robusteja sarjakorrelaation ja poikkileikkauksellisen riippuvuuden suhteen.

Euroopan kotimarkkinakysyntään näyttää niin ikään kohdistuvan epäsuotuisaa vaikutusta. Hiilen hintasokki, joka nostaa energian tuottajahintaindeksiä yhden prosentin, johtaa EU:ssa kiinteän pääoman bruttomuodostuksen supistumiseen 0,5 prosentilla ensimmäisenä vuonna ja kumulatiivisesti yli 1 prosentilla kahden vuoden päästä (kuvio B). On kuitenkin huomattava, että näihin estimaatteihin liittyy suurta epävarmuutta. Supistuminen johtuu siitä, että hiilipäästöjen hinnan nousu toimii yritysten kannalta kuin tuotantovero, joka heikentää yleistä talouskasvua ja jonka vaikutus on voimakkaampi kuin investoinneilla, joilla yritykset siirtävät tuotantoprosessejaan vihreiden energialähteiden varaan.

Kuvio B

Hiilidioksidin hintasokin vaikutus kiinteän pääoman bruttomuodostukseen EU:ssa

(y-akseli: prosenttimuutokset; x-akseli: vuotta vaikutuksen jälkeen)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. "KHK" tarkoittaa kasvihuonekaasua. Kuvio osoittaa 1 prosentin suuruisen energian tuottajahintaindeksin nousun aiheuttavan hiilen hintasokin estimoidun vaikutuksen. Spesifikaatio on sama kuin kuvion A selosteessa. Kasvihuonekaasuintensiivisinä toimialoina pidetään niitä, joiden päästöt (suhteessa arvonlisäykseen) ovat mediaania korkeammat.

Hiili-intensiiviset sektorit ovat hiilen hintasokista voimakkaimmin kärsiviä teollisuudenaloja.³⁰ Kokonaisinvestointien supistuminen liittyy pääasiassa

rakentamiseen, kuljetukseen ja tehdasteollisuuteen (kuvio C). Vaikka kaivostoiminta ja louhinta ovat hyvin hiili-intensiivisiä toimintoja, hiilen hintasokit eivät kuitenkaan ole vaikuttaneet niihin merkittävästi. Tämä johtuu mitä todennäköisimmin ilmaisten päästöoikeuksien jakamisesta tälle sektorille.³¹

Näitä havaintojen rinnalla on syytä tarkastella muita tutkimuksia, joiden mukaan päästökauppa ei ole heikentänyt talouskasvua eikä johtanut merkittävään hiilivuotoon.³² Itse asiassa päästökaupan ansiosta saavutettujen

hiilipäästövähennysten katsotaan pitkälti johtuvan aidosta päästöjen vähennyksistä eikä tuotannon siirtymisestä alueille, joilla sovelletaan löyempää ympäristösääntelyä. Esimerkit Euroopasta osoittavat myös, että kun hiilen hinnoittelun lisäksi suunnataan mittavaa (tms) julkista tukea edistyneille teknologioille, nämä toimet voivat vahvistaa toinen toistaan ja tehdä hiilipäästövähennyksistä kannattavan investointikohteen.³³

³⁰ Päästöintensiivisiä teollisuudenaloja ovat NACE-toimialaluokituksen kahden numeron tasolla olevat toimialat, joiden kasvihuonepäästöt (suhteessa arvonlisäykseen) ovat mediaania suuremmat.

³¹ Ks. samankaltaiset tulokset artikkelissa A. Matzner ja L. Steiniger, "Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2958, heinäkuu 2024.

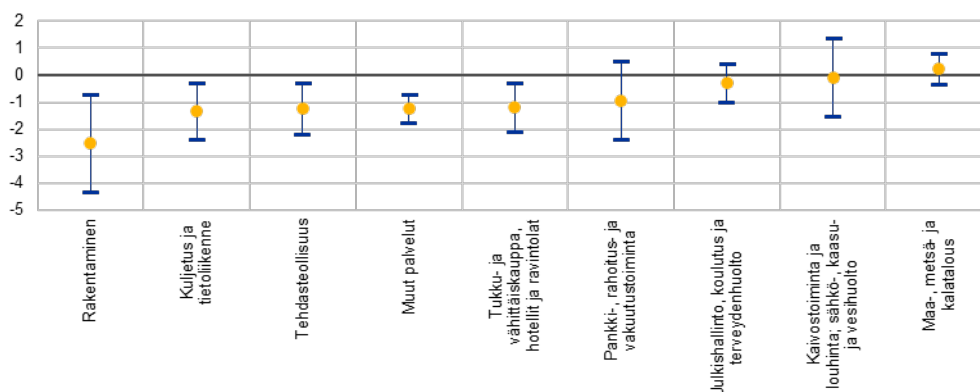
³² Ks. edellä mainittu Colmerin ym. artikkeli, jossa todetaan Ranskan hallinnollisten tietojen analyysin pohjalta, että Euroopan päästökauppajärjestelmän aiheuttamasta hiilivuodosta ei ole näyttöä järjestelmän kahden ensimmäisen vaiheen ajalta.

³³ Ks. edellä mainittu Andersonin ym. artikkeli.

Kuvio C

Hiilidioksidin hintasokin vaikutus kiinteän pääoman bruttomuodostukseen EU:ssa sektoreittain

(prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Janat kuvaavat vaikutusta kullakin sektorilla. Luokittelu perustuu Känzigin ym. edellä mainitussa artikkelissa esittelemään metodologiaan, jota on sovellettu myös Matznerin ja Steinigerin edellä mainitussa artikkelissa. Regressioanalyysi on kuvattu kuvion A selosteessa.

Analyysi viittaa siihen, että korkea hiilen hinta on saattanut tilapäisesti heikentää kotimaisia investointeja ja ohjata globaaleja suoria ulkomaisia sijoituksia pois Euroopasta mutta pidemmän aikavälin hyödyt voivat suurelta osin kompensoida näitä lyhytaikaisia haittavaikutuksia.³⁴ On tarpeen tehdä kattavampaa analyysia myös pitkän aikavälin hyödyistä, jotka liittyvät fossiilisista polttoaineista riippumattomuuden saavuttamiseen sekä Euroopan energiaomavaraisuuden parantamiseen. Samaan aikaan, kun Euroopan komissio on kiristänyt sektorien kattavuutta ja päästöoikeuskiintiöitä, se on myös ottanut käyttöön hiilirajamekanismin (CBAM). Se suojelee osaltaan eurooppalaisia yrityksiä epäreilulta ulkomaiselta kilpailulta ja pyrkii takaamaan tasapuoliset toimintaedellytykset veloittamalla Euroopan unioniin kohdistuvalta tuonnilta ulkomaisten tuotantoprosessien aiheuttamia päästöjä vastaavia maksuja.³⁵ Yhdessä parhaillaan neuvoteltavien täydentävien politiikkojen kanssa se ylläpitää Euroopan tulevaa tuotantokapasiteettia ja ulkomaista kilpailukykyä.³⁶

³⁴ Investointeihin ja suorien ulkomaisten uusperustantainvestointien virtoihin kohdistuvat vaikutukset ovat mittavia mutta sopusoinnissa nykyisen tutkimuskirjallisuuden kanssa, jossa tämän kehikon tavoin otetaan huomioon päästökauppajärjestelmän kolmannen vaiheen aikana julkistetut, neljännessä vaiheessa voimaan tulevat sääntelymuutokset. Esimerkkejä tällaisista julkistuksista ovat huutokauppa-asetuksen muutos ja jaksolla annettu delegoitu päätös hiilivuotoluettelosta vuoksiksi 2021–2030.

³⁵ Ks. lisätietoja [CBAM:n verkkosivustosta](#).

³⁶ Ks. G. Bijnens, C. Duprex ja J. Hutchinson, ”Obstacles to the greening of energy-intensive industries.” *EKP:n blogi*, 17.9.2024.

3. Millaisia taloudellisia signaaleja epävarmuuden mittareista saadaan?

Malin Andersson, Alina Bobasu ja Roberto A. De Santis

Vaikka epävarmuudella on huomattava merkitys monissa taloudellisissa päätöksissä, sitä ei voida mitata suoraan, joten sen vaikutuksen täsmällinen määrittäminen on vaikeaa. Kun epävarmuus on suurta, kotitaloudet ja yritykset voivat lykätä tai perua kulutus- ja investointisuunnitelmiaan, mikä puolestaan heikentää talouden kasvua.³⁷ Koska epävarmuutta ei voida havaita suoraan, tässä kehikossa arvioidaan erilaisten välillisten mittarien viimeaikaisia signaaleja ja luokitellaan nämä mittarit yhtäältä lyhyen aikavälin taloustilanteeseen liittyviin ja toisaalta pidemmän aikavälin talouspoliikkaan liittyviin mittareihin. Arvioimme lisäksi näiden mittarien merkitystä keskeisten makrotaloudellisten muuttujien kannalta.

Lyhyen aikavälin taloustilannetta koskevaa epävarmuutta seurataan tavallisesti useilla tilastollisilla, kyselytutkimuksiin perustuvilla ja rahoitusmarkkinoita koskevilla indikaattoreilla. Yksi keskeinen euroaluetta koskeva mittari on Juradon ym. kehittämä makrotaloudellisen epävarmuuden indeksi, jossa epävarmuus on määritelty laajan taloudellisen indikaattorijoukon kolme kuukautta eteenpäin katsovien ennustevirheiden volatiliiteetiksi.³⁸ Toinen sijaismuuttuja on Consensus Economicsin keräämien ennustelaitosten ennusteiden epäyhtenäisyys, joka koostuu yhden vuoden eteenpäin katsovan BKT:n määrän, teollisuustuotannon, yksityisen kulutuksen ja yksityisten investointien kasvun sekä pitkien korkojen ennusteiden hajonnasta. Euroopan komission kyselypohjainen taloudellisen epävarmuuden mittari puolestaan kuvastaa liiketoimintajohtajien ja kuluttajien vaikeuksia liiketoiminnan ja kotitalouksien taloustilanteen ennakoimisessa. Lisäksi systeemistä stressiä mitataan EKP:n kehittämällä CISS-indikaattorilla, joka on koostettu rahoitusjärjestelmän useita eri osa-alueita kuvaavista markkinamuuttujista.

Myös pidemmän aikavälin politiikkakysymyksiin liittyvää epävarmuutta mitataan. Yksi tällainen mittari on uutisiin perustuva euroaluetta koskeva Economic Policy Uncertainty -indeksi, joka seuraa talouspoliittiseen epävarmuuteen liittyvien avainsanojen esiintymistiheyttä sanomalehdissä. Kolme muuta tekstipohjaista indikaattoria kuvaa geopolitiikkaan, ulkomaankauppaan ja ilmastopolitiikkaan liittyvää epävarmuutta.³⁹

³⁷ Tietyt epävarmuuden lajit, kuten viimeaikaiseen tekoölybuumiin liittyvä epävarmuus, saattavat myös lisätä investointeja ja talouskasvua (ks. S. C. Ludvigson, S. Ma ja S. Ng, "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, nro 4, 2021, s. 369–410).

³⁸ Ks. K. Jurado, S. C. Ludvigson ja S. Ng, "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, nro 3, 2015, s. 1177–1216 ja C. Scotti, "Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, s. 1–19.

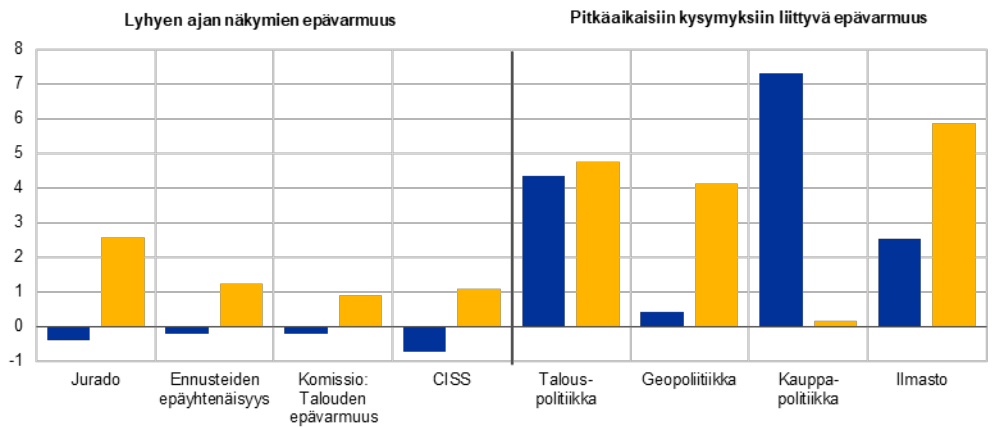
³⁹ Ks. lisätietoa indikaattorissa käytetystä metodologiasta artikkelista S. R. Baker, N. Bloom ja S. J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, nro 4, 2016, s. 1593–1636 ja K. Gavriilidis, "Measuring Climate Policy Uncertainty", University of Stirling, toukokuu 2021.

Lyhyen aikavälin taloustilannetta kuvaavat mittarit osoittavat tällä hetkellä verrattain vähäistä epävarmuutta, kun taas pidemmän aikavälin politiikkaepävarmuuteen liittyvät mittarit ovat korkeammalla tasolla (kuvio A). Kaikki nämä mittarit nousivat viime aikojen huippulukemiin Venäjän hyökättyä Ukrainaan, mutta sen jälkeen lyhyen horisontin epävarmuutta kuvaavat mittarit ovat palautuneet historiallisille keskiarvotasoilleen.⁴⁰ Sitä vastoin useimmat politiikkaan liittyvät epävarmuuden mittarit ovat edelleen merkittävästi historiallista keskiarvoaan korkeammalla, mikä kuvastaa nykyistä poliittista polarisaatiota, tulevaa sääntelyä ja globaalia energiasiirtymää.⁴¹

Kuvio A Epävarmuuden mittareita

(standardoitu, muutokset prosenttiyksikköinä)

■ Tuoreimmat havainnot
■ Maaliskuu 2022



Lähteet: Jurado ym.,¹⁾ Consensus Economics, Euroopan komissio, Baker ym.,²⁾ Caldara ym.,³⁾ Caldara ym.,⁴⁾ Gavriilidis,⁵⁾ ja EKP:n laskelmat.

Huom. Aikasarjat on standardoitu jaksolle 1999–2019 pois lukien Euroopan komission taloudellista epävarmuutta kuvaava aikasarja, joka on käytettävissä olevan otoksen rajallisuuden takia standardoitu jaksolle huhtikuusta 2019 syyskuuhun 2024. Talouspolitiikan epävarmuus tarkoittaa Saksan, Ranskan, Italian ja Espanjan standardoitujen maakohtaisten mittarien painotettua keskiarvoa. Tuoreimmat havainnot Juradon indikaattorista ja ilmastoepävarmuudesta ovat syyskuulta 2024, ennusteiden epäyttenäisyydestä lokaakuulta 2024 ja Euroopan komission taloudellisen epävarmuuden indikaattorista, CISS-indikaattorista, talouspolitiikan epävarmuudesta, geopolittisesta riskistä ja ulkomaankauppapolitiikasta marraskuulta 2024.

1) Ks. K. Jurado, S. C. Ludvigson ja S. Ng, "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, nro 3, maaliskuu 2015.

2) S. R. Baker, R. Bloom ja S. J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty", *Working Papers* nro 21633, National Bureau of Economic Research, lokakuu 2015.

3) D. Caldara ja M. Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, vol. 112, nro 4, 2021, s. 1194–1225.

4) D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino ja A. Raffo, "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", *International Finance Discussion Papers*, nro 1256, syyskuu 2019.

5) K. Gavriilidis, "Measuring Climate Policy Uncertainty", University of Stirling, toukokuu 2021.

Myös tulospuheluista johdettu riski-indeksi viittaa siihen, että moniin edellä mainittuihin epävarmuustekijöihin liittyvä koettu riski on laskenut kevään 2022 huipputasoltaan mutta pysynyt kuitenkin pandemiaa edeltänyttä tasoaan korkeampana.⁴² indeksi mittaa tiettyjen riskien esiintymistiheyttä prosenttiosuutena kaikista euroalueen listayhtiöiden tulospuheluissa mainituista riskeistä.⁴³ Vaikka näitä

⁴⁰ Ks. *Talouksatsauksen 4/2022* kehikko "Venäjän sotatoimien vaikutus euroalueen talouteen epävarmuuden lisääntymisen kautta".

⁴¹ Talouspolitiikkaan liittyvä epävarmuus on ollut erityisen suurta Saksassa ja Ranskassa.

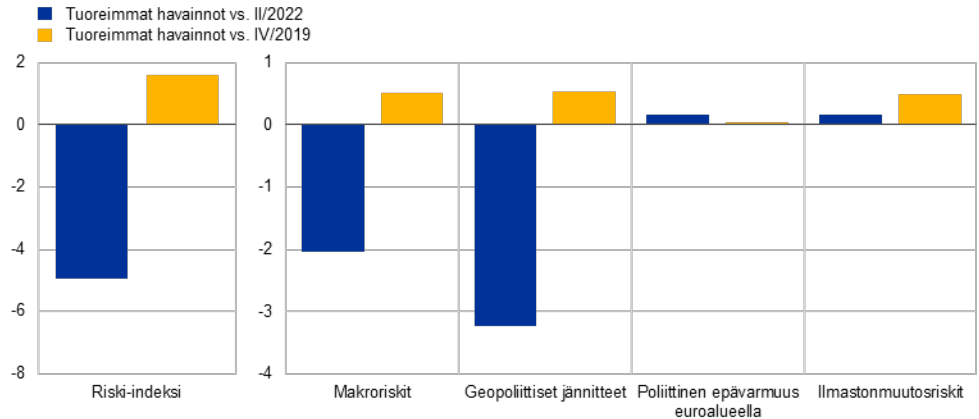
⁴² Vaikka "epävarmuuden" ja "riskin" mittarit liikkuvat samansuuntaisesti, ne kuitenkin eroavat toisistaan siinä mielessä, että epävarmuutta esiintyy, kun kehityksen ennustamisessa tarvittavaa tietoa on käytettävissä liian vähän tai ei lainkaan, kun taas riski liittyy tietyn taloudellisen toteuman todennäköisyyteen.

⁴³ Ks. lisätietoa käytetystä menetelmästä *Talouksatsauksen 4/2022* kehikosta "Tulospuhelut: mitä yritysten riskikokemuksista ja tunnelmista voidaan oppia?".

riskejä ei voida täsmällisesti kohdistaa edellä esitettyihin epävarmuuden luokkiin, riski-indeksi vahvistaa havainnon, että useita epävarmuustekijöitä koskeva koettu riski on vähentynyt tuntuvasti kevään 2022 huipputasoltaan. Samaan aikaan geopoliittisiin jännitteisiin ja ilmastoon liittyvät huolet ovat edelleen koholla.

Kuvio B Tulospuheluista johdettu riski-indeksi

(prosenttiosuus kaikista mainituista riskeistä, muutokset prosenttiyksikkönä)



Lähteet: NL Analytics ja EKP:n laskelmat.

Huom. "Makroriskit" tarkoittavat viittauksia toimitusketjun häiriöihin ja rahoitusoloihin; "geopoliittiset jännitteet" viittaavat Ukrainan ja Lähi-Idän jännitteisiin; "poliittinen epävarmuus euroalueella" viittaa poliittiseen riskiin koko euroalueella tai sen yksittäisissä maissa ja "ilmastonmuutosriskit" tarkoittavat viittauksia "hiilidioksidin", "ilmastoon" tai "politiikkaan". Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä.

Epävarmuuden kasvu liittyy tyypillisesti heikompaan BKT:n määrän kasvuun, ja sillä on voimakkaampi epäedullinen vaikutus yritysten investointeihin kuin kulutukseen (kuvio C). Epävarmuuden kasvun vaikutusten selvittämiseksi estimoitiin bayesilaiset vektoriautoregressiomallit (BVAR) ajanjaksolle vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2024 toiseen neljännekseen.⁴⁴ Mallien muuttujia ovat BKT:n määrä, yksityinen kulutus ja yritysten investoinnit, BKT:n deflaattori ja yksi epävarmuuden (riskin) mittari kerrallaan.⁴⁵ Tulokset viittaavat siihen, että jokaisen mittarin osalta geopoliittista riskiä lukuun ottamatta epävarmuuden lisääntyminen kytkeytyy supistuvaan BKT:n määrään, yksityiseen kulutukseen ja erityisesti yritysten investointeihin, jotka vähenevät merkittävästi kulutusta voimakkaammin.⁴⁶

⁴⁴ Estimaattia on oikaistu Lenzan ja Primicerin (2022) menetelmällä koronapandemiasta johtuneiden ainutlaatuisien taloudellisten häiriöiden huomioon ottamiseksi (ks. 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).

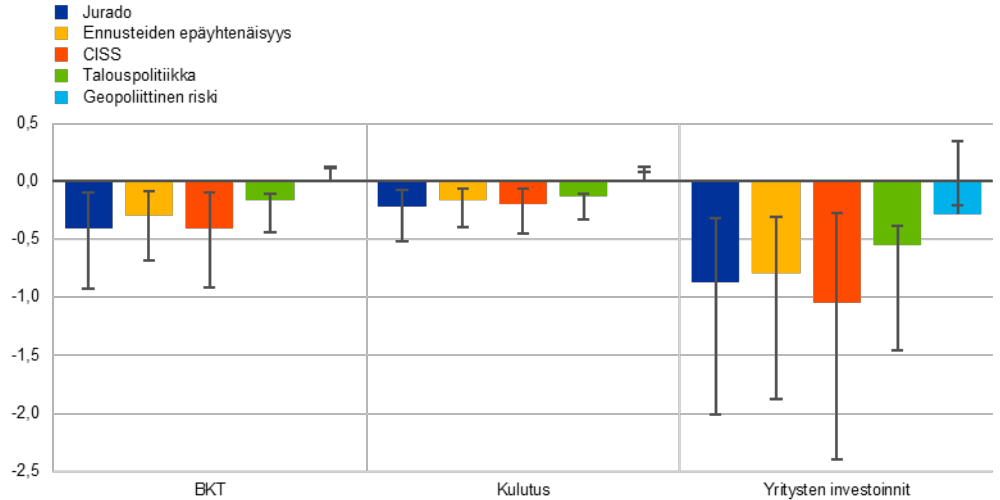
⁴⁵ Koska ulkomaankauppan ja ilmastoon liittyvän epävarmuuden mittarit koskevat erityisiä aihealueita, jotka ovat välittömästi alttiita ulkomaankaupan ja ympäristöpolitiikan muutoksille, tässä kehikossa ei tarkastella niiden laajempaa merkitystä talouskasvun kannalta. Myöskään riski-indeksiä ei ole sisällytetty empiiriseen selvitykseen, koska sen otosjakso on lyhyt.

⁴⁶ Ks. myös R.A. De Santis ja W. Van der Veken, "Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarjan nro 2727, 2022 ja A. Bobasu, L. Quaglietti ja M. Ricci, "Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area", *IMF Economic Review*, Kansainvälinen valuuttarahasto, vol. 72, nro 2, 2024, s. 820–857.

Kuvio C

Epävarmuuden mittarien nousun vaikutus

(prosentuaalinen poikkeama trendistä)



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. BVAR-mallien muuttujia ovat BKT:n määrä, kulutus, yritysten investoinnit, BKT:n deflaattori ja yksi epävarmuuden (riskin) mittari kerrallaan. Mallit on estimoitu neljännesvuotuisille jaksoille vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2024 toiseen neljännekseen; identifikaatiossa on käytetty Cholesky-järjestelyä siten, että epävarmuuden mittari on järjestetty ensimmäiseksi. Tulokset ovat kuitenkin robusteja myös tarkasteltaessa talouskasvuun kohdistuvaa negatiivisia vaikutuksia, kun epävarmuuden mittari on järjestetty viimeiseksi. Epävarmuuden kasvu kuvaa yhden keskihajonnan suuruisia nousua epävarmuuden mittarissa. Kuviossa ilmoitetut tulokset viittaavat vaikutuksiin neljän vuosineljänneksen kuluttua. Janat kuvaavat 68 prosentin luottamusvälejä.

