EUROOPAN
KOMISSIO

Strasbourg 17.12.2019
COM(2019) 651 final

KOMISSION KERTOMUS

EUROOPAN PARLAMENTILLE, NEUVOSTOLLE, EUROOPAN KESKUSPANKILLE JA EUROOPAN TALOUS- JA SOSIAALIKOMITEALLE

Kertomus varoitusmekanismista - vuosi 2020

(makrotalouden epätasapainon ennalta ehkäisemisestä ja korjaamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1176/2011 3 ja 4 artiklan mukainen kertomus)

{SWD(2019) 630 final}

Kertomus varoitusmekanismista käynnistää makrotalouden epätasapainoa koskevan vuotuisen valvontamenettelyn. Menettelyn tavoitteena on havaita ja korjata epätasapainot, jotka haittaavat jäsenvaltioiden talouksien tai EU:n talouden häiriötöntä toimintaa ja jotka saattavat vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteettoman toiminnan (asetuksen (EU) N:o 1176/2011 2 artiklan 1 kohta)[1].

Kertomuksessa esitetty analyysi pohjautuu talouspoliittisiin päätelmiin, jotka tehdään käyttäen valittuihin indikaattoreihin perustuvaa tulostaulua sekä useita lisäindikaattoreita, arviointivälineitä ja muita tietoja, joiden avulla määritetään, onko jäsenvaltioissa politiikkatoimia edellyttäviä epätasapainoja. Kertomuksessa nimetään jäsenvaltiot, joista komission on tarpeen tehdä perusteellinen tarkastelu arvioidakseen, miten makrotalouden riskit kasaantuvat tai purkautuvat kyseisissä jäsenvaltioissa, ja päätelläkseen, onko niissä epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Komissio laatii asianomaisia jäsenvaltioita koskevat perusteelliset tarkastelut ottaen huomioon Euroopan parlamentin kanssa käytävät sekä neuvostossa ja euroryhmässä käytävät varoitusmekanismia koskevat keskustelut. Vakiintuneen käytännön mukaisesti jäsenvaltioista, joissa havaittiin epätasapainotiloja edellisessä perusteellisessa tarkastelussa, tehdään joka tapauksessa uusi perusteellinen tarkastelu. Perusteelliset tarkastelut sisällytetään maaraportteihin. Perusteellisen tarkastelun tulokset vaikuttavat maakohtaisiin suosituksiin, jotka laaditaan osana talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa.

1. TIIVISTELMÄ

Tällä kertomuksella käynnistetään yhdeksäs vuotuinen makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely (MIP).[2] Menettelyn tavoitteena on havaita ja korjata epätasapainot, jotka haittaavat jäsenvaltioiden talouksien tai EU:n talouden häiriötöntä toimintaa ja jotka saattavat vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteettoman toiminnan, ja ehdottaa tarkoituksenmukaisia vastatoimia. Makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely toteutetaan osana talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa. Näin pyritään varmistamaan johdonmukaisuus niiden analyysien ja suositusten kanssa, jotka ovat tulosta muiden talousvalvonnan välineiden käytöstä. Samaan aikaan tämän kertomuksen kanssa hyväksytään vuotuinen kestävän kasvun strategia, jossa tarkastellaan Euroopan taloudellista ja yhteiskunnallista tilannetta sekä asetetaan EU:lle laaja-alaisia ensisijaisia politiikkatavoitteita.

Tässä kertomuksessa nimetään jäsenvaltiot, joista olisi tehtävä perusteellinen tarkastelu sen arvioimiseksi, onko niissä politiikkatoimia edellyttäviä epätasapainoja.[3] Varoitusmekanismia koskeva kertomus on talouden epätasapainojen tarkasteluväline, joka julkaistaan aina talouspolitiikan vuotuisen koordinointikierroksen alussa. Siinä esitetty analyysi pohjautuu talouspoliittisiin päätelmiin, jotka tehdään ohjeellisiin kynnysarvoihin suhteutettujen indikaattoreiden sekä tiettyjen lisäindikaattoreiden perusteella. Kertomuksen 2. kohta sisältää myös analyysin siitä, miten jäsenvaltioiden epätasapainot vaikuttavat koko euroalueeseen ja missä määrin ne edellyttävät

[1] [Siinä tapauksessa, että Yhdistynyt kuningaskunta eroaa unionista Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneen kuningaskunnan eroamisesta Euroopan unionista ja Euroopan atomienergiayhteisöstä tehdyn sopimuksen (’erosopimus’, EUVL C 384 I, 12.11.2019, s. 1) perusteella, unionin lainsäädäntöä sovelletaan edelleen Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa erosopimuksella vahvistetun siirtymäkauden ajan.]

[2] Tähän kertomukseen liittyy *tilastoliite*, jonka sisältämiä kattavia tilastotietoja on käytetty kertomusta laadittaessa.

[3] Ks. asetuksen (EU) N:o 1176/2011 5 artikla.

koordinoituja politiikkatoimia euroalueen jäsenvaltioiden keskinäisten riippuvuussuhteiden vuoksi.[4] Tältä osin tässä kertomuksessa esitetty analyysi täydentää arviointia, joka on esitetty euroalueen talouden analyysia koskevassa Euroopan komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa, joka liittyy komission suositukseen neuvoston suositukseksi euroalueen talouspolitiikasta.

Varoitusmekanismia koskeva kertomus perustuu analyysiin, jonka mukaan talousnäkymät ovat muuttumassa: talouskasvu heikkenee ja inflaatio-odotuksia on tarkistettu alaspäin. Euroopan komission syksyn 2019 talousennusteen mukaan reaalisen BKT:n kasvu on EU:ssa 1,4 prosenttia ja euroalueella 1,1 prosenttia vuonna 2019. Tämä tarkoittaa, että kasvu hidastuu, sillä se oli EU:ssa 2 prosenttia ja euroalueella 1,9 prosenttia vuonna 2018. Vuonna 2020 BKT:n kasvun ennustetaan olevan EU:ssa 1,4 prosenttia ja euroalueella 1,2 prosenttia. Vuoden 2018 lopulta asti luvut ovat viitanneet vauhdin heikkenemiseen varsinkin nettoviennin ja teollisuustuotannon osalta. Laskusuhdanne on näkynyt erityisesti euroalueen suurissa jäsenvaltioissa, joihin kaupankäynti vaikuttaa enemmän, kun kauppapoliittisen toimintaympäristön epävarmuus lisääntyy.[5] Inflaatio-odotukset ovat laskeneet huomattavasti, minkä seurauksena rahaviranomaiset ovat toteuttaneet vuoden 2019 jälkipuoliskolla toimenpiteitä, joiden tarkoituksena on torjua tuotannon ja hintojen alkavaa laskusuhdannetta. Joukkolainojen tuotto on heikentynyt erityisesti pidemmissä maturiteeteissa. Vaikka kuluttajahintainflaatio ja tuottavuuden kasvu ovat viime aikoina hidastuneet, palkkojen nousu on vuodesta 2018 lähtien jonkin verran vahvistunut, kun työmarkkinat ovat kiristyneet.

Olemassa olevat makrotalouden epätasapainot ovat vähitellen korjautuneet suotuisassa taloustilanteessa. Kriisin jälkeen velkaantumista on purettu laajalti, minkä seurauksena useat virtojen epätasapainot ja kestämättömät suuntaukset ovat korjautuneet (erityisesti suuret vaihtotaseen alijäämät, asuntojen hintojen nousua kiihdyttävä luotonannon liiallinen kasvu ja suuret yksikkötyökustannukset, jotka ovat merkki kustannuskilpailukyvyn heikkenemisestä). Varantoepätasapainoihin liittyvien heikkouksien (yksityisen ja julkisen velan sekä ulkomaisen velan suuri määrä) korjautuminen on alkanut myöhemmin ja edennyt hitaammin, mutta velkasuhteet ovat kääntyneet vankemmin laskusuuntaan, kun talous on kasvanut ja hinnat ovat kääntyneet jälleen nousuun viime vuosina. Samaan aikaan talouden toimeliaisuuden kiihtymiseen on useissa jäsenvaltioissa liittynyt yksikkötyökustannusten ja asuntojen hintojen voimakas nousu.

Talousnäkymien muutos saattaa tarkoittaa olemassa olevien epätasapainojen hitaampaa mukautumista tai uusien riskien toteutumista tilanteessa, jossa liikkumavara häiriöihin vastaamiseksi on kapenemassa. Talousnäkymiin kohdistuvat heikkenemisriskit liittyvät erityisesti kaupan jännitteisiin ja globaalien arvoketjujen häiriöihin, kehittyvien talouksien odotettua voimakkaampaan laskusuhdanteeseen ja geopoliittisten jännitteiden kärjistymiseen.[6] Nimelliskasvun odotetaan heikkenevän, mikä tarkoittaa, että myös velan vähentämistä tukeva ympäristö on heikompi. Korkojen huomattava aleneminen vähentää velkakustannuksia, mutta aiheuttaa toisaalta myös haasteita, jotka liittyvät muun muassa heikompiin kannustimiin vähentää velkaa, tuoton tavoittelusta johtuvaan

[4]Jean-Claude Junckerin, Donald Tuskin, Jeroen Dijsselbloemin, Mario Draghin ja Martin Schulzin 22. kesäkuuta 2015 antamassa kertomuksessa talous- ja rahaliiton viimeistelystä ehdotettiin, että makrotalouden epätasapainojen vaikutuksiin euroalueella olisi kiinnitettävä enemmän huomiota. Riippuvuuksien merkitys ja epätasapainojen systeemiset vaikutukset on otettu huomioon asetuksessa (EU) N:o 1176/2011, jonka määritelmän mukaan ”epätasapaino tarkoittaa mitä tahansa sellaiseen makrotalouden kehitykseen johtavaa suuntausta, joka vaikuttaa tai voi vaikuttaa kielteisesti jäsenvaltion talouden, talous- ja rahaliiton tai koko unionin moitteettomaan toimintaan”.

[5] World Trade Uncertainty -indeksi osoittaa työmarkkinoiden epävarmuuden lisääntyneen huomattavasti Euroopan suurissa talouksissa ja myös muilla merkittävillä talousalueilla. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

[6] Ks. myös Kansainvälinen valuuttarahasto, *World Economic Outlook*, lokakuu 2019; Euroopan komissio (2019), *European Economic Forecast* – syksy 2019, Institutional Paper 115, marraskuu 2019.

mahdollisesti liialliseen riskinottoon ja rahoituslaitosten kannattavuuden heikkenemiseen tuottokäyrien tasoittuessa.[7] Rahapoliittinen liikkumavara politiikan häiriöihin puuttumiseksi on kapenemassa, ja mahdollisuudet pehmentää häiriöitä yksityisten ja julkisten säästöjen avulla vaihtelevat huomattavasti eri puolilla EU:ta, sillä rajoituksena ovat korkeat velkasuhteet lukuisissa jäsenvaltioissa.

Kertomuksessa esitetyn horisontaalisen analyysin perusteella voidaan tehdä muun muassa seuraavat päätelmät:

- **Vaihtotaseet ovat hieman heikentyneet koko EU:ssa vuonna 2018, alijäämät ovat edelleen poikkeus ja suuret ylijäämät jatkuvat.** Harvoja poikkeuksia lukuun ottamatta maissa, joissa on aiemmin ollut suuria vaihtotaseen ylijäämiä, vaihtotaseet ovat nyt pitkälti tasapainossa, kun taas joissakin jäsenvaltioissa on edelleen suuria ja pysyviä ylijäämiä, jotka ylittävät talouden perustekijöiden mukaisen tason. Kaupan hidastuminen, vakaa kotimainen kysyntä ja öljyn hinnannousu ovat heikentäneet vaihtotaseita kautta linjan.

- **Ulkomaiset nettovarallisuusasemat (NIIP) ovat parantuneet nopeammin, mutta monissa jäsenvaltioissa on edelleen paljon ulkomaista velkaa.** Maltilliset vaihtotaseet ja viime vuosien jatkuva nimelliskasvu ovat tukeneet ulkomaisen rahoitusvelan supistamista suhteessa BKT:hen. Nettovelallismaiden ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat parantuneet aiempaa nopeammin myös positiivisten arvostusvaikutusten ansiosta. Nämä vaikutukset eivät kuitenkaan ole välttämättä pysyviä. Ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat edelleen pitkälti negatiivisia useissa EU-maissa, ja eräisiin viimeksi toteutuneisiin vaihtotaseisiin liittyy riski, että ne eivät riitä turvaamaan ulkoisten varantoasemien paranemista riittävän nopeasti. Samaan aikaan suuret nettovelkojat ovat kirjanneet yhä positiivisempia ulkomaisia nettovarallisuusasemia suurten ylijäämien vuoksi.