Lyhyen aikavälin talustilannetta koskeva epävarmuus ei näytä tähän saakka vaikuttaneen kovin voimakkaasti talouskasvuun; pitkän aikavälin politiikkakysymyksiä koskeva epävarmuus kuitenkin jatkuu merkittävänä.

Vaikka lyhyen aikavälin taloudellisista indikaattoreista johdettu epävarmuus on viime aikoina pysynyt maltillisena aikaisempiin huipputasoihin nähden, talouspolitiikkaan liittyvän epävarmuuden arvioidaan pysyvän koholla, sillä kotimaiseen politiikkaan liittyy pitkäaikaisia ja jatkuvasti eläviä avoimia kysymyksiä. Näin ollen politiikkakysymyksiin liittyvän epävarmuuden odotetaan heikentävän seuraavilla vuosineljänneksillä talouskasvua ja erityisesti yritysten investointeja.

4. Mikä selittää kotitalouksien korkean säästämisasteen euroalueella?

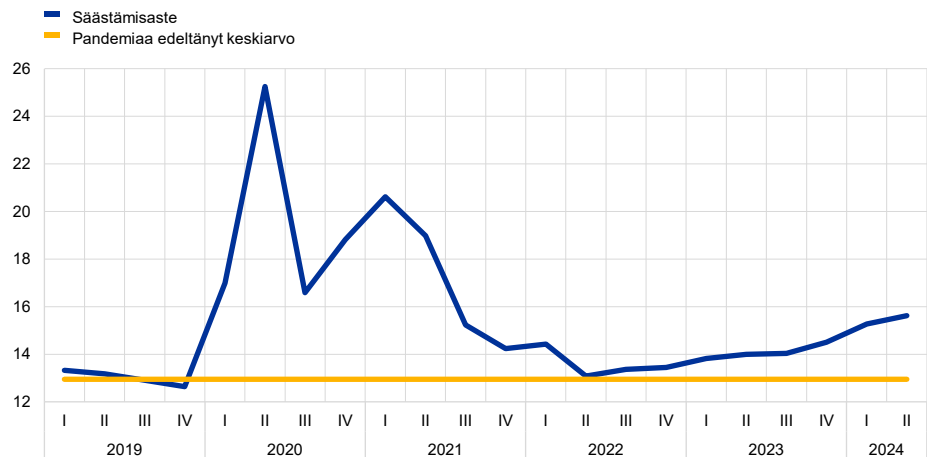
Alina Bobasu, Johannes Gareis ja Grigor Stoevsky

Euroalueen kotitalouksien säästämisaste nousi vahvasti pandemian aikana vuonna 2020 ja laski takaisin pandemiaa edeltäneeseen keskiarvoonsa vuoden 2022 puoliväliin mennessä, mutta on sittemmin noussut huomattavasti. Eurostatin rahoitustilinpidon neljännesvuosittaisen tilastotietojen (QSA) perusteella kausivaihteluista puhdistettu euroalueen kotitalouksien säästämisaste nousi vahvasti koronaviruspandemian (covid-19) puhjettua.⁴⁷ Syynä olivat ennen kaikkea viruksen leviämisen estämiseksi määrätty sulkutoimet, jotka vähensivät kulutusta. Valtioiden tukitoimilla puolestaan pyrittiin tukemaan kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja.⁴⁸ Valtaosa rajoituksista poistettiin vuoteen 2022 mennessä, ja säästämisaste palasi pandemiaa edeltäneeseen keskiarvoonsa (ks. kuvio A). Viimeisten kahden vuoden ajan säästämisaste on kuitenkin jälleen ollut nousussa, ja kotitalouksien kulutus on ollut vaimeaa. Tässä kehikossa analysoidaan säästämisasteen viimeaikaisen nousun keskeisiä taloudellisia taustatekijöitä ja tarkastellaan nousun vaikutuksia yksityiseen kulutukseen lyhyellä aikavälillä.

Kuvio A

Kotitalouksien säästämisaste

(prosenttia käytettävissä olevista bruttotuloista)



Lähteet: EKP, Eurostat (QSA) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja. Pandemiaa edeltänyt keskiarvo on laskettu vuoden 1999 ensimmäiseltä neljännekseltä vuoden 2019 neljanteen neljännekseen.

Viimeaikaiseen kotitalouksien säästämisasteen nousuun on vaikuttanut vahva tulokehitys. Viimeisten kahden vuoden aikana kotitalouksien reaalitytulot ovat kasvaneet 3,8 % sekä työtulojen että muiden tulojen kuin työtulojen vahvan kasvun

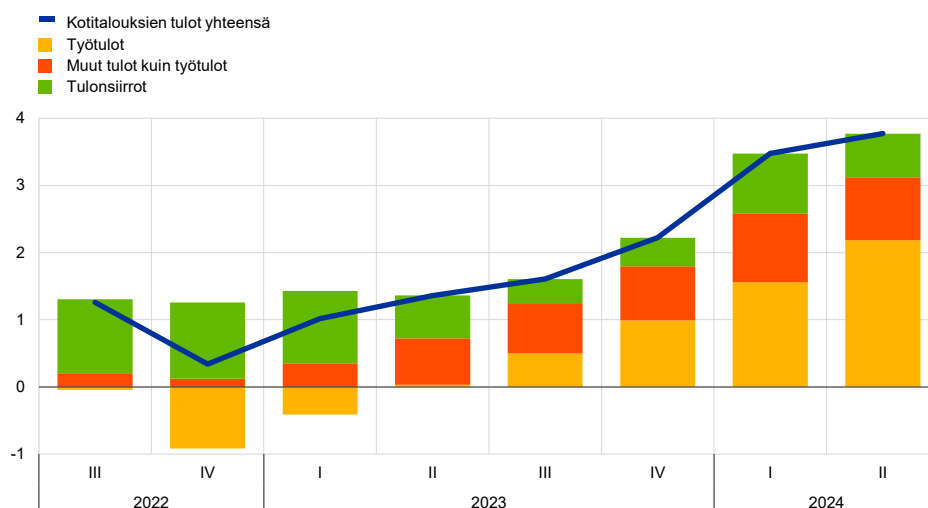
⁴⁷ EKP ja Eurostat laativat euroalueen rahoitustilinpidon neljännesvuosittaiset tilastotiedot (QSA) yhteistyössä.

⁴⁸ Ks. *Taloussatsauksen 6/2020* kehikko "Koronavirus ja kotitalouksien säästämisen lisääntyminen: varovaisuutta vai pakkoa?".

vuoksi (ks. kuvio B). Säästämistä edistää erityisesti muiden tulojen kuin työtulojen erän kasvu. Tähän erään kuuluvat esimerkiksi ammatinharjoittajien tulot, nettokorkotuotot, osingot ja vuokratulot.⁴⁹ Niinpä muut tulot kuin työtulot kertyvät pääasiassa varakkaammille kotitalouksille, jotka yleensä säästävät enemmän kuin vähävaraisemmat kotitaloudet.⁵⁰ Reaalitulojen kasvua on tukenut myös finanssipolitiikka vuoden 2022 kolmannelta neljännekseltä lähtien, kun pääosin energian hintasokin vaikutuksen lieventämiseksi on toteutettu harkinnanvaraisia toimia, joihin kuului esimerkiksi huomattavaa kohdentamatonta tulotukea. Koska myös varakkaammat kotitaloudet ovat hyötynyt näistä toimista ja niiden tuloista pienempi osuus menee kulutukseen, tämä voi olla yksi säästämisasteen nousuun vaikuttanut tekijä.⁵¹

Kuvio B
Kotitalouksien reaalitulojen kehitys

(muutokset prosenttiyksikköinä vuoden 2022 toisesta neljänneksestä alkaen ja vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, EKP, Eurostat (QSA) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja. "Työtulot" sisältää palkansaajakorvaukset. "Muut tulot kuin työtulot" sisältää ammatinharjoittajan tulot, nettokorkotulot, osinkotulot ja vuokratulot. Jäljelle jäänyt osa on määritetty tulonsiirroiksi. Reaaliarvojen määrittämiseksi kaikki kotitalouksien tuloerät on deflaoitu käyttämällä kansantalouden tilinpitoon perustuvaa yksityisen kulutuksen deflaattoria.

Vaikka kotitalouksien tulojen kasvu viimeisten kahden vuoden aikana on ollut vahvaa, kulutus on pysynyt varovaisena. Talouden elvyttyä pandemian jälkeen yksityinen reaalkulutus heikkeni huomattavasti inflaation nopeutumisen ja sitä seuranneen rahapolitiikan kiristymisen myötä. Inflaation nopeutuminen johtui pääosin energia- ja elintarvikehintojen voimakkaasta noususta, joka vähensi kulutusta näissä tuoteryhmissä suhteellisen jyrkästi.⁵² Toteutetut koronnostot kannustivat säästämiseen ja todennäköisesti hillitsivät enemmän tavaroiden kuin palveluiden kulutusta. Vaikutus kohdistui erityisesti kestokulutustavaroihin, sillä

⁴⁹ Ks. myös *Talouksatsauksen 8/2023* kehikko "Kotitalouksien tulojen mittaamisen perusteet".

⁵⁰ Ks. esim. K. Bańkowska ym., "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, nro 287, EKP, joulukuu 2021.

⁵¹ Ks. *Talouksatsauksen 2/2023* artikkeli "Public investment in Europe".

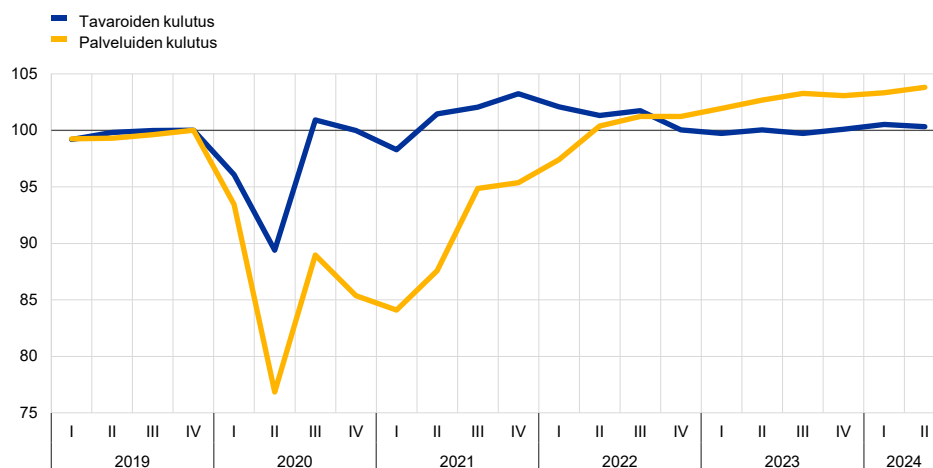
⁵² Ks. *Talouksatsauksen 8/2022* kehikko "Energian hintojen nousun vaikutus palveluiden ja tavaroiden kulutukseen euroalueella" ja *Talouksatsauksen 2/2024* kehikko "Miten kotitaloudet ovat sopeuttaneet kulutus- ja säästämiskäyttäytymistään nopean inflaation jaksolla?".

korkotaso vaikuttaa niiden kulutukseen enemmän kuin palveluiden kulutukseen.⁵³ Kaiken kaikkiaan tavaroiden kulutus laski pandemiaa edeltänyttä tasoa alemmas vuoden 2023 alussa ja on enimmäkseen pysynyt paikallaan viimeisten kahden vuoden aikana. Samaan aikaan palveluiden kulutus on jatkanut kasvuaan, joskin verkkaisempaan tahtiin (ks. kuvio C).

Kuvio C

Kotitalouksien reaalikulutus: tuotteet ja palvelut

(IV/2019 = 100)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja. "Tavaroiden kulutus" ja "Palveluiden kulutus" perustuvat aggregoituihin tietoihin kotitalouksien reaalikulutuksesta käyttötarkoituksen mukaan jaoteltuna.

Inflaation voimakkaan nopeutumisen myötä kotitalouksien reaalin nettovarallisuus laski viimeisten kahden vuoden aikana, mikä kannusti kotitalouksia kartuttamaan uudelleen varallisuuttaan. Kotitalouksien nettovarallisuus, johon sisältyy kiinteistövarallisuus, talletukset, velkakirjat ja osakkeet ja josta on vähennetty velkavastuut, kasvoi huomattavasti pandemian jälkeen ja sai tukea säästöjen kertymisestä pandemia-aikana. Nimellisvarallisuuden kasvu jatkui pandemian jälkeenkin, joskin verkkaisempaan tahtiin (ks. kuvio D).⁵⁴ Reaalinen nettovarallisuus alkoi kuitenkin vähentyä vuonna 2022 ja laski takaisin pandemiaa edeltäneelle tasolle vuoden 2023 kuluessa, mikä on todennäköisesti osaltaan vaikuttanut kotitalouksien säästämisasteen viimeaikaiseen nousuun, kun kotitalouksilla on ollut kannustin reaalin nettovarallisuuden kartuttamiseen.⁵⁵

⁵³ Ks. *Talouksatsauksen* 8/2023 kehikko "Rahapolitiikan vaikutus tehdasteollisuuden ja palvelusektorin viimeaikaiseen heikkenemiseen".

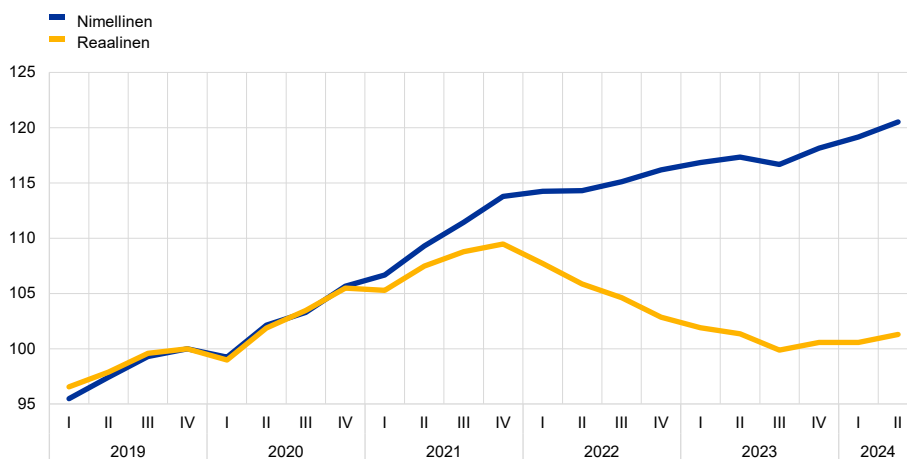
⁵⁴ Ks. kehikko "Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption", *Euroopan komission talven 2024 taloussennuste*.

⁵⁵ Tarkempi analyysi inflaation ja rahapolitiikan vaikutuksesta varallisuujakaumaan on *Talouksatsauksen* 5/2024 artikkelissa "Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households".

Kuvio D

Kotitalouksien nettovarallisuus

(IV/2019 = 100)



Lähteet: Eurostat, EKP, Eurostat (QSA) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Reaalisarvojen määrittämiseksi kaikki kotitalouksien nettovarallisuus on deflaatu kansantalouden tilinpidossa käytetyllä yksityisen kulutuksen deflaattorilla.

Tavanomaisiin makrotalouksmuuttujiin perustuva kotitalouksien kulutuksen aikasarjamalli tarjoaa lisätietoa säästämisasteen viimeaikaisen nousun taloudellisista taustatekijöistä.

Pitkän ja lyhyen aikavälin kehityksen yhdistävällä redusoidun muodon virheenkorjausmallilla voidaan selittää neljännesvuosittaista kulutuksen kasvua.⁵⁶ Kotitalouksien reaalkulutuksen tason taustatekijöinä pitkällä aikavälillä ovat kotitalouksien reaalitylojen taso, kotitalouksien reaalin nettovarallisuus ja reaalkorot. Lyhyellä aikavälillä myös muilla suhdannetekijöillä, kuten varovaisuussäästämisen motiiveja kuvastavalla kuluttajien luottamuksella, on merkitystä kulutuksen dynamiikkaa selittävinä tekijöinä. Mallissa kotitalouksien säästämisasteen muutos on eritelty neljäksi tekijäksi, jotka ovat tulot, varallisuus, korot ja kuluttajien luottamus. Kotitalouksien reaalitylojen kasvu on mallissa oletuksena.⁵⁷

Empiirinen näyttö osoittaa, että reaalitylojen kasvu ja korkeat reaalkorot sekä negatiiviset reaaliarallisuuteen kohdistuvat vaikutukset ovat lisänneet kotitalouksien säästämistä viimeisten kahden vuoden aikana.

Mallilla saatujen tulosten perusteella kotitalouksien säästämisasteen nousu vuoden 2022 toisen neljänneksen ja vuoden 2024 toisen neljänneksen välillä johtuu pitkälti tuloihin liittyvistä vaikutuksista, sillä kotitalouksien kulutus ei reagoanut reaalitylojen vahvaan kasvuun välittömästi. Myös korkoihin ja varallisuuteen liittyvillä vaikutuksilla oli tärkeä osuus (ks. kuvio E). Samaan aikaan myös varovaisuusmotiiveilla oli positiivinen

⁵⁶ Ks. myös G. Bondt, A. Gieseck, P. Herrero ja Z. Zekaite, "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", *Working Paper Series*, nro 2343, EKP, joulukuu 2019.

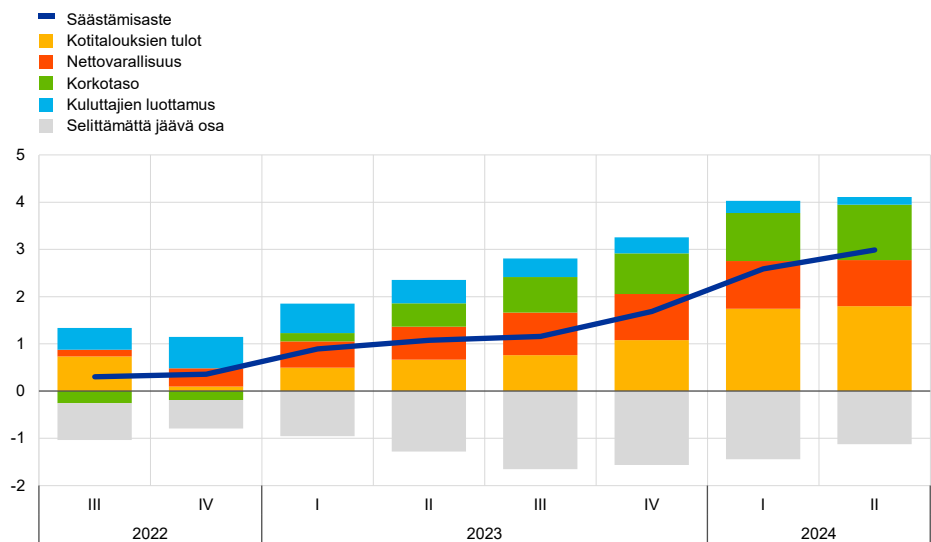
⁵⁷ Mallin parametrien estimoinnissa käytetyt tiedot ovat vuoden 1999 ensimmäiseltä neljännekseltä vuoden 2019 viimeiselle neljännekselle. Reaalisarvojen määrittämiseksi kotitalouksien tulot ja nettovarallisuus on deflaatu käyttämällä kansantalouden tilinpitoon perustuvaa yksityisen kulutuksen deflaattoria. Reaalikoron mittarina on kolmen kuukauden euribor korjattuna Euroopan komission kuluttajakyselyn perusteella arvioidulla vuotuisella kuluttajahintainflaatiolla. Puuttuva ajanjakso vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2003 viimeiseen neljännekseen on takautuvasti laskettu toteutuneen vuotuisen YKHI-inflaatioasteen perusteella. Kuluttajien luottamus on esitetty poikkeamina sen pitkän aikavälin keskiarvosta ennen pandemiaa.

vaikutus säästämiseen – näin etenkin vuonna 2022 Venäjän hyökättyä Ukrainaan ja kuluttajien luottamuksen laskettua sen seurauksena. Näiden motiivien merkitys vaikuttaa kuitenkin vähentyneen, kun kuluttajien luottamus on vähitellen palautunut vuoden 2022 toisen neljänneksen notkahduksesta.⁵⁸ Edellä esitetyt tekijät eivät viime kädessä kokonaan selitä säästämisasteessa viimeisten kahden vuoden aikana tapahtunutta muutosta. Erittelyn selittämättä jäävä osa viittaa malliin sisältymättömiin tekijöihin, joiden yhteisvaikutus on hillinnyt säästämisasteen nousua vuoden 2022 puolivälistä lähtien. Tässä kumuloituvassa näkökulmassa jää kuitenkin huomiotta se, että säästäminen lisääntyi viimeisellä kolmella neljänneksellä enemmän kuin aiemmin oli ennakoitu ja enemmän kuin mallin perusteella olisi odotettavissa. Se kertoo todennäköisimmin kulutusvalintojen muuttumisen hitaudesta ja siitä, että kotitalouksien kulutus mukautuu niiden ostovoiman lisääntymiseen ja negatiivisten sokkien hälvenemiseen hitaammin kuin kirjaushistorian perusteella voisi olettaa.⁵⁹

Kuvio E

Vaikutukset kotitalouksien säästämisasteeseen: mallipohjainen erittely

(muutokset prosenttiyksikköinä vuoden 2022 toiseen neljänneeseen asti ja vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, EKP, Eurostat (QSA) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään kotitalouksien reaalitylöjen, reaalisien nettovarallisuuden, reaalkorkojen ja kuluttajien luottamuksen vaikutus kotitalouksien säästämisasteen kumulatiivisiin muutoksiin vuoden 2022 toiselta neljännekseltä lähtien. Tiedot perustuvat kotitalouksien kulutuksen kasvua koskevaan estimoituun virheenkorjausmalliin. Kotitalouksien reaalitylöjen kasvu on mallissa oletuksena.

Tulevaa kehitystä ajatellen kotitalouksien säästämisaste pysynee korkeana lyhyellä aikavälillä mutta laskee myöhemmin nykytasoa alemmaksi.

Koska keskeiset tekijät – reaalitylöjen kasvu, korkeat reaalkorot ja kannustimet reaalitylöjen kasvun kartuttamiseen – pysyvät todennäköisesti jonkin aikaa ennallaan, säästämisasteen arvioidaan pysyttelevän lähiaikoina korkeana. Tosin se jäänee hieman viimeisintä huippulukemaa alemmas, mikä osittain johtuu korkojen laskusta.

⁵⁸ Ks. *Talouksatsauksen 6/2024* kehikko ”Miksi euroalueen kotitalouksien tunnelma on edelleen synkkä ja mitä se tarkoittaa yksityisen kulutuksen kannalta?”.

⁵⁹ Toinen malliin sisältymätön tekijä, joka osaltaan on saattanut vaikuttaa viimeaikaiseen säästämisasteen nousuun, on talouspolitiikan kysymyksiin liittyvä suuri epävarmuus pitemmällä aikavälillä. Ks. tämän *Talouksatsauksen* kehikko ”Millaisia taloudellisia signaaleja epävarmuuden mittareista saadaan?”.

Säästämisasteen todennäköisen pienen laskun ja reaalityötulon vahvana jatkuvan kasvun odotetaan tukevan yksityistä kulutusta.

5. Rahapolitiikan välittyminen tavaroiden ja palveluiden inflaatioon

Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka ja Catalina Martínez Hernández

Rahapolitiikka vaikuttaa kuluttajahintoihin monien kanavien kautta, ja vaikutuksen nopeus ja suuruus vaihtelee eri kulutusluokissa. Inflaation kiihtyminen pandemian jälkeen johtui useista samanaikaisista ennakoimattomista sokeista, joita olivat esimerkiksi toimitusketjun häiriöt, energian hintasokit ja talouden uudelleen avautumisen aiheuttama patoutunut kysyntä. EKP vastasi tilanteeseen voimakkaasti vaihtamalla kasvua tukevasta rahapolitiikasta, jolla taloutta oli tuettu pandemian aikana, kireään rahapolitiikkaan. Siitä seurannut yleinen inflaation hidastumiskehitys kertoi tarjontasokkien väistymisestä sekä nopeiden ja päättäväisesti toteutettujen koronnostojen vaikuttavuudesta. Inflaation hidastuessa pohjainflaatio (YKHI-inflaatio ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja, HICPX) jatkui reippaaseen tahtiin. Tässä kehikossa analysoidaan rahapoliittisten sokkien heterogeenistä välittymistä euroalueen inflaatioon. Erityisen tarkastelun kohteena on HICPX-inflaatioon sisältyvien yksittäisten tavaroiden ja palveluiden itsenäinen hintakehitys. Keskittymällä HICPX-inflaatioon voidaan valottaa sellaisen inflaation osatekijän kehitystä, jonka katsotaan tyypillisesti kuvastavan pitemmän aikavälin kehitystä.

Arvioimalla rahapolitiikan välittymistä yksittäisten erien hintoihin voidaan täydentää tavanomaisia kokonaisinflaation analysejä. Tässä kehikossa estimoidaan, mikä vaikutus rahapoliittisilla sokeilla on ollut HICPX-koriin sisältyvien COICOP-4-luokittelun mukaisten 72 erän hintoihin.⁶⁰ Bayesilaisiin vektoriautoregressiomalleihin (BVAR)⁶¹ perustuvan eräkohtaisen estimoinnin jälkeen yksittäiset tavara- ja palveluerät luokitellaan kolmeen ryhmään sen mukaan, miten herkästi ne kolmen vuoden aikaperspektiivillä reagoivat rahapoliittisiin sokkeihin: 1) erittäin herkästi, 2) melko herkästi ja 3) ei lainkaan herkästi.^{62,63} Näin voidaan

⁶⁰ Yksilöllisen kulutuksen käyttötarkoituksen mukaisella luokituksella (COICOP) voidaan standardoida eri maiden kulutuskorin erät. Nelinumeroiseen luokitukseen euroalueella sisältyy 93 hintaluokkaa. Lisätietoja on [Eurostatin verkkosivuilla](#).

⁶¹ Pohjautuu artikkeliin A. Allayioti, L. Górnicka, S. Holton, ja C. Martínez Hernández, "Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data", *Working Paper Series*, nro 3003, EKP, 2024. Estimointi perustuu eräkohtaisiin bayesilaisiin vektoriautoregressiomalleihin (BVAR) ja useisiin makrotaloudellisiin kontrollimuuttujiin. Otos vaihtelee eräkohtaisesti ja kattaa aikavälin 2000-luvun alusta syyskuuhun 2023. Rahapoliittiset sokit perustuvat artikkeliin M. Jarocinski ja P. Karadi, "Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12(2), 2020, s. 1–43. Sokkien päivitys perustuu ennakoimattomien tapahtumien tietokantaan, joka on esitetty artikkelissa C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gürkaynak, R. Motto ja G. Ragusa, "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, 2019, s. 162–179.

⁶² 36 kuukauden kuluttua sokista erät, joiden hintavaste on jatkunut negatiivisena ja tilastollisesti merkittävänä yhtäjaksoisesti vähintään kolme kuukautta, luokitellaan herkästi rahapoliittisiin sokkeihin reagoiviksi. Muut erät luokitellaan vähemmän herkästi reagoiviksi. Herkästi reagoivat erät jaotellaan edelleen "erittäin herkästi" ja "melko herkästi" reagoiviin sen mukaan, onko niiden negatiivisen reaktion enimmäistaso korkeampi (melko herkästi reagoiva) vai matalampi (erittäin herkästi reagoiva) kuin kaikkien herkästi reagoivien erien mediaanitaso.

⁶³ Vastaava luokittelu Yhdysvaltain kulutuksen, hintojen ja tulojen osalta on esitetty artikkelissa M. Andreolli, N. Rickard, ja P. Surico, "Non-Essential Business-Cycles", *NBER Working Paper*, 2024.

arvioida, mitkä ydininflaatiokorin erät reagoivat voimakkaasti rahapoliittisiin sokkeihin ja mitkä erät reagoivat nopeasti tai vain pitkällä viipeellä. Nämä tiedot antavat arvokasta tietoa rahapolitiikan välittymisestä kokonaisinflaatioon euroalueella.

Muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian luokka (NEIG) sisältää enemmän rahapolitiikkaan herkästi reagoivia eriä kuin palveluiden luokka.

Rahapolitiikkaan joko erittäin tai melko herkästi reagoivat erät muodostavat 33 % euroalueen HICPX-korista. Lisäksi niiden osuus NEIG-luokasta on suurempi (44 %) kuin palveluista (26 %).⁶⁴ Yleisesti voidaan todeta, että herkästi reagoivaan luokkaan (eli erittäin ja melko herkästi reagoivat erät yhteensä) sisältyy sekä kestokulutustavaroita, puolikestäviä tavaroita ja kertakulutustavaroita, kun taas herkästi reagoivat palvelut liittyvät yleensä vapaa-aikaan ja liikenteeseen. Kuvio A havainnollistaa rahapoliittisten sokkien suurinta vaikutusta valikoituihin yksittäisiin eriin, jotka on määritelty erittäin herkästi reagoiviksi. Tässä luokassa se, miten vahvasti rahapolitiikka välittyy yksittäisiin eriin, vaihtelee kaiken kaikkiaan huomattavasti. Kuviossa A esitetyissä erittäin herkästi reagoivissa erissä rahapolitiikan suurin vaikutus hintoihin on keskimäärin jonkin verran mittavampi palveluiden luokassa kuin NEIG-luokassa. Palveluerien osalta suurin vaikutus on mittavin erässä ”Matkustajien kuljetus lentoliikenteessä” ja sitten erissä ”Yhdistetty matkustajaliikenne” ja ”Valmismatkat”. NEIG-erien osalta se on mittavin erässä ”Tallennusvälineet” ja seuraavaksi suurin erissä ”Autot” ja ”Vaatteiden valmistusaineet”. Se, että rahapoliittiset sokit vaikuttavat joihinkin erittäin herkästi reagoiviin palveluihin enemmän kuin erittäin herkästi reagoiviin NEIG-eriin, selittyyneen sillä, että kyseiset palvelut ovat harkinnanvaraisia ja vapaa-aikaan liittyviä.⁶⁵

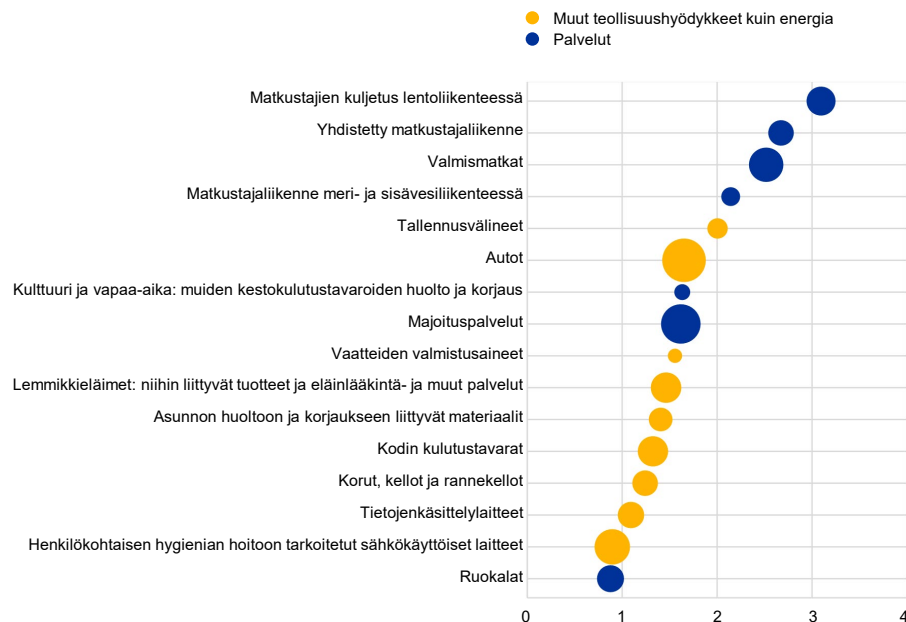
⁶⁴ Erät, jotka on luokiteltu rahapoliittisiin sokkeihin herkästi reagoiviksi, kattavat noin kolmasosan HICPX-indeksin dynamiikasta ja jakautuvat tasaisesti muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian (50,1 %) ja palveluiden (49,9%) välillä.

Tutkimuskirjallisuudessa on todettu energian kuluttajahintojen reagoivan erittäin herkästi rahapoliittisiin sokkeihin. Ks. esim. M. Ampudia, M. Ehrmann ja G. Strasser, ”[The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#)”, *BIS Working Paper*, nro 1124, syyskuu 2023.

Kuvio A

Rahapolitiikan suurin vaikutus erittäin herkästi reagoiviin eriin

(x-akseli: kumuloidun prosenttimuutoksen enimmäismäärä; ympyrän koko: erän painotus HICPX-indeksissä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Ympyrät kuvaavat suurinta vaikutusta niissä erissä, jotka kolmen vuoden jaksolla reagoivat rahapolitiittisiin sokkeihin eniten. Tulokset perustuvat impulssivasteiden posteriorijakauman mediaaniin, ja impulssivaste on normalisoitu Saksan yhden vuoden valtionvelkakirjojen 0,25 prosenttiyksikön kasvun mukaan. Ympyröiden koko liittyy tietyn erän painotukseen HICPX-indeksissä ja perustuu vuoden 2024 kulutuksen painotuksiin.

Rahapolitiikan suurin vaikutus sekä tavaroihin että herkästi reagoiviksi luokiteltuihin palvelueriin on samankaltainen.

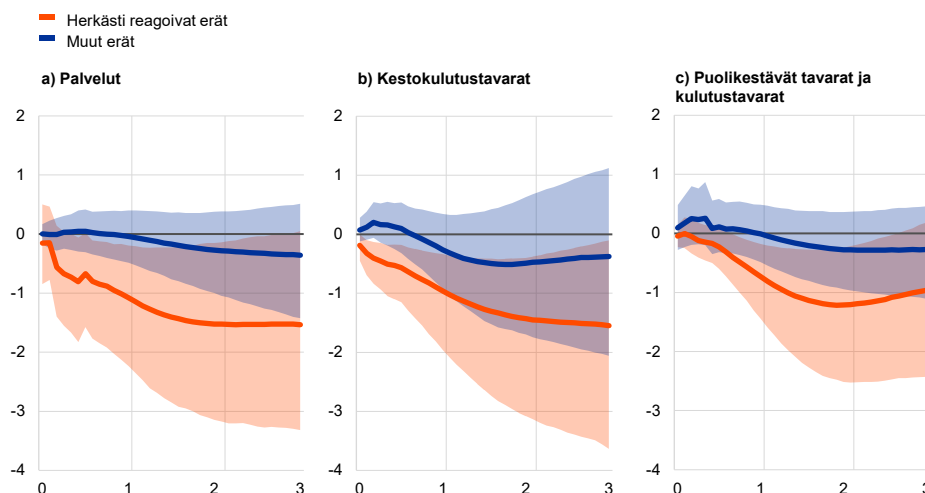
Kuviossa B verrataan herkästi reagoiviksi luokiteltujen erien ja muiden erien impulssivasteita 0,25 prosenttiyksikön suuruiseen rahapolitiittiseen sokkiin.⁶⁶ Vaikka molempien ryhmien uskottavuusvälit ovat päällekkäisiä, herkästi reagoivien erien impulssivasteet keskittyvät selvemmin negatiivisiin arvoihin ja poikkeavat nolasta 68 prosentin uskottavuusvälien perusteella. Noin 20 kuukauden jälkeen 0,25 prosenttiyksikön suuruinen rahapolitiikan tiukentumisesta johtuva sokki vähentää herkästi reagoivien palveluiden ja kestokulutustavaroiden erien kumuloituvaa hintamuutosta noin 0,15 prosenttiyksikköä. Lisäksi kestokulutustavaroiden vaste on voimakkaampi kuin puolikestävien ja kertakulutustavaroiden, mikä vastaa aiempia tutkimushavaintoja.

⁶⁶ Tavarat on edelleen jaoteltu kestokulutustavaroihin ja muihin. Jaottelun perustana ovat lukuisat tutkimukset, joissa on dokumentoitu, miten kulutus kestokulutustavaroihin liittyy tiiviimmin suhdannekiertoon ja reagoi enemmän rahapolitiikan muutoksiin kuin kulutus muihin tavaroihin tai palveluihin. Ks. esim. L. Dedola ja F. Lippi, "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, vol. 49(6), 2005, s.1543-1569.

Kuvio B

Herkästi reagoivien ja muiden NEIG- ja palveluaggregaattien vaste rahapolitiisiin sokkeihin

(x-akseli: vuodet; y-akseli: kumuloidut prosentimuutokset)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Impulssivasteiden posteriorijakauman mediaani on merkitty viivalla, ja varjostetut alueet osoittavat 68 prosentin uskottavuusvälin. Impulssivasteet on normalisoitu Saksan valtion yhden vuoden joukkovelkakirjojen 0,25 prosenttiyksikön kasvuun.

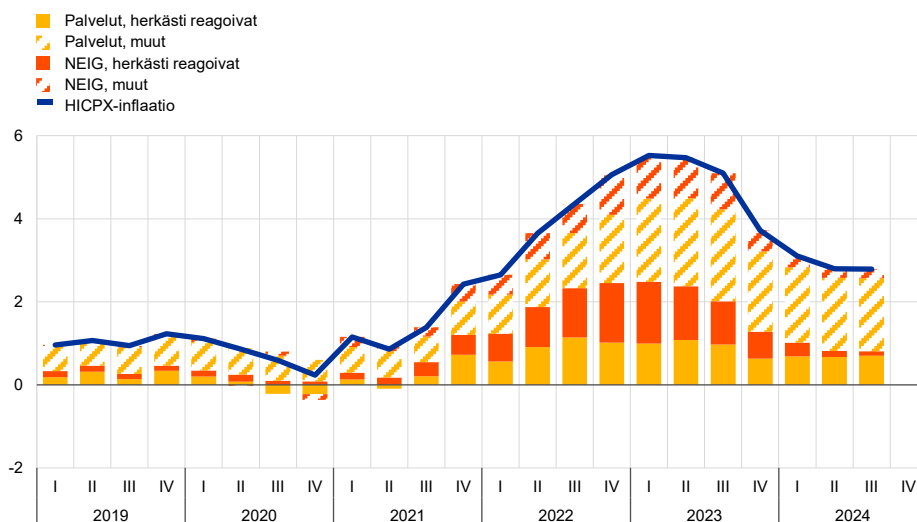
Rahapolitiikkaan herkästi reagoiviksi luokiteltujen erien inflaatiovauhti on hidastunut enemmän kuin muiden erien inflaatiovauhti sen jälkeen, kun pohjainflaatio saavutti huippulukemansa. HICPX-inflaatio oli korkeimmillaan 5,7 % maaliskuussa 2023, ja siihen vaikuttivati merkittävästi sekä herkästi reagoivat että muut erät (herkästi reagoivien erien osuus oli noin 2,6 prosenttiyksikköä – ks. kuvio C). Sen jälkeen kasvua hillitsevän rahapolitiikan ja poikkeuksellisten sokkien häipymisen yhteisvaikutus on asteittain välittynyt hintoihin etenkin herkästi reagoivissa erissä. Viimeaikaiset tiedot osoittavat huomattavaa vähenemistä herkästi reagoivien erien vaikutuksessa, joka oli vain 0,8 prosenttiyksikköä 2,7 prosentin HICPX-inflaatiosta lokakuussa 2024. Näin ollen muut kuin herkästi reagoivat erät, etenkin vuokrat, terveydenhuoltoon liittyvät palvelut ja jotkin vakuutuserät, jäivät pohjainflaation tärkeimmäksi taustatekijäksi.⁶⁷ Suurimmillaan muiden kuin herkästi reagoivien erien vaikutus 5,7 prosentin HICPX-inflaatioon oli 0,21 prosenttiyksikköä. Viimeisimpien lukujen mukaan vaikutus puolestaan on 0,17 prosenttiyksikköä, mikä kattaa lähes kaksi kolmasosaa HICPX-inflaation viimeaikaisesta kehityksestä.

⁶⁷ Kaikkiaan 20 niistä 28 erästä, jotka on luokiteltu hitaasti muuttuviksi, osuvat yhteen sellaisiin tämän kehikon eriin, jotka eivät reagoi herkästi rahapolitiikkaan. Ks. "The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation", *Economic Bulletin*, nro 4, Banca d'Italia, lokakuu 2023. Esimerkkejä tällaisista eristä ovat vuokra, terveydenhuoltoon ja hammashoittoon liittyvät palvelut sekä terveyteen ja kuljetuksiin liittyvät vakuutukset.

Kuvio C

HICPX-inflaation kehitys – rahapoliittisiin sokkeihin herkästi reagoivat erät ja muut erät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2024 kolmannelta neljännekseltä.

Vaikka tämä eritelty analyysi vahvistaa, että nopeana pysyttelevä palveluinflaatio on viimeaikaisen kokonaisinflaation tärkein taustatekijä, se tuo myös esiin palveluluokan heterogeenisyyden. Vaihteleva herkkyys rahapolitiikalle on dokumentoitu paitsi kahden pohjainflaation alakomponentin (NEIG ja palvelut) välillä, myös kunkin luokan sisällä. Yksityiskohtaisiin tietoihin perustuva analyysi viittaa myös siihen, että vaikka useimmat palveluerät reagoivatkin viimeisimpään rahapolitiikan tiukentumisjaksoon melko hitaasti, rahapolitiikalla on onnistuttu hillitsemään hintojen nousua useissa, ennen kaikkea vapaa-aikaan ja kuljetuspalveluihin liittyvissä palveluerissä. Kaiken kaikkiaan analyysinäyttö osoittaa, miten poikkeuksellisen voimakkaasti reagoivien erien yksilöllinen tunnistaminen voi auttaa arvioimaan rahapolitiikan välittymisen laajuutta kokonaisinflaatioon ja seuraamaan sitä ajantasaisesti.

6. Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 24.7.–22.10.2024

Yannik Schneider ja Kristian Tötterman

Tässä kehikossa tarkastellaan likviditeettitilannetta ja eurojärjestelmän rahapoliittisia operaatioita vuoden 2024 viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla. Tarkastelujakso alkoi 24.7.2024 ja päättyi 22.10.2024.

Ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueen pankkijärjestelmässä väheni edelleen tarkastelujakson aikana. Väheneminen johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan yhdeksännen operaation (TLTRO III.9) erääntymisestä 25.9.2024 sekä pankkien samana päivänä suorittamista ennenaikaisista takaisinmaksuista viimeisessä eli kymmenennessä TLTRO III -operaatiossa. Likviditeetin tarjonta väheni myös siksi, että omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omistukset vähenivät asteittain eurojärjestelmän lopetettua uudelleensijoitukset ohjelmassa heinäkuun 2023 alussa. Niin ikään pandemiaan liittyvän tilapäisen osto-ohjelman (PEPP) omistukset vähenivät asteittain heinäkuun 2024 alusta lähtien, kun omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavasta pääomasta uudelleensijoitettiin vain osa. Autonomisten tekijöiden likviditeettiä vähentävän nettovaikutuksen jatkuva pieneneminen kompensoi jossain määrin likviditeetin entistä vähäisempää tarjontaa, joskin hitaammin kuin aiemmillä tarkastelujaksoilla.

EKP teki rahapolitiikan ohjausjärjestelmään muutoksia ja tiedotti (maaliskuussa 2024), että talletusmahdollisuuden ja

perusrahoitusoperaatioiden korkojen välinen ero pienenee

0,50 prosenttiyksiköstä 0,15 prosenttiyksikköön 18.9.2024. Myös

maksuvalmiusluoton korkoa muutettiin, jotta sen ja perusrahoitusoperaatioiden korkojen välinen ero pysyisi ennallaan 0,25 prosenttiyksikössä. Tarkastelujakson aikana nämä muutokset eivät merkittävästi vaikuttaneet pankkien osallistumiseen eurojärjestelmän huutokauppaoperaatioihin ja rahamarkkinoiden yleiseen aktiivisuuteen. Lisäksi talletusmahdollisuuden ja perusrahoitusoperaatioiden korkojen välisen eron pieneneminen ei vaikuttanut rahamarkkinakorkoihin vuoden 2024 kuudennen pitoajanjakson alussa. Vakuudettomilla markkinoilla euromääräisten markkinoiden lyhyt viitekorko (€STR) laski ohjauskorkojen 0,25 prosenttiyksikön laskua vastaavasti. Myös repokorot mukautuivat sujuvasti näihin muutoksiin.

6.1 Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – väheni 21,9 miljardia euroa ja oli tarkastelujakson aikana 1 462,1 miljardia euroa. Tämä kertoo siitä, että likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden

vaikutus kasvoi vähemmän kuin likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus (ks. taulukko A). Vähimmäisvarantovelvoitteet nousivat hieman eli 0,9 miljardilla eurolla ja olivat 162,5 miljardia euroa. Tällä nousulla oli hyvin vähäinen vaikutus likviditeettitarpeisiin yhteensä.

Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät kasvoivat tarkastelujakson aikana 45 miljardia euroa pääasiassa muiden riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvun vuoksi. Muiden riippumattomien tekijöiden nettovaikutus kasvoi keskimäärin 36,5 miljardia euroa. Se johtui ennen kaikkea siitä, että arvonmuutostilien saldot kasvoivat 49,1 miljardia euroa kullan hinnan nousun myötä. Tämä vaikutus tasoittui likviditeettiä lisäävien valuuttamääräisten nettosaamisten vastaavasti kasvettua. Valtioiden talletukset kasvoivat hieman eli 0,7 miljardilla eurolla ja olivat 118,4 miljardia euroa. Valtioiden talletusten jatkuva väheneminen kevään 2022 huippulukemasta 655,2 miljardista eurosta katkesi nyt ensi kertaa. Yleisesti väheneminen kertoo siitä, että valtiokonttorien eurojärjestelmän tileillä pitämien käteispuskureiden volyyymi on normalisoitunut. Siihen vaikuttivat myös julkisyhteisöjen talletuksille eurojärjestelmän keskuspankeissa maksettavan koron muutokset, joiden vuoksi varojen sijoittaminen markkinoille on kannattavampi vaihtoehto. Liikkeessä olevien setelien keskimääräinen arvo kasvoi tarkastelujakson aikana 7,8 miljardilla eurolla ja oli 1 562,7 miljardia euroa. Setelien kysyntä oli suurimmillaan heinäkuussa 2022 ja vakiintui sen jälkeen.

Likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi 67,7 miljardia euroa, mikä johtui pääasiassa valuuttamääräisten nettosaamisten kasvusta 53,8 miljardilla eurolla. Valuuttamääräisten nettosaamisten kasvun käytännössä ainoana taustatekijänä oli kullan hinnan nousu, joka kasvatti kultavarantojen arvoa 49,9 miljardilla eurolla.⁶⁸ Euromääräiset nettosaamiset kasvoivat tarkastelujaksolla 13,9 miljardia euroa, mikä johtui sekä rahapolitiikkaan liittymättömien talletusten vähenemisestä että rahapolitiikkaan liittymättömien sijoitusten lisääntymisestä.