- **Yksikkötyökustannukset ovat monissa jäsenvaltioissa kasvaneet aiempaa nopeammin, kun palkkojen nousu on kiihtynyt ja tuottavuuden kasvu hidastunut.** Palkkojen nousu on kiihtynyt kaikkialla EU:ssa, kun työmarkkinat ovat kiristyneet. Yksikkötyökustannusten kasvu liittyy yhä enemmän myös tuottavuuden kasvun hidastumiseen. Joissain tapauksissa, erityisesti Keski- ja Itä-Euroopan ja Baltian maissa yksikkötyökustannusten merkittävä kasvu on jatkoa muutama vuosi sitten alkaneelle suuntaukselle, joka liittyy työvoiman kysynnän kasvuun sekä osaamisvajeisiin ja työvoiman tarjonnan pullonkauloihin talouksissa, joissa palkat ovat keskimääräistä alhaisemmat. Myös euroalueen maissa yksikkötyökustannusten kasvu on kiihtynyt viime aikoina, joskin vähemmän. Yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet nettovelkojamaissa enemmän kuin nettovelallismaissa. Ero on kuitenkin kaventumassa, minkä seurauksena kustannuskilpailukyvyn kehitys ei enää samalla tavoin tue symmetrisempää tasapainottamista.

- **Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit (REER) ovat vahvistuneet.** Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat vuodesta 2016 alkaen vahvistuneet useissa maissa samalla kun yksikkötyökustannusten kasvu on kiihtynyt ja valuuttakurssien nimellinen vahvistuminen jatkunut. Edeltävinä vuosina suhteelliset kustannukset ja hinnat laskivat monissa EU:n jäsenvaltioissa, kun nimelliset valuuttakurssit laskivat ja kustannus- ja hintainflaatio oli kilpailijoihin verrattuna vaimeaa. Alakohtainen uudelleenkohdentaminen suljetulta sektorilta avoimen sektorin toimintoihin, mitä nettovelallismaissa on tapahtunut useiden vuosien ajan kriisin jälkeen, on nyt hidastumassa tai pysähtymässä tai jopa kääntymässä päinvastaiseksi.

- **Yksityisen sektorin velkavivun purkaminen etenee pitkälti nimellisen BKT:n kasvun ansiosta, kun taas kotitalouksien velkaantumisen väheneminen on hidastunut.** Yksityisen

[7] Ks. myös Kansainvälinen järjestelypankki (BIS): *Annual Economic Report*, kesäkuu 2019; ja Kansainvälinen valuuttarahasto: *Global Financial Stability Report*, huhtikuu 2019.

sektorin nettosäästöt ovat vähentyneet, ja velkasuhteen supistuminen johtuu enenevässä määrin nimellisen BKT:n kasvusta. Velkavivun purkaminen on hidastunut, mikä johtuu sekä säästöjen vähenemisestä että BKT:n kasvun hidastumisesta. Erityisesti kotitaloudet ovat lisänneet lainanottoaan yhä useammissa jäsenvaltioissa. Vaikka velkaantumista on purettu useimmissa maissa, joissa velkasuhde on korkea, yksityisen sektorin velkasuhde on kasvanut muutamissa korkean velkaantuneisuuden maissa. Julkinen velka on edelleen vähentynyt useimmissa jäsenvaltioissa, mutta muutamissa korkean velkaantuneisuuden maissa vähennystä ei ole tapahtunut tai se on ollut rajallista. Valtion joukkovelkakirjojen tuotto kuitenkin laski huomattavasti vuonna 2019, myös kaikkein velkaantuneimpien valtiollisten lainanottajien osalta.

- **EU:n pankkisektorin häiriönsietokyky on parantunut, mutta joitakin haasteita on yhä jäljellä.** Vakavaraisuussuhteiden kasvu on pysähtynyt tasolle, joka ylittää sääntelynormit. Myös oman pääoman tuotto on vakiintunut aiempien vuosien paranemisen jälkeen. Järjestämättömien lainojen osuus on laskenut viime vuosina huomattavasti. Ongelmaluottojen määrä vähenee tällä hetkellä merkittävästi vain niissä maissa, joissa järjestämättömien lainojen osuus on suuri. Haasteita on kuitenkin edelleen useissa EU-maissa, joissa vakavaraisuussuhde ja kannattavuuden tunnusluvut ovat suhteellisen alhaisia ja järjestämättömien lainojen osuus suuri. Haasteita lisäävät muuttuvat talousnäkymät, joille on ominaista korkojen mataluus pitkällä aikavälillä ja heikkenevä talouskasvu.

- **Asuntojen hinnat nousivat edelleen nopeasti vuonna 2018, mutta hintakehitys hidastui siellä, missä on vahvempia merkkejä yliarvostuksesta.** Asuntojen hinnat nousivat edelleen vuonna 2018, ja yhä useammassa maassa asuntojen arvostukset ovat olleet 2000-luvun puolivälistä lähtien huipussaan, ja asunnot ovat todennäköisesti yliarvostettuja. Eniten asuntojen hinnat kuitenkin nousivat eräissä EU-maissa, joissa on toistaiseksi ollut vain rajoitetusti merkkejä yliarvostuksesta. Sen sijaan niissä maissa, joissa huoli yliarvostuksesta on ollut suurempi ja kotitalouksilla enemmän velkaa, hinnat ovat usein laskeneet. Joissain maissa uudet asuntoluotot näyttävät lisääntyvän, mikä saattaa johtaa asuntojen hinnannousun kiihtymiseen edelleen.

- **Työmarkkinat kohenivat edelleen, ja työttömyys on vähentynyt kaikissa EU:n jäsenvaltioissa.** Työttömyys on vähentynyt edelleen eri puolilla EU:ta, erityisesti nuorten ja pitkäaikaistyöttömien keskuudessa. Työmarkkinoiden kiristyminen näkyi jossain määrin voimakkaampana palkkojen nousuna myös euroalueen maissa. Siitä lähtien kun elpyminen alkoi, reaalipalkat nousivat vähemmän kuin työn tuottavuus vuoteen 2017 asti. Muutos tapahtui vasta vuodesta 2018 alkaen. Vaikka työllisyyden ja palkkojen kasvuun perustuva ansiotulojen lisääntyminen on osaltaan edistänyt kotimaisen kysynnän kasvua, ei ole juurikaan näyttöä palkkojen nousun siirtymisestä hinta-inflaatioon.[8]

Tässä taloustilanteessa euroalueella tarvitaan sekä vaihtotaseen alijäämien että vaihtotaseen ylijäämien tasapainottamista, josta olisi hyötyä kaikille jäsenvaltioille. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämän ennustetaan kääntyvän laskusuuntaan vientikysynnän hidastuessa, mutta pysyttelevän lähellä huippuaan ja talouden perustekijöiden mukaisen tason yläpuolella. Euroalueen ylijäämä kasvoi vahvan vientituloksen ansiosta ja siksi, että velkaantumista purettiin merkittävästi talouden eri aloilla, myös maissa, joissa tarvetta velkaantumisen purkamiseen oli vain vähän tai ei lainkaan. Viimeisin maltillinen kehitys johtuu pääasiassa globaalin kaupan heikkenemisestä ja suuremmasta energiataseen vajeesta. Tässä taloustilanteessa on suurempi tarve edistyä euroalueella sekä vaihtotaseen alijäämien että vaihtotaseen ylijäämien tasapainottamisessa, edistää siirtymistä korkeampaan inflaatio- ja korkotasoon ja vähentää riippuvuutta ulkomaisesta kysynnästä. Tätä varten euroalueen jäsenvaltioissa tarvitaan

[8] Tekstikehyksessä 1 tarkastellaan työllisyyden ja sosiaalisen tilanteen viimeaikaista kehitystä EU:ssa.

asianmukaista politiikkayhdistelmää, jossa otetaan huomioon keskinäiset riippuvuussuhteet ja heijastusvaikutukset. Vaikka monissa nettovelallismaissa on aiemmin korjattu suuriakin vaihtotaseen alijäämiä, niiden vaihtotaseet ovat heikkenemässä, ja suurten ulkomaisen ja kotimaisen velan määrien vähentäminen edellyttää jatkuvaa varovaisuusperiaatteiden mukaisten vaihtotaseiden ylläpitämistä ja velan asianmukaisen supistamisvauhdin varmistamista samalla kun jatketaan uudistuksia, jotka lisäävät BKT:n kasvupotentiaalia. Nettovelkojamaissa olisi hyödynnettävä alhaisten korkojen tarjoamaa mahdollisuutta lisätä jatkuvasti julkisia ja yksityisiä investointeja. Hyödyntämällä suotuisaa julkisen talouden rahoitusasemaa investointien ja muun tuottavan varainkäytön tukemiseen näissä maissa voitaisiin myös vähentää kasvunäkymien riippuvuutta ulkomaisesta kysynnästä ja tukea tasapainottamista euroalueella.

Mahdolliset epätasapainojen lähteet ovat kaiken kaikkiaan pitkälti samat kuin vuoden 2019 varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa, mutta näkymät näyttäisivät olevan monessa suhteessa heikkenemään päin. Ulkoiset varantoasemat ovat parantuneet suotuisassa taloustilanteessa nopeammin, mutta vaihtotaseiden heikkeneminen ja nimellisen BKT:n hitaampi kasvu vähentävät lisäparannusten mahdollisuuksia. Jäljellä on yhä suuria vaihtotaseen ylijäämiä, kun taas kilpailukyvyn kehitys ei enää samalla tavoin tue tasapainottamista ja reaalisten efektiivisten valuuttakurssien vahvistuminen yleistyy. Yksityisen sektorin velkaantuminen vähenee hitaammin, joissain tapauksissa velkatason ollessa jo korkea, ja se on perustunut enenevässä määrin nimellisen BKT:n kasvuun. Nimellisen kasvun heikkenevien näkymien vuoksi herää kysymys, voidaanko velkaa edelleen vähentää maissa, joissa sitä on paljon, ilman yksityisten tai julkisten säästöjen lisäämistä tai BKT:n kasvupotentiaalin paranemista. Rahoitusalalla tilanne on vuosia jatkuneiden huomattavien parannusten jälkeen vakiintunut, mutta tulevaisuudessa saattaa ilmetä matalaan korkotasoon liittyviä uusia haasteita. Asuntojen hinnat nousevat edelleen voimakkaasti, ja asuntojen arvostukset ovat huipussaan yhä useammissa EU-maissa. Yliarvostetuilla markkinoilla hintojennousu hidastuu, mutta asuntoluottojen uudelleenkäynnistyminen saattaa joissain maissa tehdä asuntohintojen noususta itseään ylläpitävän ilmiön.

Mahdolliset epätasapainojen lähteet yhdistyvät tiettyjen ryhmien puitteissa. Useat jäsenvaltiot kärsivät edelleen moninaisista ja toisiinsa liittyvistä velkaantuneisuuden aiheuttamista haavoittuvuuksista, jotka saattavat jossain määrin heijastaa rahoitusalan olosuhteita. Muutamissa jäsenvaltioissa haavoittuvuus johtuu pääasiassa suuresta ja pysyvästä julkisesta velasta ja kasvupotentiaalia rajoittavasta heikosta tuottavuudesta ja kilpailukyvystä. Joillakin mailla on puolestaan suuri pitkäaikainen vaihtotaseen ylijäämä. Joissakin jäsenvaltioissa huolenaiheet liittyvät kustannuskilpailukyvyn kehitykseen, johon saattaa liittyä myös ulkoisen rahoitusaseman heikkeneminen. Muutamissa jäsenvaltioissa suurimmat haasteet johtuvat asuntojen hintojen kehityksestä, johon joissain tapauksissa liittyy kotitalouksien suuri velkaantuminen.

Tulevat haasteet edellyttävät makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisessa valvonnassa ennakoivaa toimintatapaa. Koska suurin osa virtojen epätasapainoista on korjattu ja varantoepätasapainot vähenevät asteittain, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisessa valvonnassa kiinnitetään vähitellen enemmän huomiota sellaisten mahdollisesti kestämättömien suuntausten seurantaan, jotka saattavat kiteytyä keskipitkällä aikavälillä. Samalla muuttuva taloustilanne, mukaan lukien riskit, jotka johtuvat pääasiassa euroalueen ja EU:n ulkopuolisesta talousympäristöstä, korostavat tarvetta arvioida epätasapainoja yksityiskohtaisemmin myös euroalueen ja EU:n näkökulmasta.

Useiden varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa mainittujen jäsenvaltioiden osalta esitetään yksityiskohtaisempi ja kattavampi analyysi niitä koskevassa perusteellisessa

tarkastelussa. Kuten edellisillä vuotuisilla kierroksilla, perusteelliset tarkastelut sisällytetään maaraportteihin. Perusteellisissa tarkasteluissa esitettävä komission analyysi perustuu laajaan tietoaineistoon ja komission yhteistyössä neuvoston komiteoiden ja työryhmien kanssa kehittämiin asiaankuuluviin tieto- ja arviointikehyksiin. Perusteellisissa tarkasteluissa esitettävä analyysi muodostaa perustan jäsenvaltioissa vallitsevien epätasapainojen tai liiallisten epätasapainojen tunnistamiselle sekä maakohtaisten suositusten mahdolliselle päivittämiselle.[9] Maat, joiden osalta on havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja, ovat nyt ja jatkossa erityisseurannan kohteena. Näin varmistetaan makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn puitteissa toteutettujen politiikkatoimien jatkuva seuranta.

Perusteelliset tarkastelut laaditaan jäsenvaltioista, joissa on jo havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Varovaisuuteen perustuvan vakiintuneen käytännön mukaisesti perusteelliset tarkastelut laaditaan sen arvioimiseksi, ovatko olemassa olevat epätasapainot purkautumassa, jatkumassa vai pahenemassa, ja niissä otetaan asianmukaisesti huomioon toteutetut korjaavat politiikkatoimet. Näin ollen perusteellinen tarkastelu tehdään niistä 13 jäsenvaltiosta, joissa havaittiin epätasapainoja ja liiallisia epätasapainoja helmikuussa 2019 tehdyissä perusteellisissa tarkasteluissa.[10] Epätasapainoja on havaittu kymmenessä jäsenvaltiossa (**Alankomaat, Bulgaria, Espanja, Irlanti, Kroatia, Portugali, Ranska, Romania, Ruotsi** ja **Saksa**) ja liiallisia epätasapainoja **Italiassa**, **Kreikassa** ja **Kyproksessa**.

Tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esitetyn analyysin perusteella komissio ei katso tarpeelliseksi tehdä perusteellista tarkastelua muista jäsenvaltioista. Varoitusmekanismia koskevan kertomuksen arvioinnissa ei mainita muita merkittäviä riskejä, joiden vuoksi olisi tarpeen tehdä uusi perusteellinen tarkastelu jostakin muusta jäsenvaltiosta, jossa ei ole todettu epätasapainoa tai liiallista epätasapainoa makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn viimeisimmällä kierroksella. Sen sijaan tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa todetaan, että **tulevissa maaraporteissa on seurattava tiiviisti** useita kehityssuuntia, joihin saattaa niiden pitkittyessä liittyä makrotaloudellisia riskejä. Nämä riskit liittyvät yksikkötyökustannuksiin ja niiden vaikutuksiin ulkoiseen kilpailukykyyn useissa jäsenvaltioissa (Latvia, Liettua, Slovakia, Tšekki, Unkari ja Viro) sekä asuntomarkkinoihin ja kotitalouksien velkaan (Belgia, Itävalta, Luxemburg, Slovakia, Slovenia, Suomi, Tanska, Tšekki, Unkari ja Yhdistynyt kuningaskunta)[11].

2. MAKROTALOUDEN EPÄTASAPAINOJEN VAIKUTUS EUROALUEELLA

Euroalueen vaihtotase on ohittanut huippunsa, mutta se on edelleen hyvin ylijäämäinen. Euroalueen vaihtotase on siirtynyt kriisiä edeltävästä pitkälti tasapainoisesta rahoitusasemasta huippulukemaan, joka oli 3,2 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2016. Sittemmin se on laskenut vain

[9] Asetuksen (EU) N:o 1176/2011 6 artikla.

[10] Ks. Talouspolitiikan EU-ohjausjakso 2019: rakenneuudistusten edistymisen arviointi, makrotalouden epätasapainojen ehkäiseminen ja korjaaminen sekä asetuksen (EU) N:o 1176/2011 nojalla tehtyjen perusteellisten tarkastelujen tulokset (COM(2019) 150 final, 27.2.2019).

[11] Euroopan järjestelmäriskikomitea antoi syyskuussa 2019 maakohtaisia varoituksia ja suosituksia asuntokiinteistösektorin keskipitkän aikavälin haavoittuvuustekijöistä yhdeksälle jäsenvaltiolle: suosituksen saivat Alankomaat, Belgia, Luxemburg, Ruotsi, Suomi ja Tanska ja varoituksen Ranska, Saksa ja Tšekki. Kaikki ensin mainitut maat olivat saaneet Euroopan järjestelmäriskikomitealta varoituksen jo marraskuussa 2016, samoin kuin Itävalta ja Yhdistynyt kuningaskunta. Makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annetun asetuksen (asetus (EU) N:o 1176/2011) mukaan komission on otettava huomioon Euroopan järjestelmäriskikomitean varoitukset ja suositukset jäsenvaltioille, joista on tehty perusteellinen tarkastelu.

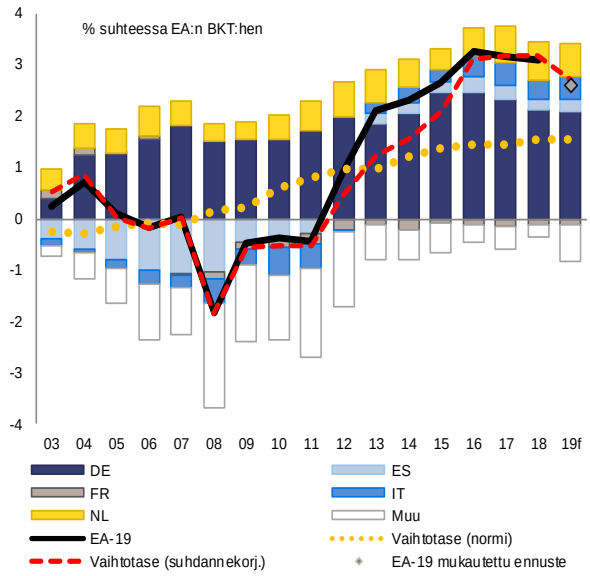
vähän, 3,1 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2018 (kuvio 1).[12] Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä on edelleen maailman suurin, ja sen arvioidaan ylittävän talouden perustekijöiden perusteella odotettavissa olevan arvon (noin 1,7 % suhteessa euroalueen BKT:hen vuonna 2018).[13] Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä johtuu pääasiassa suurista ylijäämistä Saksassa ja Alankomaissa, joiden yhteenlasketut ulkoiset rahoitusasemat muodostivat 2,8 prosenttia euroalueen ylijäämästä vuonna 2018. Jos politiikka säilyy muuttumattomana, kausivaihtelusta puhdistetun euroalueen vaihtotaseen ylijäämän odotetaan Euroopan komission syksyn 2019 talousennusteen mukaan supistuvan 2,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2019 ja edelleen 2,5 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuoteen 2020 mennessä.

Euroalueen vaihtotaseen ylijäämän supistuminen johtuu pääasiassa kauppataseen heikkenemisestä. Tärkein tekijä vaihtotaseen supistumisessa vuosina 2016–2018 on energiatase, öljyn hinnannousun vuoksi. Energiataseen alijäämä oli –1,7 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2017, ja se syveni –2,1 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2018. Muun tavarakaupan tase on pysynyt suunnilleen vakaana, noin 4,6 prosentissa suhteessa BKT:hen. Maailmanlaajuinen kasvun ja kaupan hidastuminen vuoden 2018 puolivälistä alkaen, kauppapoliittiseen toimintaympäristöön liittyvän epävarmuuden jatkuva lisääntyminen ja euron efektiivisen valuuttakurssin vahvistuminen vuonna 2018 ovat syitä euroalueen kasvun hidastumiseen sekä tuonnin että viennin osalta. Kuukausitason tiedot osoittavat, että euroalueen tavaravienti ja -tuonti muun maailman kanssa supistuvat edelleen vuonna 2019 (kuvio 2). Euroalueen vaihtotasetta voivat edelleen heikentää useat tekijät, kuten suhdanneolojen suhteellinen heikkeneminen maailmantalouden muilla aloilla, rajoittavien kauppapolitiikkojen vaikutukset ja geopoliittisista jännitteistä johtuva öljyn hinnannousun jatkuminen.

[12] Tässä mainitut ja käytetyt luvut viittaavat ”kausivaihtelusta puhdistettuun” euroalueen vaihtotaseeseen suhteessa muuhun maailmaan (euroalueen maksutasetilastojen mukaan). Tämän perusteella euroalueen yhteenlaskettu vaihtotase oli 3,1 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2018, mikä on yhtenevää jäsenvaltioiden vaihtotaseita koskevan kertomuksen kanssa (nk. ”yhteisön käsitteen” mukaan). Jäsenvaltioiden suhdannekorjaamattomien vaihtotaseiden yhteenlaskettu arvo on kuitenkin 4 prosenttia suhteessa euroalueen BKT:hen (maksutasetilastojen mukaan) ja 3,8 prosenttia suhteessa BKT:hen (kansantalouden tilinpitoa koskevien tilastojen mukaan). Tämä johtuu siitä, että kansallisten tilastoviranomaisten ilmoittamat euroalueen vaihtotaseita koskevat tiedot ovat epäsymmetrisiä. Sekä maksutasetilastoihin että kansantalouden tilinpitoa koskeviin tilastoihin perustuvia euroalueen vaihtotasetta koskevia lukuja tarkistettiin lokakuussa 2019. Tämä ei juuri vaikuttanut vuoden 2018 lukuihin, mutta vuosien 2009–2015 vaihtotasetta koskevia lukuja tarkistettiin pitkälti alaspäin.

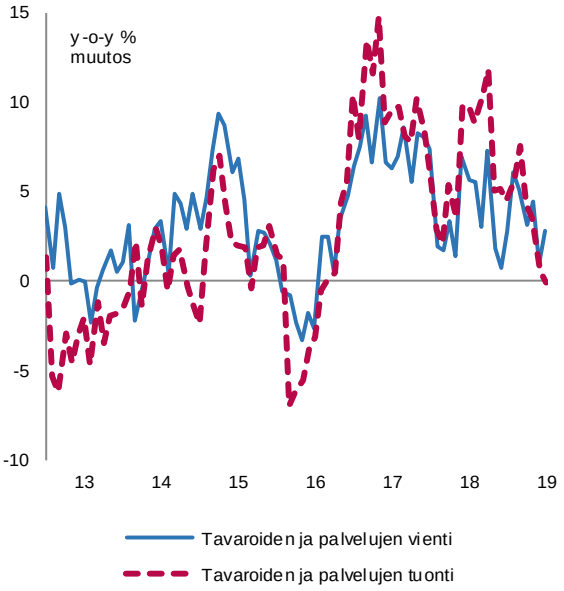
[13] Kansainvälisen valuuttarahaston vuonna 2019 laatiman ulkoista sektoria koskevan raportin (*External Sector Report 2018*) mukaan euroalueen norminmukainen vaihtotase olisi noin 1,6 prosenttia suhteessa BKT:hen.

Kuvio 1: Euroalueen vaihtotaseen kehitys: erittely maittain



Lähde: Eurostatin maksutaseluvut, Euroopan komission syksyn 2019 talousennuste.

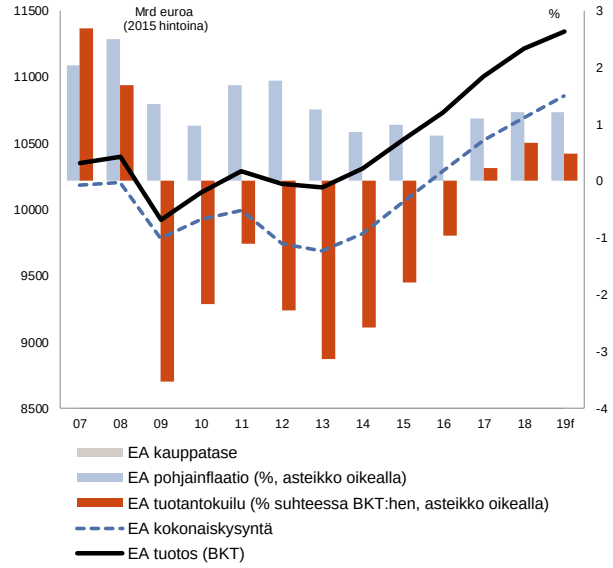
Kuvio 2: Euroalueen ja muun maailman välisen kaupan kehitys



Lähde: Eurostatin ulkomaankauppatilastot
Huom. Kausitasoitetut tiedot, käypinä hintoina.