⁶⁸ Vaikka valtaosa tarkastelujakson aikaisesta arvonmuutostilien vaihtelusta johtuikin kullan hinnan muutoksista, vaikutusta oli myös valuuttakurssien liikkeillä ja arvopaperien hintojen vaihtelulla. Tämä selittää, miksi arvonmuutostilien muutokset noudattavat kultavarantojen arvon muutoksia tiiviisti, mutta eivät kuitenkaan ole aivan samat.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 24.7.2024–22.10.2024						Edellinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 24.7.2024–17.9.2024		Kuudes pitoajanjakso 18.9.2024–22.10.2024		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettiä vähentävät riippumattomat tekijät	2 685,6	(+45,0)	2 675,3	(+23,8)	2 702,1	(+26,9)	2 640,6	(+20,8)
Liikkeessä olevat setelit	1 562,7	(+7,8)	1 564,2	(+4,7)	1 560,2	(-4,0)	1 554,9	(+10,3)
Valtioiden talletukset	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7	(-36,9)
Muut riippumattomat tekijät (nettovaikutus) ¹⁾	1 004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1 024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7	(-1,3)
Vähimmäisvarantovelvoitteet²⁾	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
Talletusmahdollisuus	3 031,9	(-138,8)	3 058,7	(-54,5)	2 989,1	(-69,6)	3 170,8	(-250,6)
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: 24.7.2024–22.10.2024						Edellinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 24.7.2024–17.9.2024		Kuudes pitoajanjakso 18.9.2024–22.10.2024		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettiä lisäävät riippumattomat tekijät	1 386,2	(+67,7)	1 373,0	(+44,6)	1 407,5	(+34,6)	1 318,6	(+68,3)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	1 099,2	(+53,8)	1 083,7	(+20,0)	1 123,9	(+40,1)	1 045,4	(+65,8)
Euromääräiset nettosaamiset	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
Rahapolitiiset välineet	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Avomarkkinaoperaatiot	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Huutokauppaoperaatiot	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
Perusrahoitusoperaatiot	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (kolmas sarja)	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Suorat arvopaperisijoitukset1)	4 424,4	(-102,1)	4 442,0	(-52,2)	4 396,1	(-45,9)	4 526,5	(-99,0)
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: 24.7.2024–22.10.2024						Edellinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso 24.7.2024–17.9.2024		Kuudes pitoajanjakso 18.9.2024–22.10.2024		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä1)	1 462,1	(-21,9)	1 464,8	(-20,7)	1 457,9	(-6,9)	1 484,0	(-47,1)
Riippumattomien tekijöiden nettovaikutus2)	1 299,6	(-22,8)	1 302,6	(-21,0)	1 294,9	(-7,7)	1 322,5	(-47,2)
Ylimääräinen likviditeetti3)	3 038,6	(-137,9)	3 065,8	(-53,6)	2 995,2	(-70,6)	3 176,5	(-251,8)

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

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

Korkokehitys

(keskiarvoja; prosentteja ja prosenttiyksiköitä)

	Nykyinen tarkastelujakso: 24.7.2024–22.10.2024	Edellinen tarkastelujakso: 17.4.2024–23.7.2024

	Viides pitoajanjakso 24.7.2024– 17.9.2024		Kuudes pitoajanjakso 18.9.2024– 22.10.2024		Kolmas pitoajanjakso 17.4.2024– 11.6.2024		Neljäs pitoajanjakso 12.6.2024– 23.7.2024	
Perusrahoitusoperaatiot	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)
Maksuvalmiusluotto	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)
Talletusmahdollisuus	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)
€STR-korko	3,663	(+0,001)	3,414	(-0,249)	3,907	(-0,00)	3,662	(-0,245)
RepoFunds Rate Euro -korko	3,728	(+0,014)	3,493	(-0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)

Lähteet: EKP, CME Group ja Bloomberg.

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

6.2 Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 159,7 miljardilla eurolla ja oli 4 500,8 miljardia euroa (kuvio A). Likviditeetin tarjonnan supistuminen johtui volyymin vähenemisestä ennen kaikkea suorissa arvopaperisijoituksissa ja vähemmässä määrin huutokauppaoperaatioissa.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 57,7 miljardia euroa ja oli 76,4 miljardia euroa. Taustalla oli ennen kaikkea avointen TLTRO III -operaatioiden luottojen väheneminen, joka johtui pitempiaikaisten kohdennettujen operaatioiden kolmannen sarjan yhdeksännen operaation erääntymisestä 25.9.2024 (42,2 miljardia euroa) sekä ennenaikaisista takaisinmaksuista (5,1 miljardia euroa). Kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (LTRO) myönnettyjen avointen luottojen määrä kasvoi keskimäärin 2,0 miljardilla eurolla ja perusrahoitusoperaatioissa 1,0 miljardilla eurolla. Pankkien osallistuminen näihin säännöllisiin operaatioihin oli suhteellisen vähäistä, ja ne pystyivät suorittamaan mittavia TLTRO-luottojen takaisinmaksuja turvautumatta säännöllisiin rahoitusoperaatioihin. Tämä kertoo siitä, että pankkien likviditeettiasema kokonaisuutena on vakaa ja että vaihtoehtoisia varainhankintalähteitä on saatavana taloudellisesti edullisin kustannuksin. Tämän Talouskatsauksen kehikossa 7 tarkastellaan TLTRO-luottojen takaisinmaksua yleisesti ja operaatioiden päättymisen vaikutusta pankkien luotonantoon.

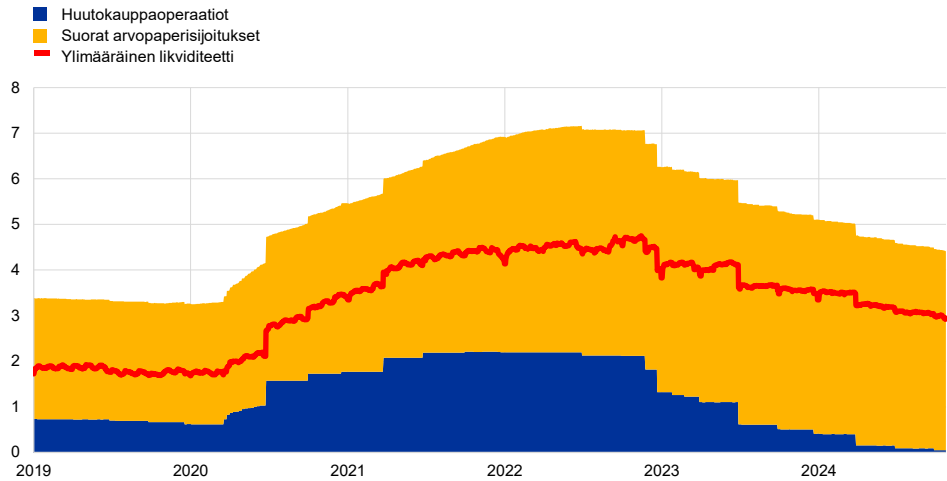
Suorien arvopaperisijoitusten kautta luodun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujaksolla 102,1 miljardilla eurolla ja oli 4 424,4 miljardia euroa. Väheneminen johtui siitä, että omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoitukset lopetettiin 1.7.2023 alkaen, ja vähemmässä määrin

myös siitä, että PEPP-ohjelmassa uudelleensijoituksia toteutettiin 1.7.2024 lähtien vain osittain.^{69,70}

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun päivittäisen likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(tuhatta miljardia euroa)



Lähde: EKP.
Huom. Tuoreimmat havainnot 22.10.2024.

6.3 Ylimääräinen likviditeetti

Ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni tarkastelujakson aikana 137,9 miljardia euroa ja oli 3 038,6 miljardia euroa (ks. kuvio A).

Ylimääräinen likviditeetti on vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön yhteenlaskettu summa, josta on vähennetty maksuvalmiusluoton käyttö. Se kuvaa pankkijärjestelmälle tarjotun kokonaislikviditeetin ja pankkien vähimmäisvarantovelvoitteensa täyttämiseksi tarvitseman likviditeetin välistä eroa. Ylimääräinen likviditeetti oli suurimmillaan 4 748 miljardia euroa marraskuussa 2022, minkä jälkeen se on tasaisesti vähentynyt. Tarkastelujakson loppupuolella se oli hieman alle 3 000 miljardia euroa.

6.4 Korkokehitys

Tarkastelujakson aikana EKP:n neuvosto laski kutakin kolmesta ohjauskorosta kahdesti 0,25 prosenttiyksiköllä eli yhteensä 0,50 prosenttiyksiköllä. Se siis laski myös talletusmahdollisuuden korkoa, jonka kautta rahapolitiikan

⁶⁹ Osto-ohjelmissa hankitut omaisuuserät kirjataan jaksotettuun hankintamenuun ja arvostetaan kunkin vuosineljänneksen päätteeksi, mikä myös vaikuttaa suorien arvopaperisijoitusten kokonaiskeskiarvoihin ja muutoksiin.

⁷⁰ Heinäkuussa 2024 EKP:n neuvosto ilmoitti, että PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen vain osittain vuoden 2024 jälkipuoliskolla. EKP:n neuvosto aikoo lopettaa uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

mitoitusta ohjataan. Talletusmahdollisuuden korko oli 3,25 %, perusrahoitusoperaatioiden korko 3,40 % ja maksuvalmiusluoton korko 3,65 %.

Kun ohjauskorkojen kahden leikkauksen lisäksi otetaan huomioon talletusmahdollisuuden ja perusrahoitusoperaation korkojen välisen eron pieneneminen, sekä perusrahoitusoperaatioiden että talletusmahdollisuuden korko laski 0,85 prosenttiyksikköä tarkastelujakson loppuun mennessä.

Talletusmahdollisuuden ja perusrahoitusoperaatioiden korkojen välisen eron pieneneminen ei merkittävästi vaikuttanut pankkien osallistumiseen luotto-operaatioihin ja rahamarkkinoiden yleiseen aktiivisuuteen.

Ohjauskorkojen lasku näkyi keskimääräisessä €STR-korossa, ja samalla sen ero talletusmahdollisuuden korkoon pysyi jokseenkin vakaana. €STR-korko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,083 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko, kun se vuoden 2024 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla oli keskimäärin 0,090 prosenttiyksikköä alempi. Ohjauskorkojen muutosten välittyminen vakuudettomiin rahamarkkinakorkoihin oli täysimääräistä ja välitöntä.

Euroalueen keskimääräinen repokorko eli takaisinostosopimuksen korko RepoFunds Rate Euro Index -indeksillä mitattuna pysytteli edelleen talletusmahdollisuuden koron tuntumassa. Repokorko oli tarkastelujaksolla keskimäärin 0,012 prosenttiyksikköä alempi kuin talletusmahdollisuuden korko, kun vastaava luku vuoden 2024 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla oli 0,042 prosenttiyksikköä. Tämä kertoo siitä, että repokorkojen laskupainetta aiheuttaneet tekijät ovat häviämään päin. Sen seurauksena repokorkoja nostivat esimerkiksi vuoden alusta jatkunut nettoemissioiden kasvu, TLTRO-operaatioiden vakuudeksi toimitettujen omaisuuserien vapautuminen takaisinmaksujen yhteydessä ja julkisen sektorin arvopapereiden entistä parempi saatavuus, joka johtui APP- ja PEPP-ohjelmissa hankittujen arvopaperien volyymin vähenemisestä. Repokorkojen nousupaineiden taustatekijänä oli myös velkarahoituksella toimivien sijoittajien kasvanut kysyntä joukkolainojen pitkien positioiden rahoittamiseen. Koronnostojen välittyminen vakuudellisille rahamarkkinoille oli sujuvaa.

7. TLTRO III -operaatioiden päättyminen ja pankkien luotonantoehdot

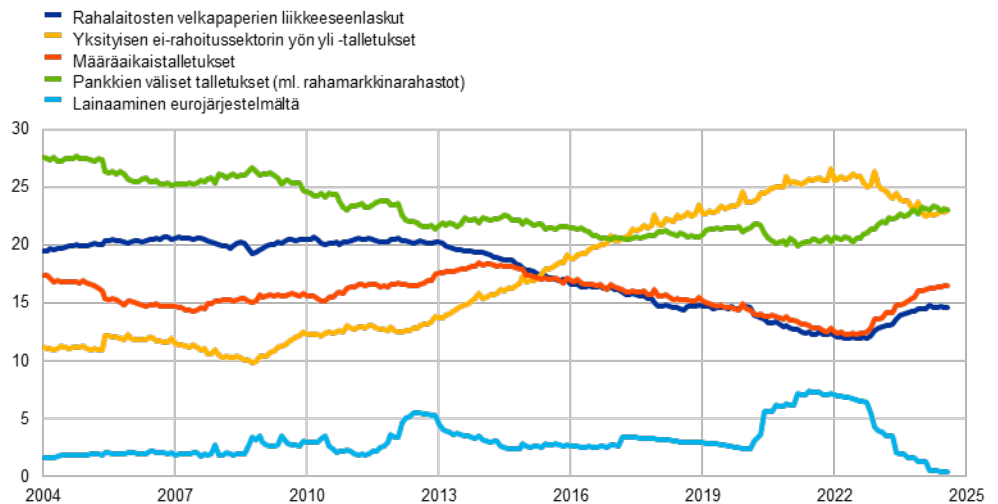
Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari ja Franziska Maruhn

Vuoden 2022 lopulta vuoden 2024 loppuun euroalueen pankit maksoivat takaisin yli 2 000 miljardia euroa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmanteen sarjaan (TLTRO III) kuulunutta rahoitusta korkotason noustessa, jolloin lainaaminen eurojärjestelmästä supistui kirjaushistorian alhaisimmalle tasolle. Sitä mukaa, kun viimeiset TLTRO III -operaatioihin kuuluneet luotot on maksettu takaisin ja korkotaso on pysynyt korkeana viimeaikaisten koronnostojen jälkeen, pankkien varainhankinnan rakenne on muuttunut. Kun pankit kasvattivat arvopaperien liikkeeseenlaskun ja talletusten osuutta varainhankinnassaan, niiden velkojen koostumus muuttui samankaltaisemmaksi kuin se oli ollut ennen TLTRO-operaatioiden alkua vuonna 2014 (ks. kuvio A). Tämän myötä eurojärjestelmän rahoitusoperaatioiden osuus pankkien varainhankinnasta on nyt pienempi kuin koskaan, koska lyhyempiaikaisten tavanomaisten rahoitusoperaatioiden käyttö on vähäistä niiden selvästi vaihtoehtoisia rahoituslähteitä korkeampien kustannusten takia ja koska pankkien maksuvalmiutta tukevien keskuspankkitalletusten määrä on edelleen suuri.⁷¹

Kuvio A

Pankkien varainhankinnan rakenteen kehitys

(prosentteja keskeisistä vastattavien eristä)



Lähteet: EKP (tase-erätalastot (BSI)) ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tässä pankkien vastattavien jaottelussa ei oteta huomioon omaa pääomaa ja varauksia eikä ulkoisia velkoja ja talletuksia muilta euroalueella olevilta. Tuoreimmat havainnot elokuulta 2024.

Ohjauksorkojen poikkeuksellisen nousuvauhdin ja markkinoiden koronlaskuodotusten vuoksi keskuspankin lyhyempiaikaiset rahoitusoperaatiot eivät enää olleet aiemmassa määrin houkuttelevia

⁷¹ Tavanomaisia rahoitusoperaatioita ovat perusrahoitusoperaatiot sekä kolmen kuukauden pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot, joista kummatkin toteutetaan perusrahoitusoperaatioiden korolla.

verrattuna vaihtoehtoihin varainhankinnan lähteisiin, kuten talletuksiin ja pitkiin joukkolainoihin. Eräännyvän keskuspankkirahoituksen uusiminen on saattanut jäädä vähäiseksi myös johtuen tällä hetkellä tarjolla olevan rahoituksen merkittävästi TLTRO III -luottoja lyhyemmästä maturiteetista sekä sääntelyvaatimuksista, kuten maksuvalmiusvaatimuksesta (LCR) ja pysyvän varainhankinnan vaatimuksesta (NSFR).⁷² Lisäksi keskuspankkitalletusten edelleen runsas taso viittaa siihen, että pankeilla ei ole tällä hetkellä juurikaan tarvetta turvautua keskuspankkirahoitukseen. Kuitenkin sitä mukaa, kun EKP:n sijoitussalkun purkaminen etenee ja ylimääräinen likviditeetti vähenee edelleen, keskuspankkirahoituksen kysyntä saattaa jälleen kasvaa. Koska luottoehdot näyttävät reagoivan herkästi siihen, millä tavoin varantoja kanavoidaan pankkijärjestelmään, keskuspankkilikviditeetin vaikutus pankkien rahoituksenvälitykseen riippuu pitkälti välineistä, joilla likviditeettiä jatkossa tarjotaan.⁷³

TLTRO III -operaatioiden uudelleenmitoitus lokakuussa 2022 johti eurojärjestelmän lainanoton kaikkien aikojen nopeimpaan ja voimakkaimpaan supistumiseen (kuvio B) ja vahvasti ohjaukorkojen välittymistä pankkien luotonantoon. Vuonna 2014 aloitetut kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ovat alusta asti tukeneet höllentyvän rahapolitiikan välittymistä kannustamalla pankkeja lainanantoon kohdennetun luonteensa ansiosta sekä vähentämällä pankkien varainhankinnan kustannuksia. Vuonna 2019 aloitettu TLTRO-operaatioiden kolmas sarja toimi pandemian aikana keskeisenä rahapolitiittisen elvytyksen välineenä.⁷⁴ Vuonna 2021 alkaneen odottamattoman ja poikkeuksellisen inflaation kiihtymisen myötä EKP alkoi vuoden lopussa normalisoida rahapolitiikkaansa sopeuttamalla omaisuuserien ostoja ja seuraavan vuoden puolivälissä nostamalla ohjaukorkoja, mikä johti rahoitusolosuhteiden kiristymiseen euroalueella. Samassa yhteydessä EKP:n neuvosto päätti lokakuussa 2022 uudelleenmitoittaa TLTRO III -operaatioita, jotta ohjaukorkojen kiristyminen välittyisi vahvemmin pankkien luotonantoon. Niinpä takaisin maksamatta olevien TLTRO III -ohjelmaan kuuluvien luottojen korkoa korotettiin 23.11.2022 alkaen.⁷⁵ TLTRO-luottojen korkojen nousu kasvatti TLTRO-rahoituksen vaihtoehtoiskustannusta. Samaan aikaan ylimääräinen likviditeetti pysyi runsaana ja TLTRO-luottojen hyödyt

⁷² Maturiteetiltaan pidemmistä rahoitusoperaatioista poiketen tavanomaisia rahoitusoperaatioita (viikon pituiset perusrahoitusoperaatiot ja kolmen kuukauden pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot) ei pidetä NSFR-tunnusluvun laskennassa pysyvänä varainhankintana. Tavanomaisten rahoitusoperaatioiden käyttö voi kasvattaa pankkien korkealaatuisia likvidejä varoja (HQLA) LCR-tunnusluvun laskennassa, jos vakuutena käytetään muita kuin HQLA-varoja. HQLA-varojen koostumuksesta riippuen maksuvalmiusvaatimukseen liittyvä kumoamismekanismi saattaa heikentää tätä positiivista vaikutusta viikoittaisten perusrahoitusoperaatioiden osalta.

⁷³ Ks. C. Altavilla, M. Rostagno ja J. Schumacher, "Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation", *CEPR Discussion Paper*, nro 18581, Centre for Economic Policy Research, marraskuu 2023.

⁷⁴ TLTRO III -ohjelma aloitettiin vuonna 2019, ja sitä mukautettiin vuonna 2020 rahapolitiikan välittymisen tukemiseksi koronapandemian aikana. Ks. lisätietoja TLTRO III -ohjelman mukautuksesta ja sen vaikutuksesta pankkien luotonantoon pandemian aikana *Taloustieteiden tutkimuskeskuksen* 6/2021 artikkelista [TLTRO III and bank lending conditions](#).

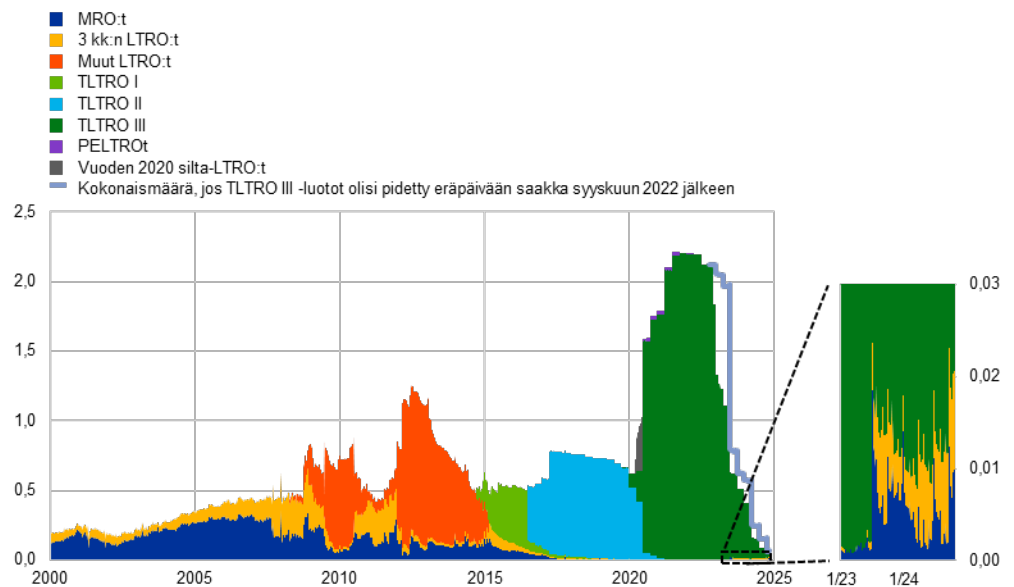
⁷⁵ TLTRO III -operaatioiden sopeutuksessa muutettiin kaikkien takaisin maksamatta olevien operaatioiden hinnoittelukaavaa. Ks. lisätietoja [EKP:n neuvoston 27.10.2022 tekemästä päätöksestä](#) ja siihen liittyvästä [lehdistötiedotteesta](#). Uudelleenmitoituksen myötä TLTRO-operaatioiden odotettu lopullinen keskiporko kunkin operaation koko juoksuajalta nousi noin 0,40 prosenttiyksikköä vuoden 2022 lopusta alkaen, mikä johtui 23.11.2022 voimaan tulleesta TLTRO-koron noin 2 prosenttiyksikön suuruisesta korotuksesta. Vaihtelu pankkien välillä oli suurta riippuen siitä, mihin operaatioihin kukin pankki oli osallistunut, sekä sovellettavista koroista, jotka perustuivat pankin siihenastiseen antolainaukseen.

maksuvalmiusvaatimuksen ja pysyvän varainhankinnan vaatimuksen täyttämässä vähenivät niiden eräpäivien lähestyessä. Näin ollen ensimmäisenä mahdollisena uudelleenmitoituksen jälkeisenä ennen aikaisten takaisinmaksujen ajankohtana pankit maksoivat marraskuussa 2022 takaisin 296 miljardia euroa tuolloin avoimena olleesta 2 113 miljardin euron luottomäärästä. Tämän jälkeen suuria määriä likviditeettiä maksettiin vapaaehtoisesti takaisin myös joulukuussa 2022 ja kuuden seuraavan kuukauden aikana. Uudelleenmitoituksella oli siis merkittävä myönteinen vaikutus TLTRO-ohjelman etupainotteiseen purkuun, ja sen myötä takaisinmaksut jakaantuivat ajallisesti tasaisemmin kuin jos pankit olisivat pitäneet kaikki TLTRO-operaatioissa hankkimansa varat maturiteettiin asti (katkoviiva kuviossa B).