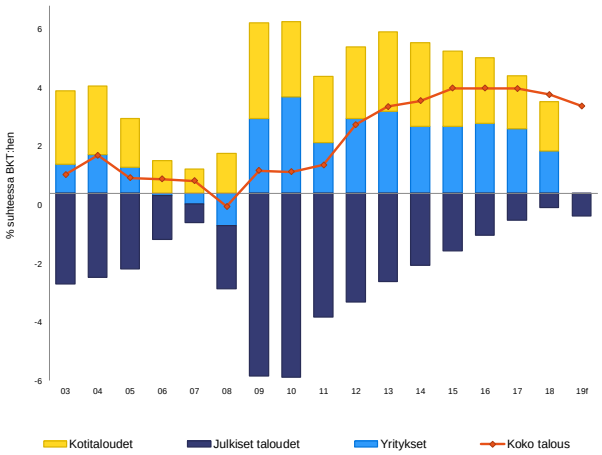
Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä on viime aikoina hieman supistunut, mutta taustalla ovat eri tekijät kuin ne, jotka aiemmin kasvattivat sitä. Euroalueen vaihtotase kääntyi ylijäämäiseksi vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen, mikä johtui suurten alijäämien jyrkästä korjausliikkeestä valtioiden rajat ylittävien rahavirtojen suunnan käännyttyä. Ylijäämä kasvoi, kun velkakriisi levisi Espanjaan ja Italiaan ja kotimainen kysyntä näissä maissa vaimeni. Samaan aikaan myös Saksan suuri vaihtotaseen ylijäämä kasvoi asteittain, kun kotimainen kysyntä kasvoi hitaammin kuin tuotanto ja velkaantuminen väheni kaikilla talouden sektoreilla. Kaiken kaikkiaan euroalueen ylijäämän kasvu finanssikriisin jälkeen vuoteen 2016 saakka johtui pääasiassa yksityisen sektorin laaja-alaisesta velkaantumisen vähentämisestä, johon julkinen sektori liittyi sen jälkeen kun velkakriisi paheni vuonna 2011. Euroalueen ylijäämän supistuminen vuodesta 2017 johtuu pääasiassa ylijäämän supistumisesta Saksassa ja jossain määrin myös Italiassa ja Espanjassa, jotka ovat suhteellisen suuria teollisuusviejiä ja riippuvaisia hiilivetyjä sisältävien energialähteiden tuonnista. Euroalueen vaihtotaseen viimeaikainen kehitys ei näyttäisi liittyvän merkittävään velkaantumisen lisääntymiseen vaan pikemminkin nettoviennin supistumiseen tilanteessa, jossa maailmanlaajuinen kauppa hidastuu ja energialasku kallistuu. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämän supistuminen vuosina 2017 ja 2018 näkyy pääasiassa siinä, että rahoitusalan ulkopuolisten yritysten nettoluotonantoasema, joka oli positiivinen vuodesta 2013 asti, on alkanut heikentyä. Samaan aikaan yritysten nettosäästämisasteen kohtuullistuminen viime aikoina on tasapainottanut julkisen sektorin nettoluotonottoaseman paranemista (kuvio 4).

Kuvio 3: Euroalueen tuotanto, kotimainen kysyntä, nettovienti ja pohjainflaatio



Lähde: AMECO-tietokanta[14]

Kuvio 4: Euroalueen nettoluotonanto /nettoluotonotto sektoreittain



Lähde: Eurostat

Matalan inflaation ja matalan korkotason ympäristö aiheuttaa useita haasteita. Rahaviranomaiset ovat toteuttaneet sekä euroalueella että muilla suuralueilla maailmassa toimenpiteitä torjuakseen tuotannon alkavaa hidastumista ja inflaatio-odotusten kääntymistä alaspäin vuonna 2019. Näin ne ovat toimineet päinvastoin kuin aiemmin ilmoitettiin, kun tarkoituksena oli kiristää rahoitusehtoja. Joukkovelkakirjojen tuotot ovat kääntyneet negatiivisiksi ja laskevat erityisesti tuottokäyrien pitkässä päässä. Riskialttiimpien joukkovelkakirjojen korkoerot kapenevat. Pohjainflaatio on edelleen alle rahaviranomaisten tavoitteen; euroalueen tuotantokuilun arvioidaan kaventuvan sen jälkeen kun se vuonna 2017 kääntyi positiiviseksi pitkään jatkuneen vaimean kysynnän ja negatiivisten tuotantokuilujen kauden jälkeen (kuvio 3). Jatkossa velan vähentäminen ei ole heikomman nimelliskasvun vuoksi yhtä helppoa, mutta matala korkotaso vähentää velkakustannuksia. Historiallisesti erittäin alhaisella tasolla oleviin pitkiin korkoihin liittyy kuitenkin myös useita potentiaalisia haasteita, kuten pyrkimykset kiertää sääntelyrajoituksia ja tavoitella tuottoja riskialttiiden investointien avulla, luottoriskin aliarviointi ja heikentyneet kannustimet supistaa suuria velkamääriä kaventuneiden tuottoerojen seurauksena, sekä säänneltyjen rahoituslaitosten, erityisesti pankkien ja vakuutuslaitosten, kannattavuuden heikkeneminen tuottokäyrien tasoittuessa.[15]

Tasapainottaminen on euroalueella vielä kesken eikä kilpailukyvyn kehitys enää tue euroalueen sisäistä tasapainottamista samalla tavoin. Vaikka useimmat suuret vaihtotaseen alijäämät ovat korjautuneet, monissa euroalueen maissa on edelleen suuria ylijäämiä. Maissa, joissa on aiemmin ollut suuria alijäämiä, on tyypillisesti edelleen suuri negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, usein yhdistettynä suureen yksityiseen tai julkiseen velkaan, mikä kertoo haavoittuvuudesta. Finanssikriisin jälkeen suhteellisten kustannusten ja hintojen sopeuttamisprosessi on tukenut tasapainottamista. Yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet nettovelkojamaissa nopeammin kuin nettovelallismaissa, eli ennen finanssikriisiä havaittu suuntaus on kääntynyt päinvastaiseksi. Suuntaus jatkuu edelleen, mutta

[14] Huom. Määritelmän mukaan BKT:n ja kotimaisen kysynnän erotuksen pitäisi olla yhtä kuin kauppatase. Luvut eivät kuitenkaan ole aivan yhdenmukaisia euroalueen sisäiseen raportointiin liittyvän epäsymmetrian vuoksi (ks. alaviite **Error! Bookmark not defined.**).

[15] Mm. EKP, *Financial Stability Review*, toukokuu 2018, toukokuu 2019.

erot näiden maaryhmien välillä eivät ole yhtä selviä (kuvio 5)[16]. Työmarkkinoiden kiristyminen myös nettovelallismaissa aiheuttaa palkkojen nousun kiihtymistä, ja kustannuskilpailukyky heikkenee edelleen tuottavuuden kasvun hidastuessa samalla kun pääoma-työvoimasuhteiden kasvu hidastuu tai kääntyy laskuun. Kilpailukykytasot, joita mitataan ostovoimapariteettina ilmaistulla BKT-deflaattorilla suhteessa kilpailijoihin (kuvio 6), ovat löyhästi sidoksissa ulkoisiin rahoitusasemiin ja tasapainottamistarpeisiin.[17] Avoimen sektorin osuus kokonaisarvonlisäyksestä on vastannut suhteellisten hintojen sopeutusta: sen osuus on kasvanut kriisin jälkeen niissä maissa, joissa oli aiemmin suuri alijäämä. Tämä prosessi on kuitenkin hidastumassa tai kääntymässä päinvastaiseksi.[18]

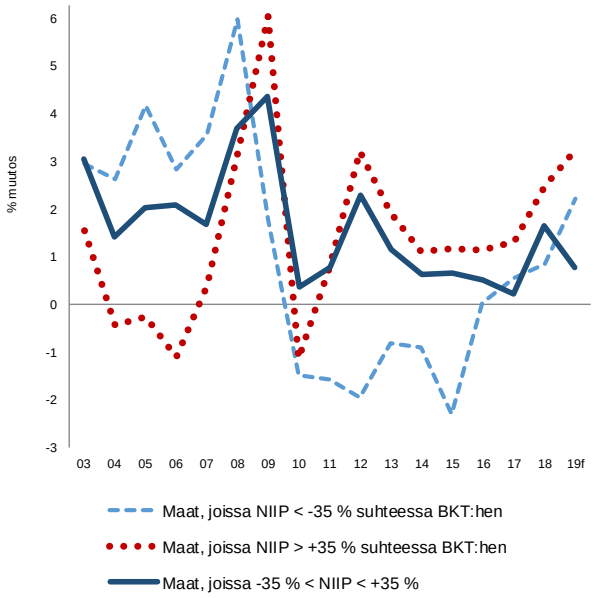
Tässä taloustilanteessa euroalueella tarvitaan sekä vaihtotaseen alijäämien että vaihtotaseen ylijäämien tasapainottamista, josta olisi hyötyä kaikille jäsenvaltioille. Ulkomaisen ja kotimaisen velan suurten määrien vähentäminen edellyttää nettovelallismaissa varovaisuusperiaatteiden mukaisten vaihtotaseiden ylläpitämistä ja velan asianmukaisen supistamisvauhdin varmistamista samalla kun pyritään lisäämään kasvupotentiaalia. Tuottavuusnäkymien parantaminen erityisesti kohdennettujen investointien ja kokonaistuottavuutta tukevien uudistusten avulla on tarpeen koko euroalueella, mutta erityisesti nettovelallismaissa, koska tämä on olennaisen tärkeää sekä velkakantojen kestävyyden kannalta että suhteellisen kilpailukyvyn kehityksen muuttamiseksi enemmän tasapainottamista tukevaksi. Sitä vastoin nettovelkojamaissa julkisten ja yksityisten investointien lisääminen edelleen edistäisi potentiaalista kasvua, vähentäisi kasvunäkymien riippuvuutta ulkomaisesta kysynnästä näissä maissa ja tukisi kotimaista kysyntää, mikä edistäisi tasapainottamista euroalueella. Vallitsevassa taloustilanteessa finanssipoliittiset elvytystoimet maissa, joilla on suuri ylijäämä ja suotuisa julkisen talouden rahoitusasema, edistäisivät myös selviytymistä alhaisen inflaation ja matalan korkotason toimintaympäristössä ja tukisivat siten velkaantumisen vähentämistä ja nettovelallisasemien tasapainottamista.

[16] Työllisyyttä ja kilpailukykyä koskeva verohyvitys (CICE) korvattiin Ranskassa työnantajien sosiaaliturvamaksujen pysyvällä alennuksella vuoden 2019 ensimmäisellä vuosineljänneksellä. Tämä alensi merkittävästi Ranskan työvoimakustannuksia, mikä näkyy yksikkötyökustannusten muutoksena niiden maiden ryhmässä, joissa ulkomainen nettovarallisuusasema on keskitasoa (kuvio 5).

[17] Kuviossa 6 maat on asetettu järjestykseen vaihtotaseen perusteella.

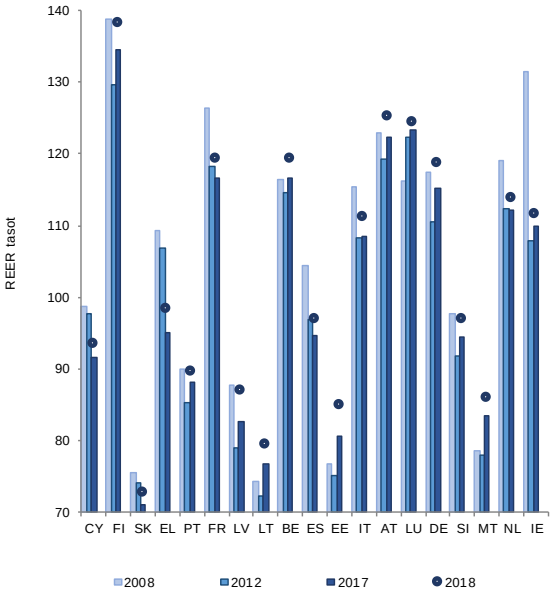
[18] Näyttö perustuu maatalouden, valmistusteollisuuden, kaupan, liikenteen ja viestintäpalvelujen osuuteen talouden kokonaisarvonlisäyksestä. Indikaattorissa ei oteta huomioon sitä, että palveluilla käydään yhä enemmän kauppaa ja että ne tuottavat kasvavan osuuden talouden kokonaisarvonlisäyksestä.

Kuvio 5: Yksikkötyökustannusten kasvu euroalueella



Lähde: AMECO
Huom. Maat, joissa ulkomainen nettovarallisuusasema (NIIP) > +35 % suhteessa BKT:hen: DE, LU, NL, BE, MT. Maat, joissa NIIP on 35 % – –35 % suhteessa BKT:hen: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Muissa maissa NIIP < –35 % suhteessa BKT:hen. Maakohtainen jako perustuu keskimääräisiin NIIP-arvoihin kaudella 2016–2018. Nettovelkojamaissa vaihtotase oli samalla kaudella keskimäärin ylijäämäinen. Luvut ovat BKT-painotettuja keskiarvoja kaikkien kolmen maaryhmän osalta.

Kuvio 6: Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit (REER) BKT-deflaattorin perusteella



Lähde: Komission yksiköiden laskelmat Eurostatin ja IMF:n tietojen perusteella.
Huom. Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit lasketaan ottaen huomioon BKT-deflaattorin osuus suhteessa kilpailijoihin ostovoimapariteettina ilmaistuna (olettaen, että US=100). Maakohtaiset painotukset ovat samat kuin ne, joiden perusteella laaditaan reaalisten efektiivisten valuuttakurssien indeksit (42 kilpailijaryhmää).

3. EPÄTASAPAINOT, RISKIT JA SOPEUTUS: KEHITYKSEN PÄÄPIIRTEET ERI MAISSA

Varoitusmekanismia koskeva kertomus perustuu talouspoliittisiin päätelmiin, jotka on tehty makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostauluun sisältyvien indikaattorien pohjalta. Kyseisen tulostaulun avulla saadaan alustavaa näyttöä mahdollisista riskeistä ja haavoittuvuuksista. Tulostauluun sisältyy 14 indikaattoria, joille on asetettu ohjeelliset kynnysarvot. Ne kuvaavat muun muassa ulkoista rahoitusasemaa, kilpailukykyä, yksityisen sektorin velkaa, asuntomarkkinoita, pankkisektoria ja työllisyyttä. Tietojen vakauden ja maiden yhdenmukaisen kohtelun varmistamiseksi tulostaulu perustuu toteutunutta tilannetta kuvaaviin laadukkaisiin tilastotietoihin. Näin ollen tässä kertomuksessa käytettävän tulostaulun tiedot ulottuvat vuoteen 2018 asti. Makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annetun asetuksen (asetus (EU) N:o 1176/2011) mukaisesti tulostaulun arvoja ei lueta mekaanisesti varoitusmekanismia koskevaan kertomukseen sisältyvissä arvioinneissa, vaan niiden pohjalta tehdään talouspoliittisia päätelmiä, joiden avulla voidaan paremmin ymmärtää yleistä taloudellista tilannetta ja ottaa huomioon maakohtaiset

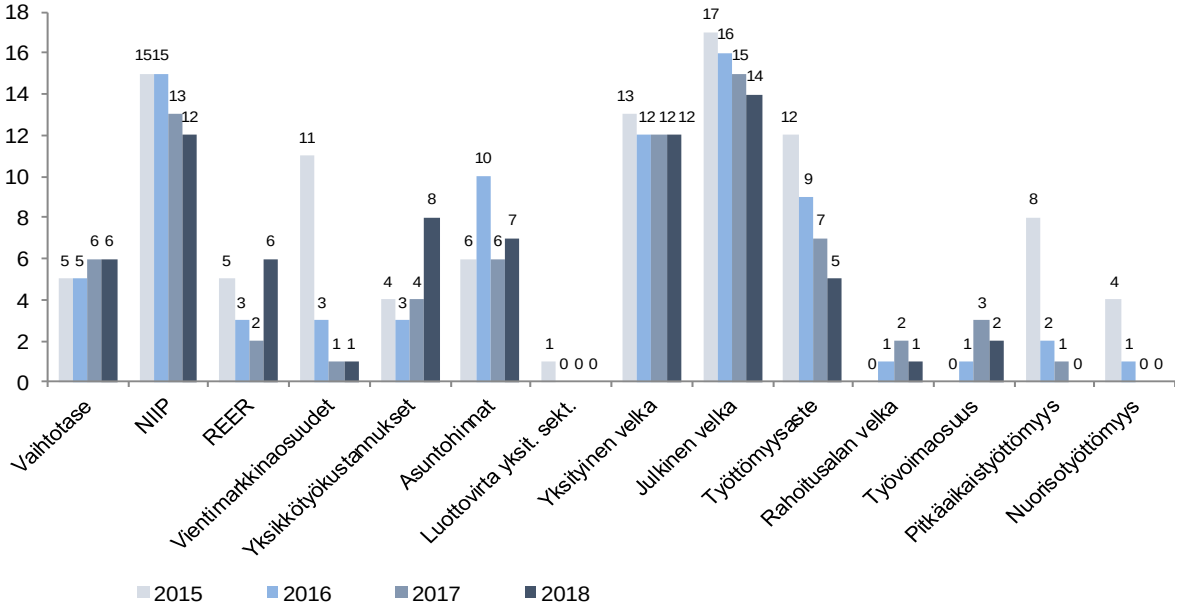
näkökohdat.[19] Tulostaulun pohjalta tehtäviä päätelmiä täydennetään lisäindikaattoreilla. Varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa tehdyssä arvioinnissa otetaan huomioon myös tuoreemmat tiedot ja lisätiedot, arviointikehyksistä saadut tiedot sekä perusteellisissa tarkasteluissa ja asiaankuuluvissa analyyseissa tehdyt havainnot sekä komission syksyn 2019 talousennuste.

Tulostaulun tiedot viittaavat siihen, että saattaa olla muodostumassa kustannuskilpailukykyyn ja asuntojen hintojen kehitykseen liittyviä ongelmia sen lisäksi, että korkeina pysyttelevät velkamäärät ovat korjautumassa vain asteittain. Tulostaulun kynnysarvot ylittyvät edelleen useimmiten julkisen velan, ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja yksityisen velan tapauksessa (kuvio 7).[20] Talouskasvu sekä vaihtotaseiden ja julkisen talouden tasapainon paraneminen ovat kuitenkin osaltaan auttaneet vähentämään ulkomaista nettovelkaa ja julkista velkaa suhteessa BKT:hen, mikä on vähentänyt niiden jäsenvaltioiden määrää, joissa näihin liittyvät tulostaulun kynnysarvot ylittyvät. Sitä vastoin yksityistä velkaa koskevan kynnysarvon ylittävien maiden määrä on pysynyt ennallaan, kun löyhemmät nettosäästöasemat tasapainottavat kasvun vaikutusta julkisen talouden velkasuhteeseen. Joissakin maissa talouskasvu näkyy myös työvoimakustannusten ja asuntojen hintojen nopeana kasvuna. Niiden jäsenvaltioiden lukumäärä, joissa yksikkötyökustannusten kasvu ylitti kynnysarvon, yli kaksinkertaistui verrattuna aiempiin tulostauluihin. Entistä useammat maat myös ylittävät reaalisen efektiivisen valuuttakurssin kynnysarvon valuuttakurssinsa vahvistumisen vuoksi. Asuntojen hintojen kehitys viime vuosina näkyy siinä, että tämän kynnysarvon ylittäneiden maiden lukumäärä on viime aikoina hieman noussut. Tapauksissa, joissa vaihtotase ylittää kynnysarvon, on edelleen kyse enimmäkseen ylijäämistä. Jatkuva työllistävä talouskasvu näkyy siinä, että korkeita työttömyyslukuja kirjataan yhä harvemmissa EU-maissa ja että nuoriso- ja pitkäaikaistyöttömyyteen ja työvoimaosuuteen liittyvät huolenaiheet ovat vähentyneet.

[19]Tulostaulun sisällön loogisesta perustasta ja tulostaulun tulkinnasta ks. Euroopan komission vuonna 2016 laatima, makrotalouden epätasapainomenettelyä koskeva tiivistelmä (*The Macroeconomic Imbalance Procedure*. *Rationale, process, application: a compendium*, European Economy, Institutional Paper 039, marraskuu 2016.

[20]Tulostaulun indikaattoreista ja niiden ohjeellisista kynnysarvoista on tarkempi selvitys liitteen taulukossa 1.1. Lisäindikaattorit esitetään taulukossa 2.1. Kuten kuvioon 9 liitetyssä huomautuksessa todetaan, tulostaulun tietojen kehityksen tulkinta perustuu kunkin varoitusmekanismia koskevan kertomuksen laatimishetkellä saatavilla olleisiin tietoihin. Tämän varoitusmekanismia koskevan kertomuksen tietojen koontipäivä oli 25. lokakuuta 2019.

Kuvio 7: Niiden maiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kynnysarvon



Lähde: Eurostat

Huom. Niiden maiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kynnysarvon, perustuu tulostauluun sellaisena kuin se julkaistiin yhdessä vastaavan vuotuisen varoitusmekanismia koskevan kertomuksen kanssa. Tietoihin tämän jälkeen tehdyt mahdolliset tarkistukset voivat aiheuttaa sen, että tulostaulun indikaattorien uusimpien arvojen perusteella laskettu kynnysarvon ylittävien arvojen määrä poikkeaa yllä olevassa kuviossa ilmoitetusta määrästä.

Vaihtotaseet heikkenivät hieman useimmissa EU:n jäsenvaltioissa vuonna 2018. Kaupan hidastuminen, vakaa kotimainen kysyntä ja öljyn hinnannousu heikensivät vaihtotaseita useimmissa jäsenvaltioissa. Useimmissa tapauksissa vaihtotase ylittää tason, jota voitaisiin odottaa maakohtaisten talouden perustekijöiden perusteella (ns. norminmukaiset vaihtotaseet) ja joka tarvittaisiin suurten ulkomaisten velka-asemien korjaamiseksi (kuvio 8).[21] Vaikka vaihtotaseiden heikkeneminen vuosina 2017 ja 2018 usein ylitti pelkän suhdannetekijöiden vaikutuksen (kuvio 9), suhdannekorjatut vaihtotaseet viittaavat yleensä siihen, että ulkoinen rahoitusasema on vahvempi kuin nimellinen alijäämä, koska tuotantokuilut ovat positiivisia lähes kaikkialla.[22]

- **Vain kahdessa jäsenvaltiossa vaihtotaseen alijäämä ylittää makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn alemman kynnysarvon.** Kyproksella on EU:n suurin vaihtotaseen alijäämä

[21] Perustekijöiden mukaiset (norminmukaiset) vaihtotaseet on johdettu redusoiduilla regressiomalleilla, jotka kattavat säästöjen ja investointien tasapainon kannalta tärkeimmät vaikutustekijät, kuten perustekijät, politiikkatekijät ja rahoitusalan maailmanlaajuisen tilanteen. Ks. L. Coutinho ym. (2018), *Methodologies for the assessment of current account benchmarks*, European Economy, Discussion Paper 86/2018, jossa kuvaillaan tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa perustekijöiden mukaisen vaihtotaseen laskennassa käytettyä menetelmää. Menetelmä vastaa ulkoisen tasapainon arviointia koskevassa Kansainvälisen valuuttarahaston valmisteluasiakirjassa selostettua menetelmää (S. Phillips ym. (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, 13/272).

[22] Suhdannekorjatussa vaihtotaseessa otetaan huomioon suhdanteen vaikutus mukauttamalla vaihtotasetta kotimaisen tuotantokuilun ja kauppakumppanimaiden tuotantokuilun perusteella, ks. M. Salto ja A. Turrini (2010), *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment*, European Economy, Discussion Paper 427/2010.

tulostaulun kolmen vuoden keskiarvon perusteella. Vuonna 2018 alijäämä supistui, mutta ei saavuttanut tasoa, joka varmistaisi ulkomaisen nettovarallisuusaseman paranemisen riittävän nopeasti.[23] Myös Yhdistyneen kuningaskunnan alijäämä ylittää tulostaulun kynnysarvon. Romaniassa vaihtotaseen alijäämä todettiin vain vuonna 2018, -4,6 prosenttia suhteessa BKT:hen, mikä merkitsi selvää heikkenemistä edellisvuosiin verrattuna. Lukema alittaa normin, ja suurta osaa heikkenemisestä ei voida selittää suhdannekierron perusteella.

- **Vaihtotaseet heikkenivät useissa suurissa nettovelallismaissa.** Vaihtotaseen toteutuma supistui vuonna 2018 Kreikassa, Portugalissa ja Espanjassa. Kreikan vaihtotaseen alijäämää ei voida selittää perustekijöillä, eikä se riitä korjaamaan erittäin negatiivista ulkomaista nettovarallisuusasemaa varovaisemmalle tasolle 10 vuoden aikajänteellä.[24] Portugalissa viimeisimmät luvut ovat alle tason, joka varmistaisi negatiivisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman korjaamisen asianmukaisessa tahdissa. Sitä vastoin Espanjan vaihtotaseen alijäämän kehitys vastaa tasoa, joka varmistaa ulkomaisen nettovarallisuusaseman korjaamisen asianmukaisessa tahdissa. Irlannin vaihtotase parani jyrkästi vuonna 2018, mikä johtui pitkälti monikansallisten yhtiöiden rajat ylittävistä liiketoimista.