Kuvio B

Eurojärjestelmän rahoitusoperaatioiden käyttö

(tuhansia miljardeja euroja)



Lähteet: EKP:n markkinaoperaatioiden tietokanta ja EKP:n laskelmat.

Huom. MRO tarkoittaa perusrahoitusoperaatiota. LTRO tarkoittaa pitempiä aikaista rahoitusoperaatiota. TLTRO tarkoittaa kohdennettua pitempiä aikaista rahoitusoperaatiota. PELTRO tarkoittaa pandemiaan liittyvää pitempiä aikaista rahoitusoperaatiota. Siniset viivat kuvaavat hypoteettista kokonaisluotonottoa eurojärjestelmästä olettaen, että pankit olisivat pitäneet maturiteettiin saakka kaikki TLTRO III -ohjelman alaiset varat, jotka olivat avoinna 30.9.2022 (ennen ohjelman uudelleenmitoitusta lokakuussa 2022), ja olettaen, että lainaaminen muista rahoitusoperaatioista olisi pysynyt toteutuneella tasolla. Tuoreimmat tiedot 31.10.2024.

Pankit sopeuttivat taseitaan kattaakseen aikaistettuja TLTRO-luottojen takaisinmaksuja. Jotkut pankit luottivat enemmän omaan ylimääräiseen likviditeettiinsä, kun taas toiset pankit keräsivät lisärahoitusta joukkolainamarkkinoilta ja talletuksina (kuvio C). Lokakuun 2022

uudelleenmitoituksen jälkeen TLTRO III -luottoja ottaneet pankit voitiin jakaa kahteen ryhmään: niihin, jotka maksoivat kaikki TLTRO III -luotonsa ennen aikaisesti ja niihin, jotka maksoivat vähintään osan luotostaan vasta eräpäivänä heinäkuuhun 2023 mennessä (jolloin suurimmat TLTRO III -operaatiot erääntyivät). Nämä kaksi ryhmää poikkesivat toisistaan pääasiassa siinä, missä määrin ne olivat käyttäneet TLTRO III -rahoitusta ja millä tasolla niiden ylimääräinen likviditeetti oli ennen uudelleenmitoitusta. Aikaistetun takaisinmaksun mahdollisuuksia täysimääräisesti käyttäneillä pankeilla oli keskimäärin lähes kaksi kertaa enemmän ylimääräistä

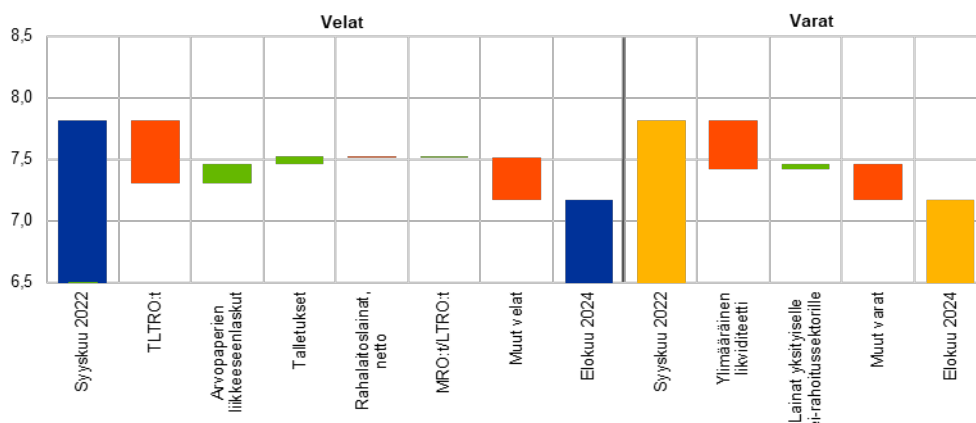
likviditeettiä kuin avoinna olevaa TLTRO III -luottoa ennen lokakuuta 2022, kun taas takaisinmaksut eräpäivänä suorittaneiden pankkien ylimääräinen likviditeetti oli samaa suuruusluokkaa kuin niiden avoinna olevat TLTRO III -luotot. Vastaavasti ensimmäisen ryhmän pankit vähensivät ylimääräistä likviditeettiään määrällä, joka vastasi noin 75 prosenttia niiden TLTRO-luottojen takaisinmaksuista. Siten ne turvautuivat pääasiassa olemassa olevaan ylimääräiseen likviditeettiin, kun taas niiden talletukset samaan aikaan supistuivat (kuvio C, kohta a). Sitä vastoin toisen ryhmän pankit keräsivät merkittävästi uutta rahoitusta – pääasiassa arvopapereiden kautta ja seuraavaksi eniten pankkienvälisiltä markkinoilta lainaamalla – voidakseen maksaa TLTRO-luotot takaisin eräpäivänä, ja niiden ylimääräinen likviditeetti supistui vain noin 50 prosentilla TLTRO-luottojen takaisinmaksujen määrästä (kuvio C, kohta b). Toinen ryhmä myös korotti talletuskorkojaan muita pankkeja enemmän ja onnistui siten säilyttämään ja jossain määrin jopa kasvattamaan talletusten kokonaismääränsä kompensoidakseen keskuspankilikviditeetin supistumisen vaikutusta.

Kuvio C

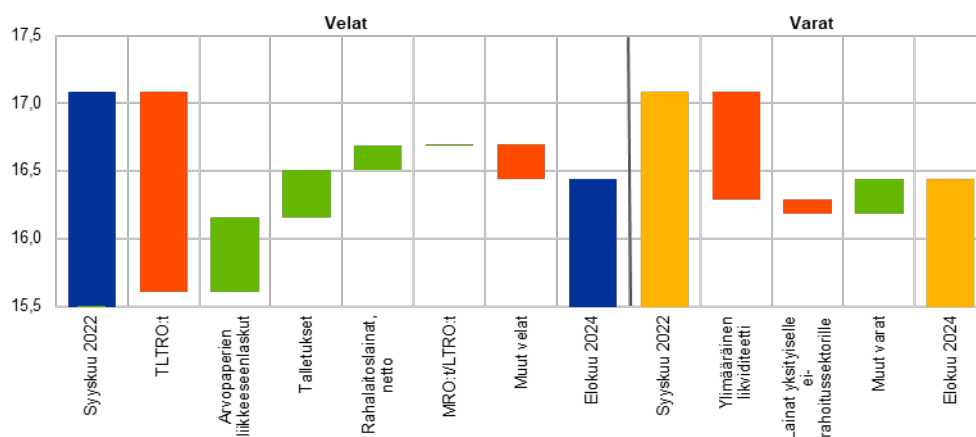
Pankkien taseiden muutokset TLTRO III -ohjelman uudelleenmitoituksen jälkeen

(biljoonaa euroa)

a) Pankit, jotka maksoivat kaiken enneaikaisesti (kesäkuuhun 2023 mennessä)



b) Pankit, jotka maksoivat osan enneaikaisesti ja osan eräpäivänä (kesäkuuhun 2023 mennessä)



Lähteet: EKP (yksittäisiä tase-eriä koskevat tilastot (IBSI), markkinaoperaatioiden tietokanta) ja EKP:n laskelmat.
Huom. Kuviot osoittavat pankkien varojen ja velkojen kehitystä pankkitasoisien tietojen mukaan. Punaiset palkit tarkoittavat velkojen/varojen supistumista ja vihreät palkit kasvua syyskuusta 2022 elokuuhun 2024. Siniset palkit kuvaavat kokonaisvelkoja ja keltaiset palkit kokonaisvaroja jakson alussa ja lopussa. "Rahalaitoslainat, netto" tarkoittaa rahalaitoksista otettuja talletuksia miinus rahalaitoksille annettuja lainoja. Kokonaisvaroja ja -velkoja on oikaistu rahalaitoslainojen nettoutuksen takia. Kohta a kuvaa pankkeja, joiden kaikki TLTRO III -takaisinmaksut lokakuun 2022 ja heinäkuun 2023 välisenä aikana olivat vapaaehtoisia enneaikaisia takaisinmaksuja. Kohta b kuvaa pankkeja, joiden TLTRO III -takaisinmaksut lokakuun 2022 ja heinäkuun 2023 välisenä aikana koostuivat sekä vapaaehtoisista enneaikaisista takaisinmaksuista että takaisinmaksuista eräpäivänä.

Pankkien likviditeetin supistuminen ja TLTRO-korkojen nousu sai pankit turvautumaan kalliimpiin rahoituslähteisiin, mikä puolestaan johti luottoehtojen kiristymiseen.

TLTRO-luottojen takaisinmaksut olemassa olevalla ylimääräisellä likviditeetillä supistivat käytettävissä olevaa likviditeettiä, ja muiden velkarahoituslähteiden käyttäminen puolestaan kasvatti varainhankintakustannuksia. Tämä puolestaan näyttää johtaneen yritysten ja kotitalouksien luotonannon kiristymiseen. Kyselytietoihin perustuvan näytön mukaan pankit kokivat TLTRO III -ohjelman ensimmäiset negatiiviset vaikutukset sen uudelleenmitoituksen jälkeen, mikä viittaa siihen, että aiempaa epäsuotuisimmat TLTRO III -ehdot johtivat tosiasiallisesti pankkien varainhankintaolosuhteiden kiristymiseen.⁷⁶ Lisäksi pankit

⁷⁶ Ks. vuoden 2023 ensimmäisen ja kolmannen neljänneksen pankkien luotonantokyselyistä "The euro area bank lending survey – First quarter of 2023" ja "The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023".

raportoivat, että TLTRO III -ohjelman päättymisellä oli ollut negatiivinen vaikutus niiden maksuvalmiusasemaan. Tämä näkyi myös siinä, että pankkien luottokriteerit kiristyivät kaikkien lainatyyppien osalta ja niiden antolainausvolyymi supistui hieman, kun samaan aikaan luoton tarjonta väheni ohjauskorkojen noustessa.⁷⁷ Näin ollen pankeilla, joiden käytettävissä oli vähemmän ylimääräistä likviditeettiä TLTRO III -luottojen takaisinmaksuun, lainavolyymit näyttivät hieman supistuneen TLTRO-ohjelman uudelleenmitoituksen jälkeen (kuvio C, kohta b). Analyysit, joissa lainakysynnän ja muiden sekoittavien tekijöiden vaikutukset otetaan huomioon, vahvistavat TLTRO-ohjelman uudelleenmitoituksen negatiivisen vaikutuksen antolainaukseen.⁷⁸ Yhteenvetona voidaan todeta, että uudelleenmitoitus voimisti pankkien varainhankintakustannusten ja vastaavasti myös rahoitusolojen kiristymistä. Lisäksi se poisti esteet avoimien TLTRO III -luottojen vapaaehtoiselle ennaikaiselle takaisinmaksulle ja siten kiihdytti eurojärjestelmän taseen supistumista ja rahapolitiikan yleistä tiukentumista.

⁷⁷ Ks. P.R. Lane, "The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area", puheenvuoro rahapolitiikan tehokkuuden ja välittymisen arviointia koskevassa paneelikeskustelussa Kansas Cityn Federal Reserve -pankin symposiumissa 24.8.2024.

⁷⁸ Ks. L. Burlon, A. Ferrari, S. Kho ja N. Tushteva, "Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever", EKP:n *Working Paper* -julkaisusarja, 2024, ilmestyy lähiaikoina.

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6.8	6.1	8.6	2.7	8.4	6.3	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.3	2.5	4.8	0.9	3.0	3.5	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.4	2.9	0.3	1.5	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q4	0.7	0.8	-0.3	0.2	1.3	0.0	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	0.8	0.4	0.7	-0.6	1.5	0.3	5.7	6.4	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
Q2	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.2	5.7	6.1	3.2	2.1	2.7	0.3	2.5
Q3	0.7	0.7	0.1	0.3	0.9	0.4	4.8	5.2	2.6	2.0	2.8	0.5	2.2
2024 June	-	-	-	-	-	-	5.6	5.9	3.0	2.0	2.8	0.2	2.5
July	-	-	-	-	-	-	5.3	5.5	2.9	2.2	2.8	0.5	2.6
Aug.	-	-	-	-	-	-	4.7	5.2	2.5	2.2	3.0	0.6	2.2
Sep.	-	-	-	-	-	-	4.4	5.1	2.4	1.7	2.5	0.4	1.7
Oct.	-	-	-	-	-	-	4.5	5.0	2.6	2.3	2.3	0.3	2.0
Nov.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.3

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.4	12.8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	4.6	1.8
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-0.7	-3.9	2.5
2023 Q4	51.1	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	0.7	0.8	0.6
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	0.0	0.6	-0.6
Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.1	53.3	50.1	1.3	1.9	0.7
Q3	52.9	54.3	53.1	52.5	50.9	50.3	49.8	53.3	48.4	1.2	1.9	0.6
2024 June	53.2	54.8	52.3	49.7	52.8	50.9	52.2	53.1	49.3	1.3	1.9	0.7
July	53.0	54.3	52.8	52.5	51.2	50.2	50.2	53.3	49.3	0.5	1.4	-0.3
Aug.	53.2	54.6	53.8	52.9	51.2	51.0	50.0	53.8	48.4	1.3	2.1	0.5
Sep.	52.4	54.0	52.6	52.0	50.3	49.6	49.2	52.9	47.5	1.2	1.9	0.6
Oct.	52.8	54.1	51.8	49.6	51.9	50.0	50.1	53.1	48.3	.	.	.
Nov.	53.2	54.9	50.5	50.1	52.2	48.3	50.4	53.1	48.6	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12)

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

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12,612.9	12,106.2	6,453.7	2,785.8	2,734.4	1,403.8	785.7	539.0	132.3	-506.7	6,111.6	5,605.0
2022	13,724.0	13,446.3	7,228.9	2,941.9	3,018.2	1,558.7	869.2	584.1	257.3	-277.8	7,395.1	7,117.4
2023	14,594.5	14,077.8	7,736.2	3,093.3	3,195.0	1,641.8	925.8	621.1	53.3	-516.7	7,375.6	6,858.9
2023 Q4	3,706.5	3,570.3	1,960.5	791.7	814.6	411.8	230.6	170.6	3.5	-136.2	1,834.4	1,698.2
2024 Q1	3,738.8	3,564.1	1,981.3	796.5	798.9	413.6	226.6	157.1	-12.7	-174.7	1,852.2	1,677.5
Q2	3,764.1	3,577.5	1,989.6	810.3	781.9	410.6	227.9	141.8	-4.3	-186.6	1,894.9	1,708.3
Q3	3,800.2	3,638.3	2,009.0	818.3	802.4	412.2	225.2	163.3	8.7	-161.9	1,871.0	1,709.2
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.5	53.0	21.2	21.9	11.2	6.3	4.3	0.4	-3.5	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q4	0.0	0.0	0.0	0.7	1.4	-0.4	-2.0	11.1	-	-	0.3	0.2
2024 Q1	0.3	-0.4	0.3	0.1	-2.3	-0.2	-1.2	-8.8	-	-	1.1	-0.3
Q2	0.2	-0.1	0.0	1.2	-2.4	-0.9	0.3	-10.5	-	-	1.5	1.1
Q3	0.4	1.3	0.7	0.5	2.0	-0.1	-1.8	14.8	-	-	-1.5	0.2
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.3	5.1	4.7	4.3	3.8	6.2	8.0	-6.8	-	-	11.4	9.0
2022	3.5	3.8	4.9	1.1	2.0	0.0	3.7	4.9	-	-	7.3	8.3
2023	0.4	0.1	0.6	1.6	1.6	0.5	2.2	3.6	-	-	-0.7	-1.3
2023 Q4	0.1	-0.1	0.9	2.2	2.2	1.2	-0.7	9.3	-	-	-2.5	-3.0
2024 Q1	0.4	0.0	1.0	1.9	-1.1	-1.8	-3.0	3.5	-	-	-0.7	-1.7
Q2	0.5	-0.7	0.5	2.7	-3.2	-1.9	-2.3	-8.4	-	-	1.9	-0.6
Q3	0.9	0.8	1.0	2.4	-1.3	-1.5	-4.6	4.1	-	-	1.4	1.2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0	-0.1	0.5	-0.5	0.1	-	-
2024 Q1	0.3	-0.4	0.2	0.0	-0.5	0.0	-0.1	-0.4	0.0	0.7	-	-
Q2	0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.2	0.3	-	-
Q3	0.4	1.3	0.4	0.1	0.4	0.0	-0.1	0.6	0.4	-0.9	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	6.3	5.1	2.5	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.5	-	-
2022	3.5	3.8	2.6	0.2	0.5	0.0	0.2	0.2	0.5	-0.2	-	-
2023	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	-0.9	0.3	-	-
2023 Q4	0.1	-0.1	0.5	0.5	0.5	0.1	0.0	0.4	-1.5	0.2	-	-
2024 Q1	0.4	0.0	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-0.7	0.5	-	-
Q2	0.5	-0.7	0.3	0.6	-0.7	-0.2	-0.1	-0.3	-0.8	1.2	-	-
Q3	0.9	0.8	0.5	0.5	-0.3	-0.2	-0.3	0.2	0.1	0.1	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products 12
	Total 1	Agriculture, forestry and fishing 2	Manufacturing energy and utilities 3	Construction 4	Trade, transport, accommodation and food services 5	Information and communication 6	Finance and insurance 7	Real estate 8	Professional, business and support services 9	Public administration, education, health and social work 10	Arts, entertainment and other services 11	
Current prices (EUR billions)												
2021	11,253.2	185.1	2,158.3	592.5	2,017.7	602.8	521.9	1,275.7	1,363.7	2,208.1	327.5	1,359.7
2022	12,339.7	217.9	2,421.3	647.1	2,342.5	633.0	543.3	1,341.1	1,490.9	2,324.5	377.9	1,384.3
2023	13,203.5	225.2	2,584.7	721.4	2,440.3	678.4	605.2	1,477.4	1,602.1	2,460.1	408.7	1,391.0
2023 Q4	3,350.4	55.8	643.3	182.7	616.4	172.5	154.3	379.0	410.3	632.7	103.4	356.0
2024 Q1	3,370.0	55.8	631.9	184.6	623.5	176.2	157.7	384.9	412.6	637.8	105.0	368.8
Q2	3,389.8	56.0	627.5	184.7	628.5	177.2	159.4	386.9	418.4	645.4	105.9	374.3
Q3	3,417.9	56.7	632.2	185.1	632.3	179.6	160.6	386.9	422.9	654.6	107.1	382.3
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	19.6	5.5	18.5	5.1	4.6	11.2	12.1	18.6	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q4	0.3	0.3	0.2	-0.3	-0.1	1.4	-0.1	0.8	0.8	0.5	-1.6	-2.4
2024 Q1	0.2	0.6	-0.6	0.1	0.4	0.7	0.9	1.0	-0.1	0.2	1.3	1.2
Q2	0.1	-1.9	-0.2	-1.0	0.3	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.1	0.9
Q3	0.3	-0.7	0.4	-0.5	0.4	1.2	-0.1	-0.1	0.4	0.5	1.3	1.1
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.2	2.6	8.1	3.7	8.2	10.6	6.1	2.2	9.0	3.7	5.2	7.1
2022	3.9	-0.9	0.7	0.1	8.1	5.6	-1.8	2.8	6.2	2.9	16.3	0.2
2023	0.7	0.7	-1.5	1.2	0.0	4.4	-1.7	2.3	1.5	1.0	3.9	-2.2
2023 Q4	0.5	0.4	-2.4	1.7	-0.2	4.6	-2.0	2.3	1.8	1.1	2.5	-3.3
2024 Q1	0.6	0.3	-1.9	-1.3	0.6	4.0	0.0	2.1	1.8	1.2	1.7	-1.1
Q2	0.6	-2.1	-1.8	-1.9	0.7	3.2	0.2	2.2	2.0	1.5	1.2	-0.2
Q3	1.0	-1.7	-0.3	-1.8	0.9	3.8	0.5	1.9	1.8	1.6	1.1	0.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	-
2024 Q1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	6.2	0.0	1.6	0.2	1.5	0.6	0.3	0.3	1.1	0.8	0.2	-
2022	3.9	0.0	0.1	0.0	1.5	0.3	-0.1	0.3	0.8	0.6	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	-
2023 Q4	0.5	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	-
2024 Q1	0.6	0.0	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
Q2	0.6	0.0	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-
Q3	1.0	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2021	100.0	85.9	14.1	3.0	14.3	6.3	24.0	3.2	2.4	1.0	14.0	25.1	6.6
2022	100.0	86.0	14.0	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.1	14.2	24.9	6.6
2023	100.0	86.1	13.9	2.8	14.1	6.4	24.4	3.4	2.3	1.1	14.2	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.6	1.7	0.7	0.5	0.0	3.2	0.6	4.4	0.4	1.3	3.0	2.2	1.0
2022	2.4	2.5	1.9	-0.6	1.2	3.7	3.3	6.1	0.1	3.4	3.8	1.5	1.3
2023	1.4	1.5	0.8	-2.0	0.9	1.3	1.9	3.6	0.6	1.9	1.7	1.3	1.0
2023 Q4	1.3	1.4	0.9	-0.9	0.5	1.7	1.6	2.9	0.6	1.2	1.2	1.5	1.4
2024 Q1	1.1	1.1	0.8	-0.5	0.2	1.6	1.4	2.8	0.9	0.3	0.9	1.5	0.4
Q2	0.9	1.0	0.9	-0.5	0.5	1.2	0.7	2.0	0.7	-1.3	0.8	1.6	0.9
Q3	0.9	0.9	0.8	-1.0	0.2	0.7	1.0	1.6	0.8	-1.8	1.0	1.6	1.0
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.7	18.3	4.0	15.0	7.3	24.2	3.5	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.8	18.2	3.8	14.7	7.4	25.1	3.6	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
2023	100.0	82.0	18.0	3.7	14.6	7.3	25.2	3.6	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	6.1	5.9	7.3	1.6	5.0	9.2	7.2	7.5	2.6	6.3	8.6	4.3	6.5
2022	3.5	3.6	3.3	-1.3	1.1	4.2	7.4	6.4	-0.7	5.4	4.4	0.8	4.8
2023	1.3	1.6	0.2	-1.9	0.6	0.9	1.7	3.5	0.1	1.5	1.7	1.5	1.6
2023 Q4	1.4	1.6	0.4	-1.0	0.5	1.6	1.5	3.3	0.4	0.4	1.4	1.8	1.5
2024 Q1	0.7	0.7	0.4	-2.0	-0.4	1.3	0.9	2.4	0.0	-0.7	1.1	1.0	0.4
Q2	0.8	0.9	0.5	-0.9	0.3	0.9	0.4	2.0	0.4	-1.9	1.1	1.4	1.5
Q3	0.5	0.6	-0.1	-1.7	-0.3	0.5	0.5	1.6	0.6	-2.6	1.0	0.8	1.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.5	4.1	6.5	1.0	4.9	5.8	6.5	3.0	2.2	5.0	5.5	2.0	5.5
2022	1.1	1.1	1.4	-0.6	-0.1	0.5	4.0	0.2	-0.8	1.9	0.5	-0.7	3.4
2023	-0.1	0.0	-0.6	0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	-0.5	-0.4	0.0	0.1	0.5
2023 Q4	0.1	0.2	-0.5	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.4	-0.2	-0.8	0.3	0.4	0.1
2024 Q1	-0.4	-0.4	-0.5	-1.6	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4	-0.9	-1.0	0.2	-0.4	0.0
Q2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	0.0	-0.3	-0.7	0.3	-0.2	0.6
Q3	-0.5	-0.4	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	-0.5	-0.1	-0.2	-0.9	0.0	-0.8	0.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2021	165.075	3.4	12.822	7.8	3.2	10.344	6.9	2.479	16.9	6.547	7.4	6.275	8.2	2.5
2022	167.962	3.1	11.400	6.8	2.7	9.147	6.0	2.252	14.6	5.732	6.4	5.668	7.2	3.2
2023	170.273	2.9	11.183	6.6	2.4	8.886	5.8	2.297	14.5	5.649	6.2	5.535	6.9	3.0
2023 Q4	171.064	2.9	11.161	6.5	2.3	8.793	5.7	2.367	14.8	5.649	6.2	5.511	6.9	2.9
2024 Q1	171.606	2.9	11.195	6.5	2.3	8.870	5.7	2.325	14.5	5.660	6.2	5.535	6.9	2.9
Q2	171.896	2.8	11.115	6.5	2.1	8.787	5.6	2.329	14.6	5.629	6.2	5.487	6.8	2.6
Q3	.	.	.	6.3	.	.	5.4	.	14.9	.	6.2	.	6.5	2.5
2024 May	-	-	11.083	6.4	-	8.744	5.6	2.339	14.6	5.640	6.2	5.442	6.8	-
June	-	-	11.076	6.4	-	8.735	5.6	2.341	14.6	5.676	6.2	5.400	6.7	-
July	-	-	10.957	6.4	-	8.574	5.5	2.383	14.9	5.702	6.2	5.256	6.5	-
Aug.	-	-	10.834	6.3	-	8.450	5.4	2.384	14.9	5.630	6.1	5.204	6.5	-
Sep.	-	-	10.844	6.3	-	8.452	5.4	2.392	14.9	5.629	6.1	5.215	6.5	-
Oct.	-	-	10.841	6.3	-	8.414	5.4	2.427	15.0	5.612	6.1	5.229	6.5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.4	0.9	8.7	9.1	7.9	-2.9
2022	2.2	3.0	-1.5	5.1	6.3	-2.9	3.4	1.1	-2.7	3.4	4.5	9.9	-4.3
2023	-2.2	-1.7	-5.6	2.4	-1.6	-5.5	1.5	-1.9	-2.6	-1.0	-1.7	2.6	14.6
2023 Q4	-3.9	-4.2	-4.7	-2.5	-6.5	-0.6	1.5	-0.6	-0.5	0.1	-4.1	1.7	4.1
2024 Q1	-4.7	-4.9	-2.9	-6.0	-5.6	-1.8	-0.3	-0.1	-0.5	0.2	-0.6	2.7	4.6
Q2	-3.7	-4.0	-2.5	-7.2	0.3	-0.1	-1.6	0.2	0.0	0.4	0.6	1.8	4.1
Q3	-1.8	-2.2	-2.9	-3.9	2.0	1.9	-2.0	1.9	0.5	2.7	2.3	1.4	-9.5
2024 May	-3.6	-3.9	-3.4	-7.7	1.4	0.2	-2.4	0.4	0.5	0.6	0.3	1.9	-3.7
June	-4.2	-4.7	-1.6	-8.4	-0.1	2.0	-1.4	-0.8	-0.3	-1.0	-0.3	-0.3	11.9
July	-2.1	-2.4	-3.0	-4.3	1.0	1.1	-2.3	0.2	-0.2	0.2	0.0	1.2	-8.2
Aug.	-0.1	-0.4	-3.1	0.4	1.0	2.6	-2.5	2.5	1.4	2.4	4.8	1.7	-12.8
Sep.	-2.8	-3.3	-2.6	-6.4	3.9	1.9	-1.6	3.0	0.2	5.5	2.1	1.2	-7.3
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	1.9	0.6	2.7	1.9	.	.
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 May	-0.9	-0.9	-0.9	-2.7	1.2	0.6	-0.9	0.2	1.1	-0.4	0.0	-0.3	-6.4
June	0.1	0.0	0.7	0.8	-1.1	1.7	0.6	-0.7	-0.4	-0.6	-0.4	-1.2	13.8
July	-0.3	-1.0	-1.5	-1.0	1.0	0.0	-0.5	0.5	-0.1	0.8	-0.1	1.0	-11.3
Aug.	1.5	1.4	-0.3	3.8	0.4	0.3	0.0	1.1	1.1	1.3	1.2	0.5	0.0
Sep.	-2.0	-2.1	0.0	-3.8	1.2	-1.5	-0.1	0.5	-0.7	1.3	-0.6	-0.5	3.1
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	-0.5	0.1	-0.9	-0.3	.	.