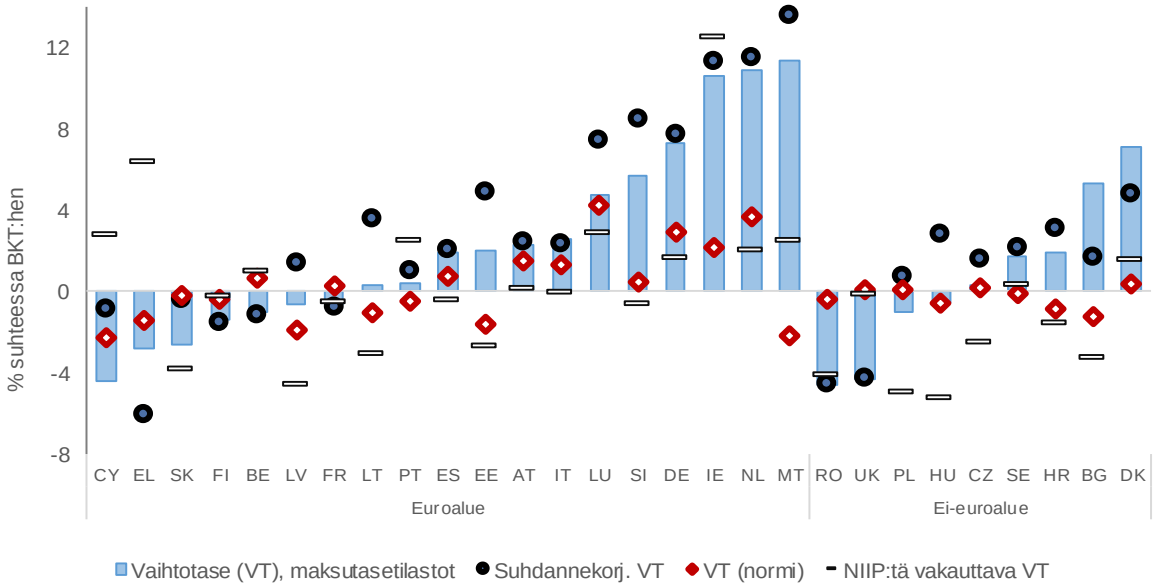
- **Neljässä EU-maassa vaihtotaseen ylijäämä ylittää edelleen makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun ylemmän kynnysarvon**. Nämä maat ovat Tanska, Saksa, Alankomaat tämän vuosikymmenen alusta lähtien ja Malta viime aikoina. Vuonna 2018 ylijäämät supistuivat Saksassa 0,7 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen ja Tanskassa hieman vähemmän. Sen sijaan Alankomaissa ja Maltassa ne pysyivät pitkälti muuttumattomina. Alankomaiden ja Maltan ylijäämäkehitykseen vaikuttivat myös monikansallisten yhtiöiden ja kansainvälisesti suuntautuneiden palvelusektorien toimintaan liittyvät valtioiden rajat ylittävät liiketoimet, jotka vaikuttavat sekä kauppa- että tulotaseisiin.

- **Suuret ylijäämät kasvattavat suuria positiivisia ulkomaisia nettovarallisuusasemia entisestään.** Maltaa lukuun ottamatta tulostaulun kynnysarvon ylittävät vaihtotaseen ylijäämät ylittävät myös talouden perustekijöiden mukaisen tason (kuvio 8). Kaikissa tapauksissa tulostaulun kynnysarvon ylittävät ylijäämät ylittävät myös tason, joka mahdollistaisi jo valmiiksi suuren ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttamisen nykyiselle tasolle 10 vuoden aikajänteellä.

[23] Kyproksen vaihtotasetta koskevia tietoja on tarkistettu viime vuoden varoitusmekanismia koskevan kertomuksen jälkeen, ja sen perusteella vaihtotaseen alijäämä jäi alemman kynnysarvon alapuolelle vuotta 2017 edeltävien kolmen vuoden ajan, toisin kuin viime vuonna.

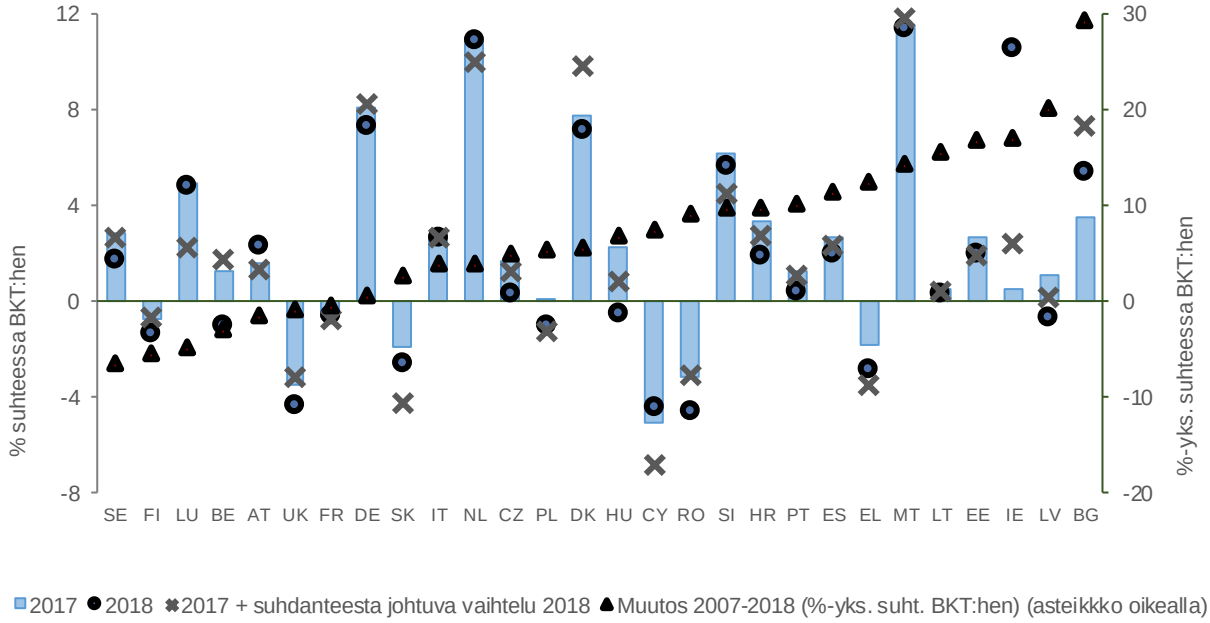
[24] Ulkomaista nettovarallisuusasemaa koskevien maakohtaisten varovaisuuskynnysarvojen määrittämisestä ks. alaviite **Error! Bookmark not defined.**. Kuilu toteutuneiden vaihtotaseiden ja niiden vaihtotaseiden välillä, jotka tarvittaisiin ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttamiseen, riippuu ratkaisevasti tarkasteluajanjakson pituudesta. Esimerkiksi Kreikassa ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttaminen tulostaulun kynnysarvon (–35 prosenttia suhteessa BKT:hen) ylittävälle tasolle edellyttäisi 20 vuoden aikajänteellä lähes 1 prosentin ylijäämää suhteessa BKT:hen; ks. Euroopan komissio (2019), *Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019*, European Economy, Institutional Paper 116, marraskuu 2019.

Kuvio 8: Vaihtotaseet ja vertailuarvot vuonna 2018



Lähde: Eurostat (BPM6-tiedot) ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään vuoden 2018 vaihtotaseen mukaisessa järjestyksessä. *Suhdannekorjatut vaihtotaseet*: ks. alaviite 22. *Norminmukaiset vaihtotaseet*: ks. alaviite 21. *Ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttavan vaihtotaseen* vertailuarvo määritellään vaihtotaseeksi, joka tarvitaan vakauttamaan ulkomainen nettovarallisuusasema nykytasolle seuraavien 10 vuoden aikana tai, jos ulkomainen nettovarallisuusasema on tällä hetkellä maakohtaisen varovaisuuskynnysarvon alapuolella, vaihtotaseeksi, joka tarvitaan ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvon saavuttamiseksi seuraavien 10 vuoden aikana (ks. alaviite26).

Kuvio 9: Vaihtotaseiden kehitys



Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään nousevassa järjestyksessä, joka perustuu vaihtotaseen ja BKT:n suhteen vaihteluun vuosien 2007 ja 2018 välisenä aikana. *Suhdanteen aikaansaama muutos* lasketaan vaihtotaseen vaihteluna, joka ei sisälly suhdannekorjatun vaihtotaseen vaihteluun.

Vuonna 2018 ulkomaiset nettovarallisuusasemat paranivat nopeammin useimmissa jäsenvaltioissa, mutta monissa niistä on edelleen paljon ulkomaanvelkaa. Ulkomaisten nettovarallisuusasemien paraneminen jatkui vuonna 2018 useiden maiden maltillisten vaihtotaseiden, BKT:n kasvun ja suurten positiivisten arvostusvaikutusten ansiosta (kuviot 10 ja 11). Monissa EU-maissa ulkomainen nettovarallisuusasema on kuitenkin pitkälti negatiivinen. Vuonna 2018 ulkomainen nettovarallisuusasema jäi 12 jäsenvaltiossa alle tulostaulun kynnysarvon, joka on –35 prosenttia suhteessa BKT:hen. Tämä on vain yksi jäsenvaltio vähemmän kuin vuonna 2017. Niissä maissa, joissa ulkomainen nettovarallisuusasema on pitkälti negatiivinen, arvot alittavat sen, mitä voitaisiin pitää talouden perustekijöiden mukaisena tasona (ns. norminmukainen ulkomainen nettovarallisuusasema), ja joissain tapauksissa alle varovaisuuskynnysarvojen.[25] Joissakin maissa ulkomaisen velan määrä on suuri

[25] Perustekijöiden mukainen ulkomainen nettovarallisuusasema (ns. norminmukainen ulkomainen nettovarallisuusasema) saadaan norminmukaisten vaihtotaseiden kasautuessa ajan mittaan (ks. myös alaviite **Error! Bookmark not defined.**). Ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvot määritetään maksimoimalla signaalien voimakkuus ennustettaessa maksutasekriisiä. Laskennassa otetaan huomioon maakohtaiset tiedot, jotka esitetään asukasta kohden laskettuna tulotasona. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman laskennassa käytetyn menetelmän osalta ks. A. Turrini ja S. Zeugner (2019), *Benchmarks for Net International Investment Positions*, European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

myös silloin, kun se lasketaan ilman ulkomaisia suoria sijoituksia (FDI) ja muita maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI).[26]

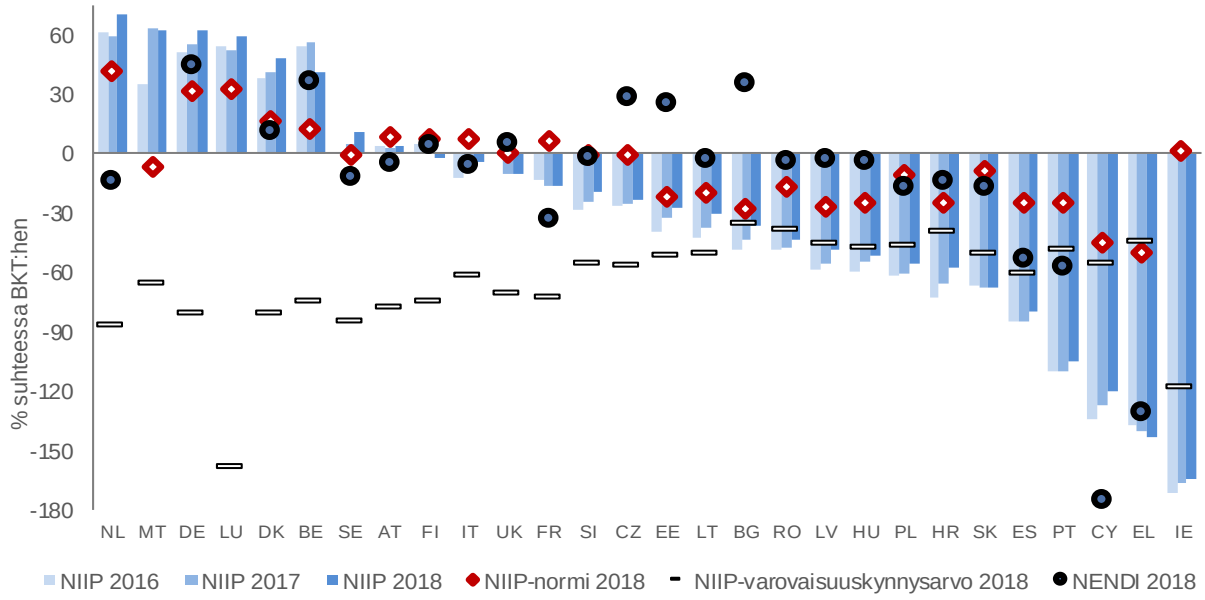
- Joissakin euroalueen jäsenvaltioissa, kuten Irlannissa, Kreikassa, Kyproksessa ja Portugalissa, on edelleen **pitkälti negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema**, alle –100 prosenttia suhteessa BKT:hen. Näissä maissa ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat selvästi sekä norminmukaisten että varovaisuuskynnysarvojen alapuolella. Irlannissa ja Kyproksessa ulkomaiset nettovarallisuusasemat kertovat myös monikansallisten yritysten taseiden ja valtioiden rajat ylittävien rahoitussuhteiden merkityksestä. Näissä neljässä maassa sekä Espanjassa näkyy vahvasti velkaantumisen vaikutus ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan, mistä on osoituksena erittäin negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI). Kreikassa taas valtaosan ulkomaisesta nettovarallisuusasemasta muodostaa suuri ulkomainen julkinen velka, joka usein on myönnetty erittäin edullisin ehdoin.[27] Kyproksessa suuri osa ulkomaisesta nettovarallisuusasemasta liittyy rahoitusalan ulkopuolisten, varustamoalalla toimivien erityisrahoitusyhtiöiden tase-eriin.
- Niissä maissa, joissa **ulkomainen nettovarallisuusasema ei ole yhtä negatiivinen**, mutta kuitenkin alle –35 prosenttia suhteessa BKT:hen, se on yleensä myös alle tason, jota voitaisiin odottaa maakohtaisten perustekijöiden perusteella. Tämä on tilanne Bulgariassa, Kroatiassa, Latviassa, Puolassa, Romaniassa, Slovakiassa ja Unkarissa. Muutamissa tapauksissa jäädään myös varovaisuuskynnyksen alapuolelle. Koska monissa näistä Keski- ja Itä-Euroopan ja Baltian maista on kuitenkin paljon suoria ulkomaisia sijoituksia, niiden ulkomainen nettovarallisuusasema paranee huomattavasti, jos se lasketaan ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI).[28] Eräissä muissakin EU-maissa ulkomainen nettovarallisuusasema on yli –35 prosenttia suhteessa BKT:hen, mutta alle asianomaisten kynnysarvojen (Liettua, Slovenia, Tšekki ja Viro). Myös näissä tapauksissa on pitkälti kyse näihin maihin tehdyistä suorista ulkomaisista sijoituksista. Tässä ryhmässä Ranska erottuu siksi, että sen negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema johtuu suurelta osin sellaisista instrumenteista, joihin liittyy maksukyvyttömyysriski.
- Useimmat **suuret positiiviset ulkomaiset nettovarallisuusasemat** kasvoivat edelleen vuonna 2018. Alankomaissa, Luxemburgissa, Maltassa ja Saksassa positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema oli vähintään 60 prosenttia ja Tanskassa lähes 50 prosenttia suhteessa