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	.	-	-	-	-
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	49.7
2024	.	.	78.5	.	.	.	.	90.2	.	.	.	.
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.4	-5.2	-6.2	7.1	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	95.9	-10.2	79.0	-14.3	-6.3	-7.1	6.5	90.0	46.2	47.6	53.1	51.6
Q3	96.2	-10.4	78.3	-13.2	-6.0	-8.3	6.1	90.3	45.5	45.4	52.1	50.3
Q4	.	.	77.3	.	.	.	.	90.4	.	.	.	.
2024 June	96.0	-10.2	.	-14.0	-6.8	-7.8	6.5	.	45.8	46.1	52.8	50.9
July	95.9	-10.5	78.3	-13.0	-6.3	-9.0	5.1	90.3	45.8	45.6	51.9	50.2
Aug.	96.4	-9.9	.	-13.5	-6.2	-7.9	6.3	.	45.8	45.8	52.9	51.0
Sep.	96.3	-10.8	.	-13.0	-5.5	-8.2	6.8	.	45.0	44.9	51.4	49.6
Oct.	95.7	-12.6	77.3	-12.5	-4.8	-7.2	6.8	90.4	46.0	45.8	51.6	50.0
Nov.	95.8	-11.1	.	-13.7	-4.8	-4.4	5.3	.	45.2	45.1	49.5	48.3

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.2	94.3	2.4	3.5	17.9	7.7	7.5	36.8	7.5	79.2	5.8	10.2	3.5
2022	13.6	91.3	0.5	2.3	12.7	2.3	8.2	37.7	5.4	74.5	5.1	10.0	3.4
2023	14.1	85.3	1.2	1.9	3.0	2.0	-1.5	35.8	5.4	70.1	1.8	1.7	0.8
2023 Q3	13.9	86.5	0.5	1.8	1.3	1.6	-0.6	36.5	5.6	70.7	2.4	-11.4	1.2
Q4	14.1	85.3	1.4	1.9	2.2	2.0	-1.5	35.8	5.4	70.1	1.8	-0.7	0.8
2024 Q1	14.5	84.1	2.8	2.0	-3.3	2.2	-0.7	34.9	4.6	69.4	1.9	-6.3	0.8
Q2	14.9	83.4	2.1	2.3	-1.8	2.9	0.9	34.3	3.9	69.3	2.1	-8.1	1.0

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q4	1,410.0	1,331.3	78.7	694.0	620.0	346.3	314.8	320.7	303.9	49.2	92.6	62.4	41.1
2024 Q1	1,430.2	1,327.2	103.0	704.9	600.5	368.5	336.4	310.8	310.8	46.1	79.6	18.9	31.6
Q2	1,490.9	1,360.2	130.7	716.8	613.9	390.7	339.8	336.7	316.1	46.6	90.3	25.4	22.1
Q3	1,487.9	1,375.2	112.7	722.9	618.9	380.8	328.7	339.7	340.2	44.5	87.4	18.3	15.5
2024 Apr.	498.0	454.9	43.1	240.3	205.8	128.9	112.8	112.6	106.6	16.3	29.6	6.9	8.7
May	493.6	458.7	34.9	237.7	205.0	129.5	110.4	112.5	113.9	13.9	29.3	8.2	7.6
June	499.2	446.6	52.7	238.8	203.1	132.4	116.5	111.6	95.6	16.4	31.4	10.3	5.8
July	497.1	456.9	40.2	240.7	204.1	127.2	109.6	114.0	114.2	15.2	28.9	6.4	6.7
Aug.	500.1	464.7	35.4	242.0	207.5	130.6	111.9	112.7	115.3	14.8	30.0	7.3	3.9
Sep.	490.7	453.7	37.0	240.2	207.2	123.1	107.2	112.9	110.7	14.5	28.5	4.6	4.9
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Sep.	5,819.0	5,393.9	425.1	2,838.5	2,453.3	1,486.3	1,319.6	1,307.8	1,271.0	186.4	349.9	125.1	110.4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Sep.	38.8	35.9	2.8	18.9	16.3	9.9	8.8	8.7	8.5	1.2	2.3	0.8	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q4	-4.8	-16.4	708.7	333.8	144.4	215.5	586.0	671.6	384.3	108.2	159.4	476.6	81.3
2024 Q1	-2.7	-11.8	715.2	336.6	142.8	219.1	590.6	655.8	372.0	105.8	159.0	467.9	75.8
Q2	1.7	-4.5	717.5	338.7	136.7	223.5	592.9	671.5	383.8	109.1	162.0	480.2	78.9
Q3	2.4	0.2	711.7	.	.	.	589.2	674.4	.	.	.	486.9	.
2024 Apr.	14.0	1.9	243.9	114.6	46.5	76.3	201.0	225.6	130.1	36.4	55.0	160.5	28.0
May	-0.8	-6.3	236.8	112.9	44.8	73.6	196.0	225.2	128.6	36.6	53.5	160.6	27.2
June	-6.4	-8.7	236.8	111.1	45.3	73.6	195.9	220.7	125.1	36.2	53.5	159.0	23.8
July	9.3	3.7	237.4	112.7	45.2	73.5	196.0	224.4	127.3	37.4	54.0	162.2	26.5
Aug.	-2.8	-2.7	236.8	113.0	44.8	73.5	196.9	226.0	127.0	36.6	55.3	163.2	25.9
Sep.	0.6	-0.6	237.6	.	.	.	196.3	224.1	.	.	.	161.5	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q3	-4.3	-10.3	96.3	94.4	96.4	102.4	95.8	106.5	104.6	111.8	110.7	109.0	172.5
Q4	-3.8	-8.7	96.2	93.3	96.2	103.1	95.3	104.4	102.0	105.3	109.2	106.0	164.9
2024 Q1	-3.5	-6.6	96.7	94.3	93.5	104.2	95.5	102.9	100.4	102.1	108.1	103.3	164.3
Q2	-0.9	-4.3	95.6	93.3	88.7	105.4	94.4	103.7	101.3	105.2	108.5	104.7	168.8
2024 Mar.	-9.9	-7.0	96.1	93.7	92.4	105.3	95.0	103.7	100.5	104.6	111.4	105.4	165.4
Apr.	11.4	3.8	97.1	94.5	90.6	107.3	95.9	105.1	103.0	104.7	110.1	106.1	172.6
May	-3.6	-6.9	95.0	93.3	87.6	104.3	93.8	103.1	101.0	105.1	107.6	103.8	172.1
June	-8.7	-9.2	94.8	92.1	88.0	104.4	93.6	103.0	99.8	105.7	107.7	104.2	161.8
July	5.6	0.8	93.8	92.5	86.4	102.3	92.5	103.0	100.2	107.3	107.5	105.1	160.9
Aug.	-5.1	-4.3	95.5	92.8	86.7	106.4	94.9	104.3	101.6	106.5	110.4	106.7	167.9

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.6	0.6	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.1	0.2	0.2	1.1	2.7	2.3
Q2	126.3	2.5	2.8	1.3	4.0	0.6	0.4	-0.3	0.0	-0.5	1.2	2.5	2.8
Q3	126.6	2.2	2.8	0.6	4.0	0.5	0.8	1.0	0.3	-1.4	1.0	1.9	4.0
2024 June	126.6	2.5	2.9	1.2	4.1	0.1	0.3	0.4	0.1	-0.8	0.3	2.4	3.4
July	126.5	2.6	2.9	1.4	4.0	0.3	0.3	0.4	0.2	0.8	0.3	2.4	4.1
Aug.	126.7	2.2	2.8	0.5	4.1	0.1	0.3	0.2	0.0	-1.1	0.4	1.9	4.0
Sep.	126.6	1.7	2.7	0.0	3.9	0.0	0.3	0.6	0.0	-1.7	0.1	1.5	3.9
Oct.	127.0	2.0	2.7	0.4	4.0	0.3	0.4	1.3	0.0	0.4	0.3	1.7	4.1
Nov. ³⁾	126.7	2.3	2.7	.	3.9	0.1	0.2	0.3	0.1	0.6	-0.1	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2023 Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0	
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8	
Q2	2.6	2.9	1.4	0.6	0.7	0.0	3.3	2.8	3.7	-0.5	5.1	4.0	
Q3	2.3	2.7	1.2	-0.3	0.5	-2.7	3.3	3.0	4.5	-0.9	4.8	4.0	
2024 June	2.4	2.7	1.3	0.6	0.7	0.2	3.3	2.8	4.3	-0.4	5.1	4.1	
July	2.3	2.7	1.0	0.9	0.7	1.2	3.4	3.0	4.0	-0.4	4.8	4.0	
Aug.	2.3	2.7	1.1	-0.5	0.4	-3.0	3.3	2.9	5.0	-0.6	4.8	4.0	
Sep.	2.4	2.6	1.6	-1.4	0.4	-6.1	3.3	3.0	4.3	-1.7	4.7	4.0	
Oct.	2.9	2.8	3.0	-0.9	0.5	-4.6	3.3	3.0	4.8	-2.2	4.7	4.0	
Nov. ³⁾	2.8	2.9	2.4	.	0.7	-1.9	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2021	100.0	12.2	7.5	5.7	10.9	2.6	2.2	3.3	1.7	30.3	5.8	7.9	0.6
2022	132.8	32.8	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.5	6.8	81.1	11.9	7.1	0.6
2023	130.0	-2.1	1.9	3.8	-0.2	5.2	8.3	8.3	5.6	-13.3	6.9	-1.2	-8.1
2023 Q4	128.1	-8.4	-1.1	0.0	-4.8	3.3	3.6	2.1	3.1	-22.9	4.5	-1.2	-9.0
2024 Q1	124.9	-8.0	-1.6	-1.3	-5.3	2.0	1.5	-0.3	1.4	-20.5	3.6	-0.3	-8.0
Q2	122.9	-4.4	-0.2	-0.5	-3.1	1.6	1.1	-0.4	1.0	-12.2	2.4	1.3	-6.8
Q3	124.4	-2.6	-0.6	0.4	-0.9	1.4	1.4	0.4	0.9	-8.9	3.0	.	.
2024 May	122.6	-4.2	-0.1	-0.5	-3.1	1.7	1.1	-0.5	1.1	-11.8	-	-	-
June	123.2	-3.4	0.1	-0.2	-2.3	1.5	1.2	0.2	0.9	-9.8	-	-	-
July	124.2	-2.2	0.3	0.2	-1.1	1.3	1.2	0.1	0.9	-7.3	-	-	-
Aug.	124.9	-2.3	-0.7	0.4	-0.8	1.4	1.3	0.3	0.8	-7.7	-	-	-
Sep.	124.2	-3.4	-1.6	0.6	-0.8	1.3	1.7	0.9	0.9	-11.5	-	-	-
Oct.	124.7	-3.2	-0.9	0.8	-0.5	1.3	2.0	1.3	1.1	-11.2	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	102.1	2.1	2.8	2.2	2.0	4.0	5.9	8.0	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	107.3	5.1	7.0	6.7	4.5	8.2	12.8	17.4	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	113.7	5.9	4.6	6.4	3.5	4.2	0.5	-2.3	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2023 Q4	115.4	5.0	3.9	4.0	2.9	2.5	-1.7	-4.2	78.5	-8.8	-9.3	-8.3	-9.8	-10.4	-9.0
2024 Q1	116.0	3.6	2.6	3.3	3.3	2.1	-0.7	-2.9	76.5	-2.3	3.1	-7.5	-2.7	1.8	-7.8
Q2	116.6	2.9	2.6	2.6	2.9	1.7	0.7	-0.1	85.0	13.0	16.5	9.4	11.4	13.1	9.4
Q3	117.2	2.7	2.2	2.1	2.5	1.8	1.3	0.2	.	9.8	11.3	8.2	10.8	12.2	9.1
2024 May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.1	13.5	12.6	11.8	11.4	12.2
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.2	15.6	10.7	12.0	12.7	11.2
July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.0	14.0	10.0	12.2	13.4	10.8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10.4	11.5	9.2	11.6	12.8	10.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7.0	8.4	5.6	8.7	10.5	6.5
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.8	13.3	12.3	12.6	12.3	13.0

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					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	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.6	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q4	3.7	18.6	17.5	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.6	16.5	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
Q2	6.1	13.9	13.7	3.4	56.7	49.9	60.5	48.6	54.6
Q3	6.5	13.0	12.3	2.0	50.1	52.0	57.9	50.1	53.0
2024 June	6.2	13.6	13.9	4.3	54.7	51.4	59.3	49.5	53.5
July	6.8	14.7	12.3	2.0	53.0	53.6	60.0	49.9	52.9
Aug.	6.3	12.8	12.5	1.6	50.6	53.4	57.8	51.1	53.7
Sep.	6.4	11.4	12.2	2.3	46.8	49.1	56.0	49.2	52.4
Oct.	6.7	11.9	13.9	2.0	46.5	48.2	56.5	48.2	52.8
Nov.	7.1	14.0	12.7	4.1	49.1	49.3	57.9	47.9	53.3

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100)	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	
2021	101.1	1.1	1.2	0.8	1.0	1.2	1.4
2022	105.8	4.7	3.9	7.2	5.0	4.0	2.9
2023	110.7	4.6	4.5	4.8	4.9	3.7	4.4
2023 Q4	118.4	3.7	3.6	4.0	4.2	2.7	4.5
2024 Q1	108.5	5.4	5.5	4.9	5.1	6.0	4.8
Q2	119.8	5.0	4.9	5.6	4.9	5.2	3.5
Q3	112.1	4.6	4.5	4.9	4.6	3.7	5.4

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: 2020 =100)	By economic activity										
		Total	Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, entert- ainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	99.7	-0.3	1.6	-3.0	4.8	-1.9	-0.2	-1.7	5.2	-1.0	1.1	-0.8
2022	103.0	3.4	4.3	4.4	7.9	1.4	3.0	5.1	5.8	3.3	2.1	-5.8
2023	109.7	6.4	3.1	7.9	5.0	7.9	4.3	7.9	3.5	6.6	5.1	2.3
2023 Q4	111.9	6.4	3.9	8.5	4.5	7.2	3.1	8.5	3.0	4.7	5.5	3.9
2024 Q1	113.2	5.5	3.3	7.0	7.0	4.9	2.7	6.0	2.1	4.2	5.6	5.0
Q2	114.1	5.2	5.8	7.1	7.1	4.8	2.8	6.4	0.2	3.5	5.1	4.7
Q3	114.8	4.3	4.9	4.7	7.2	4.5	2.0	5.5	-0.1	3.5	4.4	4.0
Compensation per employee												
2021	104.3	4.3	3.6	4.8	5.3	5.5	5.8	3.9	6.2	4.7	2.6	3.3
2022	109.0	4.5	4.1	3.9	4.2	6.1	2.5	3.1	5.2	5.7	3.5	8.1
2023	114.9	5.4	5.9	5.4	4.9	5.8	5.0	5.3	4.0	6.4	4.7	5.2
2023 Q4	117.1	5.2	5.2	5.4	4.5	5.3	4.8	5.7	4.2	5.4	5.1	5.1
2024 Q1	118.5	4.8	4.1	4.8	4.0	4.1	3.9	5.1	4.0	5.1	5.3	6.3
Q2	119.5	4.7	4.1	4.7	3.8	4.8	4.0	5.8	3.7	4.7	4.9	5.0
Q3	120.5	4.4	4.2	4.2	4.6	4.4	4.2	5.2	3.7	4.3	4.5	4.1
Labour productivity per person employed												
2021	104.7	4.7	2.0	8.0	0.5	7.6	6.0	5.6	0.9	5.8	1.4	4.2
2022	105.8	1.1	-0.3	-0.5	-3.4	4.7	-0.5	-1.9	-0.6	2.3	1.3	14.8
2023	104.8	-1.0	2.7	-2.3	-0.1	-1.9	0.7	-2.4	0.4	-0.2	-0.3	2.9
2023 Q4	104.6	-1.2	1.3	-2.9	0.0	-1.8	1.7	-2.5	1.1	0.7	-0.4	1.1
2024 Q1	104.6	-0.6	0.7	-2.0	-2.8	-0.8	1.2	-0.9	1.8	0.9	-0.3	1.3
Q2	104.6	-0.4	-1.6	-2.2	-3.1	0.0	1.1	-0.5	3.5	1.2	-0.2	0.3
Q3	104.9	0.0	-0.7	-0.5	-2.5	0.0	2.1	-0.3	3.7	0.8	0.0	0.1
Compensation per hour worked												
2021	100.2	0.2	1.6	0.1	0.5	-0.8	3.0	1.9	2.3	0.0	0.7	-1.5
2022	103.6	3.4	5.5	4.0	4.0	2.0	2.5	3.8	3.8	4.6	4.2	5.0
2023	109.1	5.3	5.7	5.7	5.0	5.8	5.0	5.8	4.6	6.3	4.5	4.5
2023 Q4	110.8	4.9	5.4	5.4	4.0	5.3	4.2	5.6	4.0	4.9	4.7	4.6
2024 Q1	112.2	5.2	5.8	5.3	4.1	4.6	4.2	5.9	4.4	5.0	5.8	6.5
Q2	113.1	4.9	3.5	4.9	4.2	5.1	3.7	6.1	4.2	4.4	5.2	4.2
Q3	114.2	4.7	3.8	4.8	4.3	4.8	4.1	5.3	2.9	4.5	5.2	3.7
Hourly labour productivity												
2021	100.2	0.2	1.0	2.9	-5.0	1.0	2.9	3.4	-3.9	0.3	-0.6	-1.2
2022	100.2	0.0	0.4	-0.4	-4.0	0.7	-0.7	-1.1	-2.5	1.8	2.1	11.0
2023	99.2	-0.9	2.6	-2.1	0.3	-1.7	0.9	-1.9	0.9	-0.2	-0.4	2.3
2023 Q4	98.7	-1.2	1.4	-2.9	0.2	-1.7	1.3	-2.4	1.9	0.4	-0.7	1.0
2024 Q1	98.9	-0.2	2.3	-1.5	-2.5	-0.3	1.6	0.0	2.8	0.7	0.1	1.3
Q2	98.9	-0.3	-1.2	-2.1	-2.8	0.3	1.1	-0.2	4.2	1.0	0.0	-0.3
Q3	99.3	0.5	0.1	0.0	-2.3	0.5	2.2	-0.1	4.7	0.8	0.8	0.0

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
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024 June	3.75	3.63	3.72	3.71	3.65	5.33	0.08
July	3.66	3.62	3.68	3.64	3.53	5.34	0.08
Aug.	3.66	3.60	3.55	3.42	3.17	5.33	0.23
Sep.	3.56	3.44	3.43	3.26	2.94	5.15	0.23
Oct.	3.34	3.21	3.17	3.00	2.69	4.85	0.23
Nov.	3.16	3.07	3.01	2.79	2.51	4.66	0.23

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 June	3.41	3.10	2.80	2.42	2.50	-0.60	-0.73	-0.51	2.74	2.31	2.22	2.91
July	3.29	2.92	2.58	2.19	2.33	-0.59	-0.72	-0.49	2.50	2.04	2.03	2.86
Aug.	3.26	2.74	2.36	2.14	2.39	-0.35	-0.51	-0.46	2.21	1.85	2.27	2.87
Sep.	3.12	2.43	2.03	1.93	2.24	-0.20	-0.23	-0.39	1.81	1.58	2.19	2.78
Oct.	2.88	2.47	2.24	2.25	2.52	0.05	0.00	-0.19	2.10	2.00	2.52	2.96
Nov.	2.73	2.18	1.91	1.92	2.19	0.00	-0.12	-0.26	1.72	1.65	2.20	2.59