[26] NENDI on ulkomaisen nettovarallisuusaseman osa, joka ei sisällä oman pääoman ehtoisia osia, eli suorien ulkomaisten sijoitusten (FDI) muodossa annettavaa omaa pääomaa ja kantaosakkeita ja suorina ulkomaisina sijoituksina annettavia yritysten sisäisiä valtioiden rajat ylittäviä velkoja. Se on ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja. Ks. myös Euroopan komission valmisteluasiakirja *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard*, tekninen huomautus; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] Kun tietoja tarkastellaan institutionaalisten sektoreiden mukaan jaoteltuina, julkisen talouden ulkomainen nettovarallisuusasema kattaa Kreikan erittäin negatiivisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman kokonaan – koska julkinen velka on pitkälti ulkomaisessa omistuksessa, ja olennaisen tärkeää on, että omistajiin kuuluu myös julkisia luotonantajia – kun taas muiden talouden sektoreiden eli kotitalouksien, rahoitusalan ulkopuolisten yritysten ja rahoituslaitosten ulkomainen nettovarallisuusasema on positiivinen. Espanjassa, Kyproksessa ja Portugalissa julkisen talouden ulkomainen nettovarallisuusasema kattaa suuren osan talouden ulkomaisesta nettovarallisuusasemasta, mutta myös muilla talouden sektoreilla ulkomainen nettovarallisuusasema on selvästi negatiivinen.

[28] Vaihtotaseen kehitys vastaa näissä maissa ulkoisen rahoitusaseman vakautta, lukuun ottamatta Romaniaa, missä vaihtotaseen heikkenemisen odotettu jatkuminen johtaa todennäköisesti myös ulkomaisen nettovarallisuusaseman heikkenemiseen.

BKT:hen.[29] Tässä näkyy se, että vaihtotase on ollut vuosien ajan hyvin ylijäämäinen, minkä seurauksena on kertynyt suuri nettovarallisuusasema suhteessa muuhun maailmaan. Belgiassa sen sijaan erittäin positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni negatiivisten arvostusvaikutusten vuoksi. Kaikissa näissä tapauksissa ulkomaisten nettovarallisuusasemien lukemat ylittävät selvästi asiaa koskevat normit eli ne ovat selvästi yli sen, mikä olisi perusteltavissa tai odotettavissa maakohtaisten perustekijöiden perusteella.

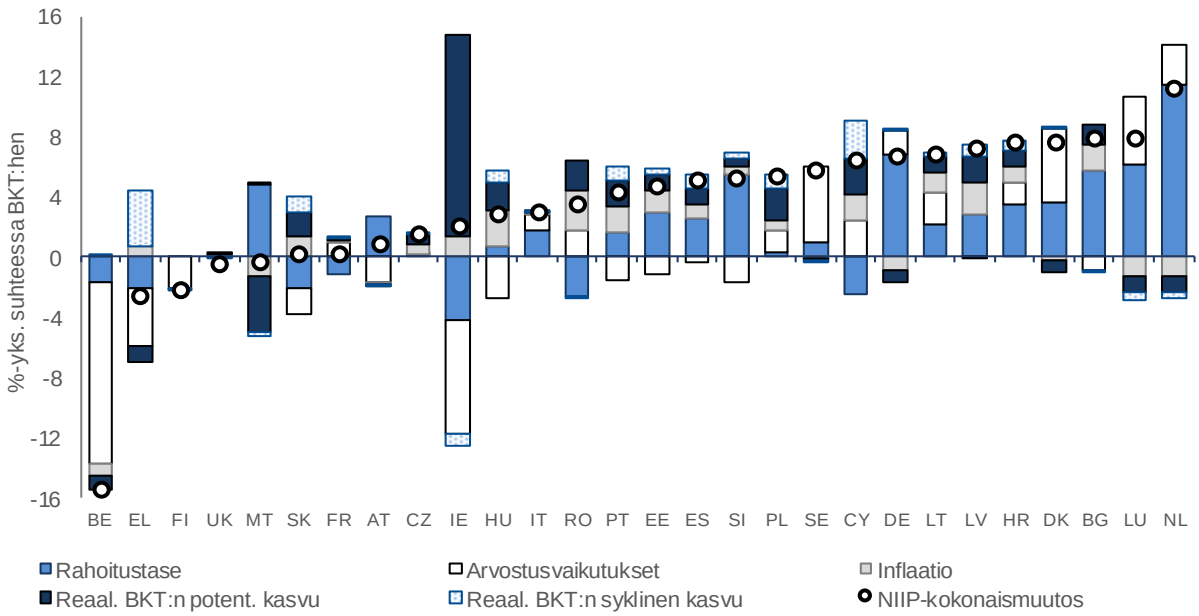


Kuvio 10: Ulkomaiset nettovarallisuusasemat (NIIP) ja vertailuarvot vuonna 2018

Lähde: Eurostat (BPM6, EKT-10), komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Irlannin, Luxemburgin ja Maltan NENDI-arvot jäävät kuvion ulkopuolelle. Maat esitetään laskevassa järjestyksessä sen perusteella, mikä ulkomaisen nettovarallisuusaseman suhde BKT:hen oli vuonna 2018. NENDI on ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja. Norminmukaisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvon osalta ks. alaviite 26.

[29] NENDIn merkitys vaihtelee huomattavasti näissä maissa, mikä kuvastaa myös niiden rahoituskeskusten merkitystä, kuten Luxemburgissa ja Maltassa, tai pankkien ja monikansallisten yritysten pääkonttoreiden ulkomaisen velan merkitystä, kuten Alankomaissa.

Kuvio 11: Ulkomaisten nettovarallisuusasemien (NIIP) kehitys vuonna 2018



Lähde: Eurostat, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään nousevassa järjestyksessä, joka perustuu ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja BKT:n suhteen vaihteluun vuonna 2018. Kuviossa on esitetty ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja BKT:n suhteen vuotuinen kehitys jaoteltuna seuraaviin viiteen osatekijään: rahoitustase, jonka olisi oltava yhtä kuin vaihto- ja pääomataseiden summa; reaalisen BKT:n potentiaalinen ja syklinen kasvu; inflaatio; ja arvostusmuutokset. BKT:n kasvun syklinen komponentti lasketaan todellisen ja potentiaalisen kasvun välisenä erotuksena.

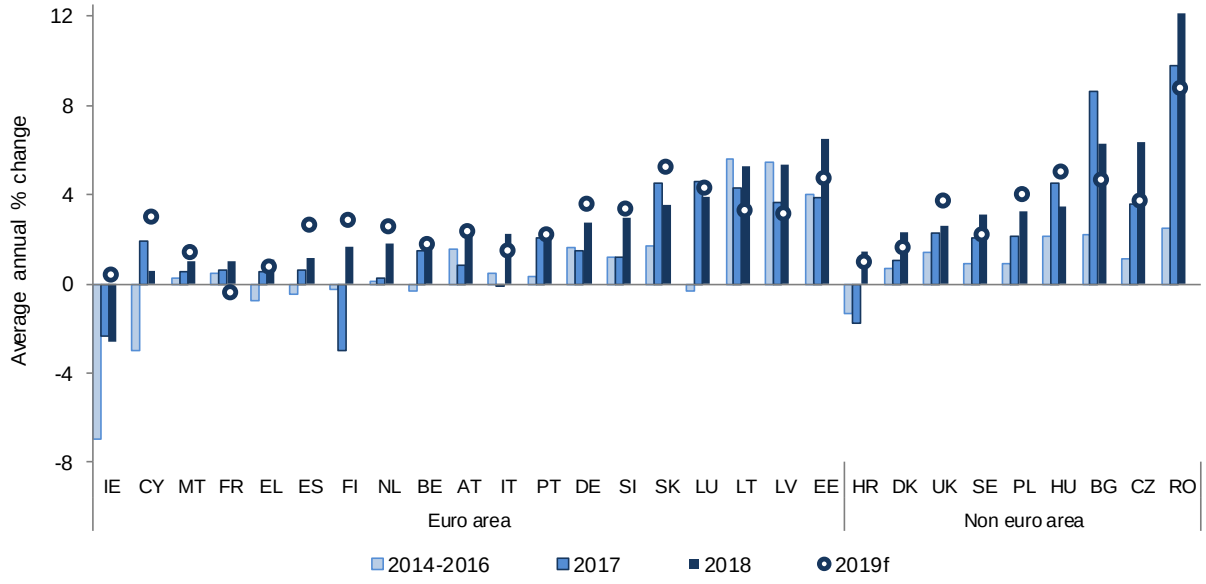
Yksikkötyökustannukset kasvavat kiihtyvää vauhtia useissa EU:n jäsenvaltioissa. Tulostaulun mukaan yksikkötyökustannusten kasvu ylitti vuonna 2018 kynnysarvon 8 maassa, mikä on kaksi kertaa enemmän kuin aiempina vuosina. Yksikkötyökustannusten kiihtyminen alkoi vuoden 2013 tienoilla ensin Baltian maissa ja hiukan myöhemmin useissa Keski- ja Itä-Euroopan maissa. Joitain merkkejä siitä oli nähtävissä myös euroalueella. Vuotta 2019 koskevien ennusteiden mukaan yksikkötyökustannusten kasvu näyttää jossain määrin hidastuvan maissa, joissa kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen on ollut viime vuosina merkittävämpää, mutta joissain tapauksissa yksikkötyökustannusten kasvu näyttää edelleen kiihtyvän (kuvio 12).

- **Yksikkötyökustannusten kasvun kiihtymistä on havaittu yhä useammassa jäsenvaltiossa.** Yksikkötyökustannusten kasvu on ollut erityisen vahvaa eräissä Keski- ja Itä-Euroopan ja Baltian maissa, etenkin Romaniassa sekä Bulgariassa, Latviassa, Liettuassa, Slovakiassa, Tšekissä, Unkarissa ja Virossa. Tulostaulun mukaan yksikkötyökustannusten kasvu ylittää kynnysarvon kaikissa näissä maissa. Vuonna 2019 yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan hidastuvan jonkin verran useimmissa näistä maista, mutta kiihtyvän edelleen Slovakiassa ja Unkarissa. Yksikkötyökustannusten kasvu pysyi suhteellisen maltillisena, joskin aiempia vuosia suurempana, euroalueen nettovelallismaissa, etenkin Espanjassa, Kreikassa ja Kyproksessa. Portugalissa yksikkötyökustannusten kasvu ylitti euroalueen keskiarvon. Yksikkötyökustannukset kasvoivat jonkin verran myös suurissa nettovelkojamaissa. Saksassa yksikkötyökustannusten kasvu kiihtyi euroalueen suurista talouksista eniten.