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											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2024 June	510.0	4,952.0	997.7	309.2	160.7	125.2	231.2	951.1	1,159.0	377.0	288.9	772.9	5,415.1	38,858.9
July	506.3	4,913.9	978.1	296.9	159.0	125.6	235.8	943.7	1,138.0	374.7	295.7	780.5	5,538.0	40,102.9
Aug.	494.1	4,788.5	958.1	283.8	159.7	122.8	229.2	922.6	1,055.6	380.0	303.8	819.4	5,478.2	36,873.3
Sep.	505.0	4,877.0	987.6	281.9	165.0	121.6	241.8	950.5	1,029.0	402.8	320.1	843.4	5,621.3	37,307.4
Oct.	511.2	4,948.4	1,000.1	285.2	164.7	123.6	244.9	977.8	1,036.0	402.4	327.0	840.7	5,792.3	38,843.8
Nov.	497.5	4,795.1	939.9	271.5	155.5	121.6	241.8	975.3	997.8	386.1	328.9	816.8	5,929.9	38,617.4

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		APRC ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.99	16.76	7.21	7.90	8.53	5.57	4.93	4.32	3.90	3.70	4.36	4.03
Dec.	0.37	1.66	3.28	3.46	8.04	16.89	7.47	7.71	8.42	5.38	4.91	4.24	3.81	3.63	4.34	3.98
2024 Jan.	0.39	1.69	3.20	3.15	8.14	16.91	7.93	8.02	8.72	5.37	4.88	4.08	3.67	3.52	4.16	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.18	3.07	8.19	16.86	7.61	7.93	8.62	5.30	4.85	4.02	3.64	3.49	4.13	3.85
Mar.	0.39	1.72	3.18	2.91	8.19	16.96	8.03	7.79	8.54	5.15	4.82	4.00	3.57	3.44	4.05	3.81
Apr.	0.39	1.73	3.13	2.89	8.14	17.00	8.04	7.85	8.57	5.20	4.84	3.98	3.59	3.43	4.05	3.81
May	0.39	1.73	3.10	2.81	8.21	17.04	7.65	7.94	8.68	5.26	4.81	3.97	3.62	3.42	4.05	3.81
June	0.38	1.74	3.03	2.84	8.18	17.01	7.42	7.71	8.45	5.15	4.82	3.96	3.64	3.39	4.03	3.78
July	0.38	1.74	3.01	2.77	8.16	17.00	7.55	7.79	8.49	5.03	4.76	3.93	3.64	3.38	4.00	3.75
Aug.	0.38	1.75	2.97	2.69	8.16	16.99	7.85	7.82	8.60	5.05	4.70	3.88	3.62	3.37	4.00	3.73
Sep.	0.37	1.75	3.00	2.73	8.23	17.04	7.56	7.76	8.53	4.89	4.59	3.79	3.55	3.28	3.89	3.64
Oct.	0.36	1.74	2.73	2.62	8.05	16.90	7.24	7.71	8.47	4.65	4.37	3.70	3.47	3.22	3.79	3.55

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.78	5.94	5.79	5.53	5.32	4.54	5.12	5.18	4.39	5.25
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.56	5.75	5.68	5.45	5.12	4.51	5.26	5.10	4.37	5.24
2024 Jan.	0.89	3.70	3.37	5.38	5.38	5.72	5.65	5.47	5.25	4.43	5.15	5.00	4.21	5.20
Feb.	0.89	3.65	3.50	5.37	5.52	5.76	5.60	5.49	5.15	4.38	5.10	4.83	4.00	5.16
Mar.	0.91	3.68	3.60	5.37	5.47	5.73	5.52	5.44	5.18	4.33	5.18	5.17	4.15	5.20
Apr.	0.91	3.67	3.34	5.37	5.31	5.64	5.63	5.38	5.11	4.30	5.19	5.01	4.15	5.20
May	0.91	3.65	3.61	5.33	5.37	5.77	5.68	5.40	5.09	4.29	4.99	4.96	4.18	5.12
June	0.87	3.54	3.54	5.25	5.33	5.69	5.67	5.24	4.99	4.23	5.02	5.05	4.14	5.08
July	0.87	3.48	3.28	5.21	5.13	5.44	5.50	5.27	4.93	4.17	5.08	5.00	4.13	5.06
Aug.	0.89	3.42	3.12	5.18	5.14	5.40	5.48	5.17	4.85	4.11	5.03	4.78	4.06	5.01
Sep.	0.88	3.28	2.97	5.12	5.03	5.29	5.49	5.01	4.64	4.04	4.72	4.47	3.87	4.80
Oct.	0.82	3.06	2.96	4.89	4.82	5.10	5.29	4.80	4.39	3.92	4.65	4.29	3.86	4.68

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2021	1,414.2	431.4	128.4	52.5	89.6	764.7	674.9	386.6	137.9	79.0	26.4	32.1	137.6	104.8
2022	1,383.1	478.8	142.7	52.0	94.6	667.0	621.7	480.5	182.7	115.9	48.3	48.1	133.9	97.1
2023	1,553.4	612.7	152.7	63.9	86.2	701.8	659.1	502.6	212.6	113.6	39.4	48.8	127.5	103.8
2024 May	1,512.6	559.6	166.1	56.8	93.0	693.9	639.8	451.8	172.7	104.8	39.5	41.4	132.9	101.9
June	1,529.2	566.0	162.2	56.5	89.2	711.8	658.2	426.6	162.2	94.0	40.0	39.7	130.7	94.2
July	1,544.1	564.0	174.5	57.5	94.6	711.1	651.1	495.3	183.0	120.5	45.3	48.8	142.9	114.7
Aug.	1,552.2	560.4	174.1	54.0	94.5	723.2	659.5	445.5	190.1	102.0	40.8	30.5	123.0	101.3
Sep.	1,547.3	588.6	168.6	51.3	84.1	706.0	642.4	475.1	202.4	90.6	37.1	38.2	143.9	112.8
Oct.	1,532.3	569.0	167.0	52.4	83.6	712.6	655.4	453.9	156.1	120.7	41.0	38.1	139.0	124.0
Long-term														
2021	19,863.2	4,124.5	3,357.1	1,377.6	1,617.9	10,763.7	9,942.7	316.6	68.5	83.4	34.0	23.2	141.5	128.0
2022	17,813.1	3,911.3	3,218.4	1,372.8	1,412.7	9,270.7	8,558.7	295.3	76.9	71.1	29.7	16.9	130.4	121.0
2023	19,457.7	4,450.3	3,382.2	1,380.5	1,524.2	10,101.0	9,361.3	325.6	94.1	72.2	28.2	21.2	138.2	129.7
2024 May	19,765.2	4,620.3	3,505.8	1,377.4	1,548.0	10,091.2	9,341.0	399.1	76.0	106.6	23.3	35.1	181.5	163.3
June	19,903.9	4,624.5	3,535.6	1,388.8	1,563.3	10,180.5	9,425.9	321.7	70.1	81.6	29.1	30.7	139.2	130.9
July	20,149.7	4,667.9	3,564.4	1,380.1	1,565.5	10,351.9	9,588.3	317.9	83.4	97.4	18.2	15.9	121.2	116.9
Aug.	20,247.3	4,686.0	3,566.5	1,375.0	1,569.5	10,425.2	9,657.6	212.3	43.9	56.2	13.9	10.5	101.7	97.0
Sep.	20,557.9	4,739.6	3,627.6	1,384.5	1,595.5	10,595.1	9,819.3	372.1	85.1	97.8	25.6	38.9	150.4	143.2
Oct.	20,461.2	4,745.5	3,623.8	1,366.9	1,594.2	10,497.7	9,723.4	339.6	78.4	83.8	15.0	23.5	153.9	143.8

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2021	21,277.4	4,556.0	3,485.6	1,430.1	1,707.5	11,528.4	10,617.5	10,357.1	600.3	1,484.6	8,271.2
2022	19,196.2	4,390.0	3,361.1	1,424.8	1,507.3	9,937.7	9,180.4	8,701.5	525.2	1,285.9	6,889.8
2023	21,011.1	5,063.1	3,534.9	1,444.4	1,610.4	10,802.8	10,020.4	9,672.7	619.7	1,411.8	7,640.7
2024 May	21,277.8	5,179.9	3,671.8	1,434.2	1,641.0	10,785.1	9,980.8	10,363.6	740.0	1,565.3	8,057.9
June	21,433.1	5,190.5	3,697.8	1,445.3	1,652.5	10,892.3	10,084.0	10,058.5	687.2	1,515.2	7,855.6
July	21,693.8	5,231.9	3,738.8	1,437.6	1,660.1	11,063.0	10,239.5	10,114.4	724.0	1,533.7	7,856.2
Aug.	21,799.5	5,246.4	3,740.6	1,429.0	1,664.1	11,148.4	10,317.1	10,246.0	723.8	1,557.5	7,964.2
Sep.	22,105.2	5,328.2	3,796.2	1,435.8	1,679.6	11,301.2	10,461.6	10,410.1	746.5	1,560.7	8,102.4
Oct.	21,993.4	5,314.5	3,790.8	1,419.3	1,677.8	11,210.3	10,378.8	10,097.2	751.1	1,548.1	7,797.5
Growth rate ¹⁾											
2024 Mar.	5.9	11.5	4.7	2.8	2.4	4.3	4.6	-1.4	-3.1	0.9	-1.6
Apr.	5.7	10.3	4.4	1.1	3.0	4.4	4.6	-1.4	-3.1	0.5	-1.6
May	5.4	8.7	3.6	-2.0	2.9	4.8	4.8	-1.2	-3.2	0.4	-1.3
June	4.7	7.2	3.4	-2.6	3.4	4.2	4.2	-0.6	-3.3	-0.9	-0.3
July	4.3	5.5	4.0	-3.1	2.5	4.2	4.2	-0.3	-3.5	-0.6	0.0
Aug.	4.5	5.1	4.3	-2.9	3.1	4.5	4.4	-0.3	-3.4	-0.5	0.0
Sep.	4.6	5.9	4.5	-2.7	3.0	4.2	4.0	-0.2	-2.1	-0.4	0.0
Oct.	4.6	5.3	3.9	-4.1	3.1	4.6	4.6	0.3	-2.2	-0.3	0.6

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	89.3	69.6	87.2	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.6	84.5	64.4	82.3	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	89.0	66.5	85.9	121.8	94.7
2023 Q4	98.3	94.2	98.3	89.8	66.5	86.8	123.0	95.0
2024 Q1	98.4	94.4	98.4	89.7	67.5	86.8	123.7	95.2
Q2	98.7	94.6	98.5	89.8	67.1	86.9	124.1	95.2
Q3	99.0	95.0	98.7	.	.	.	125.1	95.6
2024 June	98.5	94.5	98.3	-	-	-	124.0	95.0
July	99.0	95.1	98.8	-	-	-	124.8	95.5
Aug.	99.0	95.0	98.7	-	-	-	125.2	95.7
Sep.	98.8	94.8	98.6	-	-	-	125.2	95.5
Oct.	98.2	94.3	98.0	-	-	-	124.4	95.0
Nov.	97.5	93.6	97.4	-	-	-	123.5	94.1
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Nov.	-0.7	-0.8	-0.7	-	-	-	-0.7	-1.0
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Nov.	-1.2	-1.1	-1.3	-	-	-	0.1	-1.3

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.797	.	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
Q3	7.870	.	25.195	7.461	394.101	163.952	4.283	0.845	4.9746	11.451	0.952	1.098
2024 June	7.805	.	24.779	7.459	394.763	169.813	4.321	0.846	4.9767	11.285	0.962	1.076
July	7.875	.	25.299	7.461	392.836	171.171	4.282	0.843	4.9730	11.532	0.968	1.084
Aug.	7.874	.	25.179	7.461	394.695	161.055	4.292	0.852	4.9766	11.456	0.945	1.101
Sep.	7.861	.	25.099	7.460	394.863	159.081	4.276	0.840	4.9744	11.358	0.941	1.111
Oct.	7.728	.	25.298	7.459	401.901	163.197	4.317	0.835	4.9750	11.405	0.939	1.090
Nov.	7.662	.	25.301	7.458	409.251	163.234	4.332	0.834	4.9762	11.583	0.936	1.063
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 Nov.	-0.9	0.0	0.0	0.0	1.8	0.0	0.3	-0.1	0.0	1.6	-0.3	-2.5
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 Nov.	-1.9	.	3.3	0.0	7.9	0.9	-1.6	-4.2	0.1	0.3	-2.9	-1.6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 Q3	32,639.4	32,277.1	362.3	12,689.0	10,401.4	12,038.4	13,986.1	-41.8	6,840.2	7,889.6	1,113.6	16,574.5
Q4	32,481.5	32,087.7	393.8	12,196.3	9,946.6	12,472.2	14,559.1	-29.0	6,694.2	7,582.0	1,147.8	16,225.4
2024 Q1	33,769.5	33,180.7	588.8	12,451.0	10,032.5	13,140.5	15,297.8	-26.0	6,989.0	7,850.4	1,215.1	16,671.9
Q2	34,313.4	33,303.1	1,010.3	12,443.6	9,914.5	13,567.6	15,592.8	-23.1	7,057.7	7,795.8	1,267.6	16,595.7
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2024 Q2	230.9	224.1	6.8	83.7	66.7	91.3	104.9	-0.2	47.5	52.5	8.5	111.7
<i>Transactions</i>												
2023 Q4	-324.7	-441.1	116.4	-323.5	-300.6	46.2	90.7	21.9	-75.7	-231.2	6.4	-
2024 Q1	571.6	461.0	110.6	140.1	49.4	167.1	189.3	13.0	250.1	222.3	1.2	-
Q2	163.7	32.5	131.2	-51.3	-117.5	180.1	261.3	12.2	18.9	-111.2	3.7	-
Q3	444.4	281.3	163.2	45.4	22.4	157.3	144.9	-7.4	253.0	114.0	-3.9	-
2024 Apr.	71.7	48.5	23.2	-3.2	-29.1	28.6	42.6	12.7	32.8	34.9	0.8	-
May	100.0	82.1	17.8	-31.6	-39.4	77.1	75.2	-1.5	54.3	46.4	1.6	-
June	-8.0	-98.1	90.2	-16.5	-49.0	74.4	143.5	1.0	-68.2	-192.6	1.3	-
July	122.2	61.2	61.0	20.8	-0.1	55.5	33.1	-3.2	52.2	28.1	-3.2	-
Aug.	115.9	88.3	27.6	3.7	11.2	37.7	37.0	1.2	76.3	40.1	-3.0	-
Sep.	206.4	131.8	74.6	20.9	11.3	64.1	74.7	-5.4	124.5	45.8	2.4	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 Sep.	855.0	333.6	521.4	-189.2	-346.3	550.7	686.0	39.8	446.3	-6.1	7.4	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 Sep.	5.7	2.2	3.5	-1.3	-2.3	3.7	4.6	0.3	3.0	0.0	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	1,469.1	9,820.7	11,289.7	913.0	2,505.7	3,418.7	14,708.4	117.8	644.2	25.5	787.5	15,495.9
2022	1,538.9	9,758.1	11,297.0	1,366.9	2,565.3	3,932.2	15,229.2	123.0	646.3	49.8	819.1	16,048.2
2023	1,535.6	8,809.5	10,345.1	2,294.1	2,460.4	4,754.6	15,099.6	184.9	739.7	71.0	995.5	16,095.2
2023 Q4	1,535.6	8,809.5	10,345.1	2,294.1	2,460.4	4,754.6	15,099.6	184.9	739.7	71.0	995.5	16,095.2
2024 Q1	1,526.2	8,740.0	10,266.3	2,440.1	2,431.0	4,871.1	15,137.4	192.4	786.5	72.9	1,051.8	16,189.3
Q2	1,533.9	8,792.8	10,326.7	2,535.8	2,425.4	4,961.3	15,288.0	210.4	814.8	59.3	1,084.4	16,372.4
Q3 ^(p)	1,541.7	8,842.5	10,384.2	2,590.7	2,424.8	5,015.5	15,399.7	237.3	857.4	47.3	1,142.1	16,541.8
2024 May	1,530.0	8,733.1	10,263.1	2,509.5	2,427.2	4,936.7	15,199.8	206.7	792.6	66.2	1,065.5	16,265.4
June	1,533.9	8,792.8	10,326.7	2,535.8	2,425.4	4,961.3	15,288.0	210.4	814.8	59.3	1,084.4	16,372.4
July	1,536.5	8,746.8	10,283.3	2,540.8	2,424.8	4,965.6	15,248.9	226.0	825.9	57.9	1,109.8	16,358.7
Aug.	1,538.8	8,791.8	10,330.5	2,558.5	2,426.5	4,985.0	15,315.5	242.4	838.6	52.0	1,133.0	16,448.5
Sep.	1,541.7	8,842.5	10,384.2	2,590.7	2,424.8	5,015.5	15,399.7	237.3	857.4	47.3	1,142.1	16,541.8
Oct. ^(p)	1,545.6	8,894.8	10,440.3	2,557.3	2,427.6	4,984.9	15,425.2	248.9	853.1	50.2	1,152.2	16,577.4
Transactions												
2021	106.5	905.3	1,011.9	-123.6	66.0	-57.5	954.3	11.9	20.2	13.6	45.7	1,000.0
2022	69.9	-57.3	12.6	425.5	55.6	481.1	493.7	3.6	2.4	76.8	82.8	576.5
2023	-4.7	-969.2	-973.9	920.7	-99.5	821.2	-152.7	40.3	93.8	23.6	157.7	5.1
2023 Q4	0.7	-144.5	-143.8	204.9	-6.5	198.5	54.7	31.5	26.5	-5.1	52.9	107.6
2024 Q1	-8.8	-75.0	-83.8	144.1	-28.9	115.2	31.4	9.9	46.7	7.1	63.7	95.1
Q2	7.7	52.0	59.7	71.4	-5.6	65.9	125.5	17.6	25.2	-13.3	29.5	155.0
Q3 ^(p)	7.8	28.0	35.8	59.5	-0.5	58.9	94.7	28.2	38.7	-11.1	55.8	150.6
2024 May	-1.2	5.1	3.9	36.4	-1.5	34.9	38.8	2.5	-3.1	-4.6	-5.2	33.5
June	3.9	57.4	61.3	13.7	-1.8	12.0	73.2	3.3	20.8	-8.6	15.4	88.6
July	2.6	-44.0	-41.5	5.7	-0.7	4.9	-36.5	15.8	9.9	-1.9	23.8	-12.7
Aug.	2.3	18.7	20.9	20.5	1.9	22.4	43.3	17.1	11.4	-5.8	22.7	66.0
Sep.	3.0	53.4	56.3	33.3	-1.7	31.6	87.9	-4.7	17.4	-3.3	9.4	97.3
Oct. ^(p)	3.9	45.4	49.3	-36.9	2.7	-34.2	15.1	10.6	-5.3	3.5	8.8	23.9
Growth rates												
2021	7.8	10.2	9.8	-12.0	2.7	-1.7	6.9	11.8	3.2	165.7	6.2	6.9
2022	4.8	-0.6	0.1	45.9	2.2	14.0	3.4	2.9	0.4	457.9	11.1	3.7
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.0	-3.9	20.9	-1.0	32.7	14.5	44.6	19.3	0.0
2023 Q4	-0.3	-9.9	-8.6	67.0	-3.9	20.9	-1.0	32.7	14.5	44.6	19.3	0.0
2024 Q1	-1.1	-7.6	-6.7	49.9	-4.5	16.7	-0.3	68.7	18.1	-16.8	20.7	0.9
Q2	-0.1	-4.1	-3.5	34.8	-3.5	12.8	1.2	62.6	16.9	-29.4	18.8	2.2
Q3 ^(p)	0.5	-1.6	-1.3	22.9	-1.7	9.6	2.0	61.5	19.2	-34.4	21.6	3.2
2024 May	-0.5	-5.8	-5.0	41.3	-3.9	14.7	0.6	64.7	14.6	-21.7	17.6	1.6
June	-0.1	-4.1	-3.5	34.8	-3.5	12.8	1.2	62.6	16.9	-29.4	18.8	2.2
July	0.2	-3.6	-3.0	30.7	-3.3	11.5	1.2	65.4	18.3	-26.1	21.4	2.4
Aug.	0.3	-2.5	-2.0	26.2	-2.2	10.5	1.7	79.0	19.0	-37.6	22.6	2.9
Sep.	0.5	-1.6	-1.3	22.9	-1.7	9.6	2.0	61.5	19.2	-34.4	21.6	3.2
Oct. ^(p)	0.7	0.1	0.2	16.9	-1.1	7.3	2.4	55.6	18.5	-37.2	20.0	3.4

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2021	3,228.3	2,802.0	290.9	128.2	7.3	8,087.9	5,381.4	372.4	2,333.3	0.7	1,264.5	225.6	550.9
2022	3,361.5	2,721.2	499.5	134.7	6.2	8,374.2	5,542.6	437.9	2,392.9	0.9	1,282.8	231.5	563.3
2023	3,334.2	2,419.5	771.8	131.3	11.6	8,421.5	5,110.8	1,015.9	2,293.3	1.4	1,223.9	227.0	542.3
2023 Q4	3,334.2	2,419.5	771.8	131.3	11.6	8,421.5	5,110.8	1,015.9	2,293.3	1.4	1,223.9	227.0	542.3
2024 Q1	3,337.8	2,381.4	817.8	127.8	10.9	8,457.8	5,056.9	1,133.0	2,266.9	1.0	1,243.9	223.6	540.4
Q2	3,380.3	2,409.1	833.1	127.3	10.8	8,529.0	5,060.9	1,203.4	2,263.4	1.3	1,299.6	221.8	533.8
Q3 ⁴⁾	3,364.8	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,618.9	5,091.3	1,260.4	2,266.2	1.0	1,330.8	230.1	550.8
2024 May	3,358.1	2,390.6	831.4	127.1	9.0	8,499.7	5,051.9	1,182.5	2,264.3	1.0	1,275.4	216.0	527.3
June	3,380.3	2,409.1	833.1	127.3	10.8	8,529.0	5,060.9	1,203.4	2,263.4	1.3	1,299.6	221.8	533.8
July	3,364.7	2,398.2	830.0	126.9	9.6	8,550.5	5,057.8	1,227.8	2,264.0	0.9	1,268.2	215.3	539.7
Aug.	3,363.8	2,395.9	831.9	126.3	9.7	8,589.4	5,089.2	1,232.9	2,266.3	1.0	1,304.4	218.0	543.5
Sep.	3,364.8	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,618.9	5,091.3	1,260.4	2,266.2	1.0	1,330.8	230.1	550.8
Oct. ⁴⁾	3,378.1	2,422.2	815.8	127.5	12.7	8,658.6	5,122.7	1,267.6	2,267.3	0.9	1,320.6	220.5	550.7
Transactions													
2021	246.2	270.9	-21.2	-6.9	3.4	423.0	411.7	-65.1	76.5	-0.2	151.2	-10.0	49.3
2022	122.9	-89.2	207.7	5.9	-1.5	295.8	166.8	74.9	54.0	0.1	-10.2	6.2	12.5
2023	-31.5	-306.8	271.1	-1.4	5.6	18.9	-459.8	572.6	-94.5	0.6	-64.2	-3.0	-27.8
2023 Q4	20.4	-10.4	34.0	-0.3	-2.9	72.3	-88.3	165.2	-5.3	0.6	-9.6	17.7	-15.3
2024 Q1	2.4	-40.1	45.1	-3.0	0.3	33.4	-54.8	115.1	-26.5	-0.4	20.1	-3.9	-1.9
Q2	40.1	27.7	12.9	-0.4	-0.2	70.5	3.7	70.0	-3.4	0.2	34.9	-2.1	-7.9
Q3 ⁴⁾	-9.4	-0.6	-7.3	-1.9	0.4	60.8	0.1	58.1	2.9	-0.3	37.9	9.3	16.5
2024 May	10.5	6.6	5.9	0.0	-2.0	14.8	-8.6	23.9	-0.5	0.0	15.5	4.9	-3.2
June	17.7	17.5	-1.7	0.2	1.7	28.3	8.5	20.5	-0.9	0.3	14.6	5.6	6.3
July	-14.2	-9.9	-2.6	-0.6	-1.1	21.9	-2.9	24.6	0.6	-0.3	-30.5	-6.4	5.9
Aug.	3.1	0.0	3.3	-0.6	0.3	8.1	0.0	5.7	2.4	0.0	40.2	3.1	3.8
Sep.	1.8	9.2	-8.0	-0.7	1.3	30.8	3.0	27.9	-0.1	0.0	28.2	12.6	6.8
Oct. ⁴⁾	9.3	14.9	-9.1	1.9	1.6	36.4	28.8	6.6	1.0	0.0	-13.2	-10.1	-0.6
Growth rates													
2021	8.3	10.7	-6.8	-5.0	99.3	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.2	13.5	-4.3	9.9
2022	3.8	-3.2	70.3	4.6	-17.5	3.7	3.1	20.6	2.3	19.9	-0.5	2.8	2.3
2023	-0.9	-11.2	54.2	-1.1	90.8	0.2	-8.3	129.3	-4.0	67.7	-4.9	-1.3	-4.9
2023 Q4	-0.9	-11.2	54.2	-1.1	90.8	0.2	-8.3	129.3	-4.0	67.7	-4.9	-1.3	-4.9
2024 Q1	0.1	-8.3	36.4	-3.2	38.9	0.9	-7.1	101.7	-4.6	11.9	1.3	-2.0	-6.0
Q2	1.7	-3.4	21.3	-2.8	-8.9	2.0	-4.8	71.5	-3.6	48.4	6.8	-2.1	-5.5
Q3 ⁴⁾	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.8	-2.7	48.0	-1.4	21.7	6.9	10.0	-1.6
2024 May	1.8	-5.3	31.6	-3.1	-11.2	1.6	-5.7	81.4	-3.9	10.9	2.9	-5.4	-6.8
June	1.7	-3.4	21.3	-2.8	-8.9	2.0	-4.8	71.5	-3.6	48.4	6.8	-2.1	-5.5
July	1.7	-2.7	18.0	-3.0	2.4	2.2	-4.1	62.4	-3.2	10.5	5.6	-3.0	-4.8
Aug.	1.8	-2.0	15.5	-3.8	10.4	2.3	-3.4	51.9	-2.1	16.3	10.3	-1.3	-3.0
Sep.	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.8	-2.7	48.0	-1.4	21.7	6.9	10.0	-1.6
Oct. ⁴⁾	1.7	0.5	5.9	-2.5	17.5	3.2	-1.2	39.1	-0.9	25.2	8.0	3.6	0.6

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities			
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds				
											Total			Adjusted loans^{2)}
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Outstanding amounts													
2021	6,523.3	991.9	5,529.7	14,804.4	12,338.2	12,720.1	4,862.0	6,372.3	943.6	160.2	1,578.1	888.1	
2022	6,352.0	1,001.3	5,325.7	15,389.8	12,987.5	13,174.9	5,126.5	6,631.8	1,082.5	146.7	1,565.9	836.4	
2023	6,305.3	990.6	5,289.3	15,493.3	13,034.1	13,253.2	5,123.2	6,648.1	1,124.8	138.0	1,560.8	898.4	
2023 Q4	6,305.3	990.6	5,289.3	15,493.3	13,034.1	13,253.2	5,123.2	6,648.1	1,124.8	138.0	1,560.8	898.4	
2024 Q1	6,220.9	977.6	5,217.8	15,545.4	13,045.5	13,276.9	5,115.5	6,642.2	1,150.6	137.2	1,569.9	930.1	
Q2	6,195.5	978.6	5,191.1	15,572.5	13,101.2	13,339.7	5,127.6	6,644.8	1,197.9	130.9	1,554.2	917.1	
Q3	6,255.1	975.4	5,253.9	15,633.8	13,143.5	13,377.8	5,138.7	6,661.4	1,210.6	132.8	1,561.7	928.6	
2024 May	6,181.8	974.2	5,181.9	15,538.0	13,070.7	13,305.8	5,117.2	6,641.9	1,180.9	130.6	1,546.3	921.0	
June	6,195.5	978.6	5,191.1	15,572.5	13,101.2	13,339.7	5,127.6	6,644.8	1,197.9	130.9	1,554.2	917.1	
July	6,222.2	973.9	5,222.6	15,597.0	13,125.3	13,357.4	5,124.8	6,645.6	1,222.7	132.2	1,547.0	924.7	
Aug.	6,234.1	976.8	5,231.7	15,614.8	13,133.2	13,366.9	5,128.0	6,655.4	1,216.5	133.3	1,556.4	925.2	
Sep.	6,255.1	975.4	5,253.9	15,633.8	13,143.5	13,377.8	5,138.7	6,661.4	1,210.6	132.8	1,561.7	928.6	
Oct.	6,245.7	986.6	5,233.4	15,660.4	13,165.4	13,415.3	5,143.5	6,661.0	1,225.2	135.7	1,565.7	929.2	
Transactions													
2021	660.6	-1.9	672.1	562.9	475.4	508.5	176.4	261.6	47.4	-9.9	77.8	9.6	
2022	173.8	8.5	163.8	636.4	623.8	680.5	269.0	241.8	126.3	-13.3	18.6	-5.9	
2023	-160.8	-17.4	-143.7	55.6	24.6	72.4	-5.7	7.7	30.8	-8.2	-15.1	46.1	
2023 Q4	-3.8	3.7	-7.9	32.8	38.0	62.4	6.0	15.9	16.0	0.2	-20.5	15.3	
2024 Q1	-61.1	-11.6	-49.6	59.2	28.6	42.1	-2.1	-2.4	33.9	-0.8	9.0	21.6	
Q2	-4.7	1.5	-6.4	19.8	38.9	49.1	14.2	4.9	26.3	-6.5	-14.7	-4.4	
Q3	-4.2	-3.2	-1.0	68.6	59.6	53.5	10.2	20.0	27.3	2.1	4.1	4.9	
2024 May	-23.3	0.0	-23.4	-2.8	5.8	7.2	7.1	0.1	4.3	-5.6	-10.2	1.6	
June	8.4	4.2	4.1	26.8	19.8	25.1	10.3	4.1	5.3	0.1	7.6	-0.6	
July	-8.6	-4.5	-4.0	23.5	29.1	23.0	-0.1	1.5	26.2	1.4	-9.8	4.2	
Aug.	9.3	2.8	6.5	23.5	15.1	15.8	7.2	10.7	-3.9	1.2	9.6	-1.3	
Sep.	-5.0	-1.6	-3.5	21.6	15.4	14.7	3.0	7.8	5.0	-0.4	4.3	1.9	
Oct.	7.9	9.6	-1.7	26.8	20.7	38.9	5.5	0.1	12.2	2.8	3.5	2.6	
Growth rates													
2021	11.2	-0.2	13.8	3.9	4.0	4.1	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	13.4	-7.9	1.2	-0.6	
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.5	-1.0	5.4	
2023 Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.5	-1.0	5.4	
2024 Q1	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.2	6.4	-1.3	0.5	7.1	
Q2	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.5	-8.5	-1.7	4.6	
Q3	-1.2	-1.0	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.6	0.6	9.3	-3.7	-1.4	4.3	
2024 May	-1.4	-1.4	-1.4	0.6	0.6	0.8	-0.1	0.3	7.0	-7.7	-2.4	5.2	
June	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.5	-8.5	-1.7	4.6	
July	-1.1	-0.9	-1.1	0.9	1.0	1.3	0.2	0.4	9.4	-2.5	-2.2	4.3	
Aug.	-1.1	-0.6	-1.2	1.2	1.3	1.5	0.4	0.5	10.2	1.5	-1.5	4.0	
Sep.	-1.2	-1.0	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.6	0.6	9.3	-3.7	-1.4	4.3	
Oct.	-0.8	-0.1	-1.0	1.2	1.2	1.6	0.6	0.5	8.6	0.3	-0.5	3.8	

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4,862.0	4,992.8	882.4	1,004.6	2,975.1	6,372.3	6,637.6	696.1	4,970.4	705.9
2022	5,126.5	5,127.5	960.0	1,076.9	3,089.6	6,631.8	6,832.5	715.1	5,214.2	702.6
2023	5,123.2	5,139.6	907.3	1,090.3	3,125.6	6,648.1	6,866.2	731.3	5,228.8	688.0
2023 Q4	5,123.2	5,139.6	907.3	1,090.3	3,125.6	6,648.1	6,866.2	731.3	5,228.8	688.0
2024 Q1	5,115.5	5,132.8	890.3	1,088.1	3,137.1	6,642.2	6,873.7	738.9	5,221.4	682.0
Q2	5,127.6	5,145.7	899.9	1,087.7	3,140.1	6,644.8	6,880.6	737.5	5,227.1	680.1
Q3	5,138.7	5,159.3	912.4	1,088.8	3,137.4	6,661.4	6,899.2	742.4	5,245.1	674.0
2024 May	5,117.2	5,131.8	889.0	1,086.7	3,141.6	6,641.9	6,878.6	739.5	5,223.1	679.3
June	5,127.6	5,145.7	899.9	1,087.7	3,140.1	6,644.8	6,880.6	737.5	5,227.1	680.1
July	5,124.8	5,141.0	898.6	1,086.8	3,139.5	6,645.6	6,883.9	739.4	5,230.7	675.5
Aug.	5,128.0	5,135.5	898.0	1,086.3	3,143.6	6,655.4	6,890.7	741.5	5,239.5	674.3
Sep.	5,138.7	5,159.3	912.4	1,088.8	3,137.4	6,661.4	6,899.2	742.4	5,245.1	674.0
Oct.	5,143.5	5,159.0	919.5	1,089.2	3,134.8	6,661.0	6,907.5	743.0	5,240.6	677.4
Transactions										
2021	176.4	207.7	-0.3	2.2	174.5	261.6	267.5	10.5	254.8	-3.8
2022	269.0	308.7	78.0	77.3	113.7	241.8	250.0	23.2	217.7	0.9
2023	-5.7	24.3	-43.9	10.3	27.9	7.7	26.8	18.9	10.1	-21.3
2023 Q4	6.0	27.5	3.3	4.0	-1.3	15.9	4.8	4.0	15.7	-3.8
2024 Q1	-2.1	0.5	-14.9	-1.1	13.9	-2.4	9.7	8.4	-6.1	-4.7
Q2	14.2	16.6	13.5	-1.2	2.0	4.9	10.5	0.4	5.9	-1.4
Q3	10.2	12.0	6.2	3.5	0.5	20.0	20.9	7.2	17.9	-5.1
2024 May	7.1	3.9	8.8	-0.2	-1.6	0.1	3.8	1.0	-0.1	-0.8
June	10.3	15.2	10.1	1.0	-0.9	4.1	3.7	-1.0	3.9	1.3
July	-0.1	-2.0	-0.3	-0.5	0.8	1.5	4.1	2.8	3.0	-4.3
Aug.	7.2	-1.7	1.3	0.5	5.4	10.7	7.5	2.5	9.0	-0.8
Sep.	3.0	15.7	5.2	3.5	-5.7	7.8	9.3	1.9	5.9	0.0
Oct.	5.5	3.1	5.9	0.4	-0.8	0.1	8.9	2.8	-3.2	0.5
Growth rates										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q4	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.2	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Q2	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.7	0.4	-2.5
Q3	0.6	1.1	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7	2.8	0.6	-2.2
2024 May	-0.1	0.3	-2.5	-0.8	0.9	0.3	0.3	2.9	0.4	-2.8
June	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.7	0.4	-2.5
July	0.2	0.6	-0.8	-0.3	0.6	0.4	0.5	2.8	0.5	-2.7
Aug.	0.4	0.8	0.0	0.1	0.7	0.5	0.6	2.9	0.6	-2.5
Sep.	0.6	1.1	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7	2.8	0.6	-2.2
Oct.	0.6	1.2	1.6	0.3	0.4	0.5	0.8	3.1	0.4	-1.8

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years		Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2021	736.6	6,888.2	1,839.9	37.0	1,999.1	3,012.3	1,376.0	416.9	128.5	136.8
2022	639.4	6,732.9	1,783.0	45.7	2,110.7	2,793.4	1,332.5	346.2	137.2	147.2
2023	447.4	7,326.8	1,827.5	90.2	2,416.7	2,992.4	1,858.3	212.6	155.0	152.6
2023 Q4	447.4	7,326.8	1,827.5	90.2	2,416.7	2,992.4	1,858.3	212.6	155.0	152.6
2024 Q1	395.4	7,457.1	1,828.2	103.9	2,492.2	3,032.8	2,049.8	225.6	178.0	174.2
Q2	410.5	7,526.1	1,828.2	109.9	2,530.1	3,057.9	2,242.6	298.4	182.6	176.5
Q3 ³⁾	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,488.9	246.2	184.9	188.5
2024 May	441.5	7,490.2	1,823.9	108.5	2,518.8	3,039.0	2,219.9	257.3	159.1	165.0
June	410.5	7,526.1	1,828.2	109.9	2,530.1	3,057.9	2,242.6	298.4	182.6	176.5
July	404.8	7,578.3	1,821.5	111.6	2,528.5	3,116.8	2,341.3	181.3	166.9	154.9
Aug.	419.2	7,608.9	1,822.6	112.7	2,537.4	3,136.3	2,396.4	231.3	193.2	170.7
Sep.	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,488.9	246.2	184.9	188.5
Oct. ³⁾	445.3	7,750.8	1,831.7	115.7	2,561.0	3,242.3	2,598.8	268.6	169.6	172.2
Transactions										
2021	21.2	-37.9	-74.8	-5.0	-39.8	81.7	-112.6	-127.5	-8.3	-4.3
2022	-93.4	39.5	-88.8	-4.6	0.4	132.5	-69.0	-218.7	10.4	18.0
2023	-198.2	338.4	25.2	40.0	231.0	42.2	459.3	-208.8	19.7	9.0
2023 Q4	-7.3	62.2	-11.1	16.4	63.4	-6.5	166.5	-32.9	1.2	-10.7
2024 Q1	-51.7	112.3	3.4	13.6	89.3	5.9	138.7	18.8	25.6	21.5
Q2	15.7	43.3	-0.1	6.0	32.7	4.7	149.6	49.3	4.6	2.3
Q3 ³⁾	-7.7	68.4	7.5	4.4	40.7	15.9	173.6	-26.7	2.4	12.0
2024 May	2.3	11.8	-2.0	1.8	6.6	5.4	58.0	15.7	-4.5	-12.4
June	-31.1	18.5	3.5	1.4	4.9	8.8	4.7	36.2	23.5	11.4
July	-5.7	8.8	-6.0	1.6	6.1	7.1	66.0	-90.5	-15.7	-21.6
Aug.	14.4	26.7	2.4	1.1	20.7	2.5	46.3	28.0	26.4	15.8
Sep.	-16.4	32.9	11.1	1.6	13.9	6.3	61.3	35.9	-8.3	17.8
Oct. ³⁾	42.9	8.7	-3.1	1.4	5.1	5.3	43.9	-3.1	-15.3	-16.3
Growth rates										
2021	3.0	-0.5	-3.9	-12.0	-2.0	2.8	-	-	-6.0	-3.0
2022	-12.7	0.6	-4.8	-13.0	-0.1	4.6	-	-	7.8	12.7
2023	-30.8	5.0	1.4	80.3	10.8	1.5	-	-	14.3	6.0
2023 Q4	-30.8	5.0	1.4	80.3	10.8	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Q1	-31.8	5.1	1.4	89.7	12.0	0.7	-	-	20.3	7.1
Q2	-16.1	4.5	0.7	78.5	10.1	0.9	-	-	11.1	4.3
Q3 ³⁾	-11.2	3.9	0.0	54.7	9.6	0.6	-	-	22.1	15.4
2024 May	-10.7	4.5	0.6	84.9	11.2	0.2	-	-	-6.1	-8.6
June	-16.1	4.5	0.7	78.5	10.1	0.9	-	-	11.1	4.3
July	-12.7	4.1	0.2	72.2	9.3	0.9	-	-	11.3	1.0
Aug.	-4.6	4.0	0.2	63.4	9.5	0.7	-	-	19.5	7.6
Sep.	-11.2	3.9	0.0	54.7	9.6	0.6	-	-	22.1	15.4
Oct. ³⁾	0.7	3.7	0.1	47.0	8.7	0.8	-	-	5.6	13.7

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.1	-5.1	0.0	0.0	0.0	-3.7
2022	-3.5	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.8
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q3	-3.8	.	.	.	.	-2.0
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.8
2024 Q1	-3.5	.	.	.	.	-1.7
Q2	-3.4	.	.	.	.	-1.6

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46.6	46.1	12.7	12.9	15.4	0.5	53.6	48.9	10.7	6.0	1.5	25.1	4.7
2021	46.9	46.2	13.0	13.2	15.0	0.8	52.0	46.9	10.3	6.0	1.4	23.7	5.1
2022	46.5	45.8	13.3	12.9	14.6	0.8	50.0	44.8	9.8	5.9	1.7	22.4	5.2
2023	46.0	45.1	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2023 Q3	45.9	45.1	13.2	12.4	14.5	0.8	49.6	44.3	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
Q4	45.9	45.1	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2024 Q1	45.9	45.2	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.8	22.4	5.3
Q2	46.1	45.3	13.3	12.3	14.6	0.8	49.5	44.3	9.9	5.9	1.8	22.6	5.2

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
					Total	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	96.5	3.1	14.5	78.8	53.9	38.8	42.6	11.1	85.4	18.7	30.7	47.1	94.8	1.6
2021	93.8	2.9	13.8	77.1	54.4	40.9	39.4	9.8	84.1	17.3	29.8	46.8	92.4	1.4
2022	89.5	2.6	13.1	73.7	52.5	39.6	37.0	8.7	80.8	16.0	28.4	45.2	88.5	1.0
2023	87.4	2.4	12.2	72.8	49.3	35.9	38.1	7.9	79.5	15.0	28.1	44.3	86.6	0.8
2023 Q3	88.4	2.5	12.1	73.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87.4	2.4	12.2	72.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87.8	2.3	12.0	73.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88.1	2.2	11.8	74.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	12.9	5.5	2.2	2.5	2.0	0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.2	9.5
2021	-2.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.2	5.0
2022	-4.3	1.8	-0.2	-0.2	-0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.6	-5.9	2.7
2023	-2.1	1.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.6
2023 Q3	-2.5	2.0	-0.3	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.6	-0.4	-4.2	2.8
Q4	-2.1	1.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.6
2024 Q1	-1.5	1.7	-0.5	-0.7	-0.8	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.2	-2.7	2.6
Q2	-0.7	1.6	-0.2	-0.6	-0.6	-0.1	0.1	0.1	0.4	0.0	-2.1	2.8

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	13.8	12.6	4.1	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	12.9	11.7	4.1	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	12.9	11.6	4.1	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2023 Q4	12.9	11.6	4.1	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Q1	12.8	11.4	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Q2	13.0	11.6	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
Q3	13.0	11.5	3.9	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.1	1.7	3.7	2.9
2024 May	12.7	11.3	3.2	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
June	13.0	11.6	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
July	12.9	11.5	3.7	1.4	0.4	8.3	2.1	1.4	2.1	2.1	1.6	3.7	2.8
Aug.	13.1	11.6	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.8
Sep.	13.0	11.5	3.9	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.1	1.7	3.7	2.9
Oct.	13.1	11.7	3.8	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.2	2.1	1.7	3.6	2.9

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9.0	-4.4	-5.4	-4.9	-9.6	-9.9	-8.9	-7.2	-9.4	-5.6
2021	-5.4	-3.2	-2.6	-1.4	-6.9	-6.7	-6.6	-2.6	-8.9	-1.6
2022	-3.6	-2.1	-1.1	1.7	-2.5	-4.6	-4.7	0.1	-8.1	2.6
2023	-4.2	-2.6	-2.8	1.5	-1.3	-3.5	-5.5	-0.9	-7.2	2.0
2023 Q3	-4.1	-3.1	-2.1	1.4	-1.4	-4.3	-5.4	-0.4	-7.1	2.3
Q4	-4.3	-2.6	-2.8	1.5	-1.3	-3.5	-5.5	-0.9	-7.2	2.0
2024 Q1	-4.1	-2.6	-3.0	1.5	-0.6	-3.7	-5.6	-0.8	-6.6	3.7
Q2	-4.4	-2.5	-3.6	1.9	0.3	-3.3	-5.7	-1.7	-6.1	4.3
Government debt										
2020	111.2	68.0	19.1	57.0	209.4	119.3	114.8	86.5	154.3	113.6
2021	108.4	68.1	18.4	52.6	197.3	115.7	112.7	78.2	145.7	96.5
2022	102.6	65.0	19.1	43.1	177.0	109.5	111.2	68.5	138.3	81.0
2023	103.1	62.9	20.2	43.3	163.9	105.1	109.9	61.8	134.8	73.6
2023 Q3	107.7	63.8	18.7	43.0	170.7	107.4	111.4	63.3	135.5	75.1
Q4	105.2	62.9	20.2	43.3	167.5	105.1	109.9	61.8	134.8	73.6
2024 Q1	108.4	62.6	24.1	42.5	165.4	106.3	110.6	62.0	135.2	72.6
Q2	108.0	61.9	23.8	42.8	163.6	105.3	112.2	60.1	137.0	70.5
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.1	-6.3	-3.1	-8.7	-3.6	-8.2	-5.8	-7.7	-5.3	-5.5
2021	-7.2	-1.1	1.0	-7.0	-2.2	-5.7	-2.8	-4.6	-5.1	-2.7
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.2	0.0	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.2
2023	-2.4	-0.7	-0.7	-4.5	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2023 Q3	-3.5	-1.0	-0.6	-3.4	-0.5	-3.2	0.4	-2.9	-3.6	-2.2
Q4	-2.4	-0.7	-0.7	-4.5	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2024 Q1	-1.9	-0.6	0.0	-3.8	-0.3	-2.9	0.9	-2.1	-5.1	-3.4
Q2	-1.8	-0.9	0.1	-3.4	0.1	-3.4	1.3	-2.0	-5.5	-4.0
Government debt										
2020	44.0	45.9	24.5	48.7	53.3	83.2	134.1	80.2	58.4	75.4
2021	45.9	43.3	24.4	49.6	50.4	82.4	123.9	74.8	60.2	73.2
2022	44.4	38.1	24.6	49.4	48.3	78.4	111.2	72.7	57.7	74.0
2023	45.0	37.3	25.5	47.4	45.1	78.6	97.9	68.4	56.1	77.1
2023 Q3	44.2	36.7	25.7	46.9	44.4	78.2	106.3	71.0	58.3	74.7
Q4	45.0	37.3	25.5	47.4	45.1	77.7	97.9	68.4	56.1	77.1
2024 Q1	46.3	39.1	27.1	47.2	43.9	79.8	99.4	70.1	60.6	78.1
Q2	46.4	37.4	26.8	46.7	43.2	81.6	100.6	69.6	60.4	80.0

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2024

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 11.12.2024 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-24-008-FI-N