- **Yksikkötyökustannusten voimakas kasvu johtuu pitkälti palkkojen nousun elpymisestä työmarkkinoiden kiristyessä**. Vuonna 2018 nimellispalkkojen kasvu oli merkittävin yksikkötyökustannusten kasvua selittävä tekijä (kuvio 13). Siitä lähtien kun talouden elpyminen alkoi, työllisyyden kasvua ja työttömyyslukujen laskua on seurannut palkkojen nousun kiihtyminen Phillipsin käyrän dynamiikan pohjalta. Siitä lähtien kun elpyminen alkoi, reaalipalkat nousivat kuitenkin vähemmän kuin työn tuottavuus vuoteen 2017 asti. Muutos tapahtui vasta vuodesta 2018 alkaen. Yksikkötyökustannusten kasvu on eri maissa yleensä voimakkaampaa siellä, missä työttömyys on alhaisinta ja missä esiintyy osaamisvajetta ja työvoiman tarjonnan pullonkauloja. Myös kiinnikuromiskehityksellä on merkitystä erityisesti Keski- ja Itä-Euroopassa.[30] Myös yksikkötyökustannusten kasvuvauhdin ajoitus heijastaa työmarkkinoiden paranemista: yksikkötyökustannusten kasvuvauhti alkoi kiihtyä aiemmin niissä maissa, joissa vuoden 2011 euroalueen velkakriisiin liittyvä taantuma vaikutti vähemmän ja joissa työttömyys alkoi vähentyä aikaisemmin.
- **Heikko työn tuottavuus vaikuttaa yksikkötyökustannusten kasvun kiihtymiseen yhä enemmän**. Työn tuottavuuden kasvun hidastuminen vaikutti merkittävästi yksikkötyökustannusten kasvun kiihtymiseen vuosien 2017 ja 2018 välisenä aikana. Työn tuottavuus alkoi jälleen kasvaa useimmissa EU-maissa talouden elpymisen myötä sen jälkeen kun se oli finanssikriisin pahimpina vuosina merkittävästi hidastunut (kuvio 14). Työn tuottavuuden elpyminen liittyi pääasiassa kokonaistuottavuuden kasvuun, kun taas pääomaintensiteetin kasvu on edistänyt työn tuottavuuden kasvua vähemmän kuin kriisiä edeltävänä aikana. Viimeksi mainitulla tarkoitetaan sitä, että keskimääräinen pääoma työntekijää kohti kasvaa hitaasti tai supistuu työllisyyden voimakkaan kasvun ja investointien vähäisyyden vuoksi. Viime vuosina työn tuottavuus on kasvanut hitaammin kuin kriisiä edeltävänä aikana, mikä johtuu sekä maltillisemmasta kokonaistuottavuuden kasvusta että heikommasta pääomaintensiteetin kasvusta.
- **Yksikkötyökustannusten kasvusuuntausten yhteys tasapainottamisen tarpeisiin on käymässä yhä heikommaksi.** Vuonna 2018 yksikkötyökustannukset kasvoivat kaikissa euroalueen maissa. Erot nettovelkoja- ja nettovelallismaiden välillä olivat hyvin pieniä. Tämä poikkesi kriisin jälkeisistä vuosista, jolloin yksikkötyökustannukset kasvoivat selvemmin nettovelkojamaissa. Kun työmarkkinat alkoivat vähitellen kiristyä myös niissä maissa, joissa vaihtotase kääntyi vastakkaiseen suuntaan, työvoimakustannukset alkoivat nousta myös näissä maissa, ja kuilu suhteessa nettovelkojamaihin alkoi kaventua (ks. myös kertomuksen 2. kohta). Samoin kuin nettovelallismaissa, joissa on enemmän varaa työmarkkinoiden kiristymiseen, kilpailukyvyn kehitys saattaa tulevaisuudessa tukea tasapainottamista yhä vähemmän siksi, että palkkojen nousu olisi suhteellisen voimakasta ja tuottavuuden kasvu hillitympää, kun pääomaintensiteetin kasvun vaikutus heikkenisi.

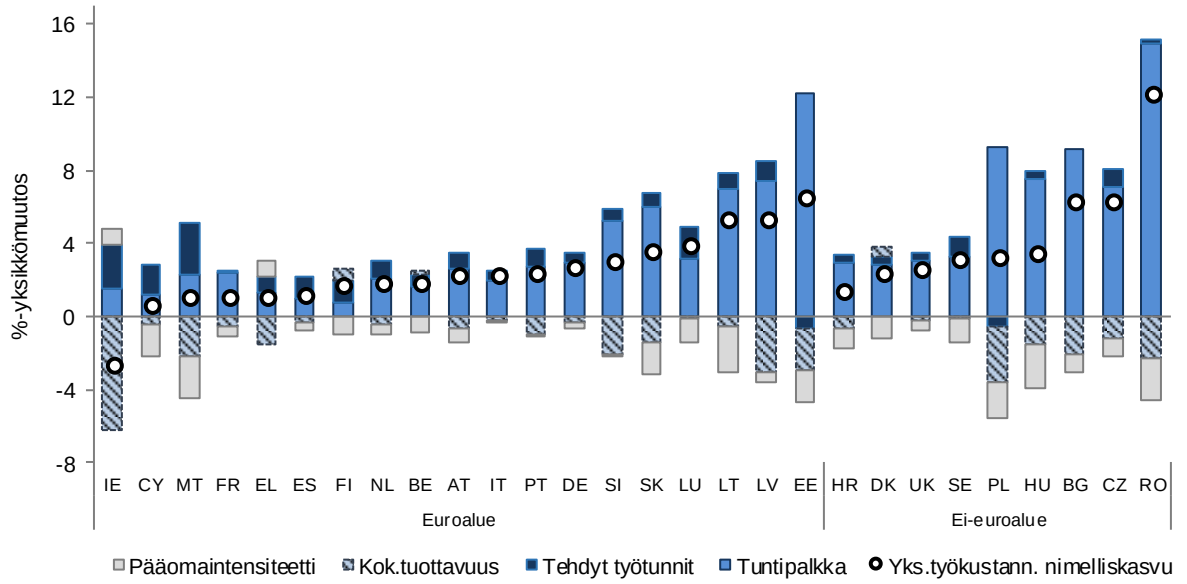
[30] Esimerkiksi G. Brunello ja P. Wruuck: ”Skill mismatch in Europe: A survey of the literature”, IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss ja A. Vandeplas, ”Measuring skills mismatch”. DG EMPL Analytical webnote 7/2015, Euroopan komissio, 2015; Euroopan komissio (2018), ”Labour Market and Wage Developments in Europe; Annual Reviews 2018 and 2019”.

Kuvio 12: Yksikkötyökustannusten kasvu viime vuosina



Lähde: AMECO-tietokanta; vuoden 2019 tiedot ovat peräisin Euroopan komission syksyn 2019 talousennusteesta.
Huom. Maat esitetään nousevassa järjestyksessä yksikkötyökustannusten kasvun perusteella (vuosi 2018).

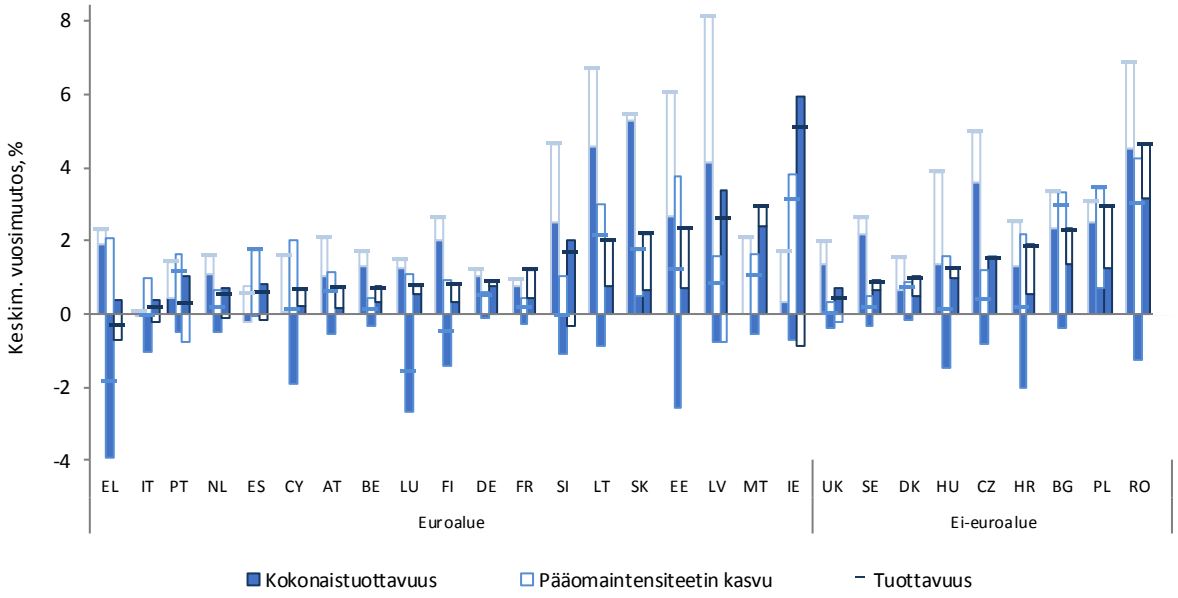
Kuvio 13: Yksikkötyökustannusten kasvun erittely, 2018



Lähde: AMECO-tietokanta ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään nousevassa järjestyksessä yksikkötyökustannusten kasvun perusteella (vuosi 2018). Erittely perustuu vakiomalliin, jossa yksikkötyökustannusten kasvu jaetaan nimellisen tuntipalkan ja työn tuottavuuden

välillä. Työn tuottavuus jaetaan edelleen tehtyihin työtunteihin, kokonaistuottavuuteen ja pääoman muodostukseen käyttämällä yleistä kasvutilinpitomallia.

Kuvio 14: Tuottavuuden kasvun jakautuminen, 2002–2018



Lähde: AMECO-tietokanta.
Huom. Työn tuottavuus mitattuna työntekijäkohtaisen BKT:n perusteella. Tiedot tuottavuudesta ja sen alakomponenteista (kokonaistuottavuus ja pääomaintensiteetin kasvu) koskevat kolmea kautta vasemmalta oikealle seuraavasti: 2002–2007 (vaaleansiniset pylväät ja merkkiviiva), 2007–2012 (keskisininen) ja 2012–2018 (tummansininen).

Kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen alkoi näkyä myös reaalista valuuttakurssia (reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, REER) koskevissa toimenpiteissä, mikä osittain kuvasti nimellistä vahvistumista. Yksikkötyökustannusten kasvu näkyi viime aikoihin asti vain marginaalisesti yksikkötyökustannuksiin perustuvien reaalisten efektiivisten valuuttakurssien vahvistumisessa. Tärkein syy tähän oli kustannusten ja hintojen suhteellisen voimakas kasvu EU:n ulkopuolisissa kumppanimaissa sekä euron heikkeneminen vuosikymmenen vaihteessa ja vuonna 2015. Viime vuosina yksikkötyökustannuksiin perustuvat reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat alkaneet heikentyä, mikä on kuvastunut osittain myös erilaisista deflaattoreista (BKT tai kulutus) rakentuvista, reaalista efektiivistä valuuttakurssia koskevista toimenpiteistä. Tähän on ollut syynä yksikkötyökustannusten jatkuva kasvu ja euron vahvistuminen vuosina 2016–2018. Tämän johdosta niiden jäsenvaltioiden määrä, joissa reaalisen efektiivisen valuuttakurssin kasvu ylitti tulostaulun mukaan kynnysarvon, kasvoi vuonna 2018. Tällä hetkellä vain yksi jäsenvaltio jää alemman kynnysarvon alapuolelle kurssin alenemisen vuoksi (Yhdistynyt kuningaskunta), kun taas viisi muuta jäsenvaltiota (Belgia, Liettua, Saksa, Tšekki ja Viro) on ylittänyt kurssinousun kynnysarvon.

- **Yksikkötyökustannuksiin perustuvat reaaliset efektiiviset valuuttakurssit vahvistuvat useimmissa jäsenvaltioissa ja nousevat nopeasti viime vuosiin verrattuna.** Kasvu on ollut useissa erityisesti euroalueen ulkopuolisissa Keski- ja Itä-Euroopan maissa voimakkainta sitten vuoden 2016, mutta se on ollut huomattavaa myös monissa euroalueen maissa, erityisesti Baltiassa, mutta myös Luxemburgissa, Portugalissa, Saksassa ja Slovakiassa (kuvio 15).

- **Erityisesti euron nimellinen vahvistuminen muodosti osan vuosina 2016–2018 kirjatusta reaalisesta vahvistumisesta.** Tämä suuntaus on kuitenkin pysähtynyt ja kääntynyt hieman päinvastaiseksi vuonna 2019. Euroalueen ulkopuolella nimellisten efektiivisten valuuttakurssien (NEER) vahvistuminen oli vuosina 2016–2018 voimakkainta Bulgariassa ja Tšekissä, kun taas kurssit laskivat Ruotsissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa.

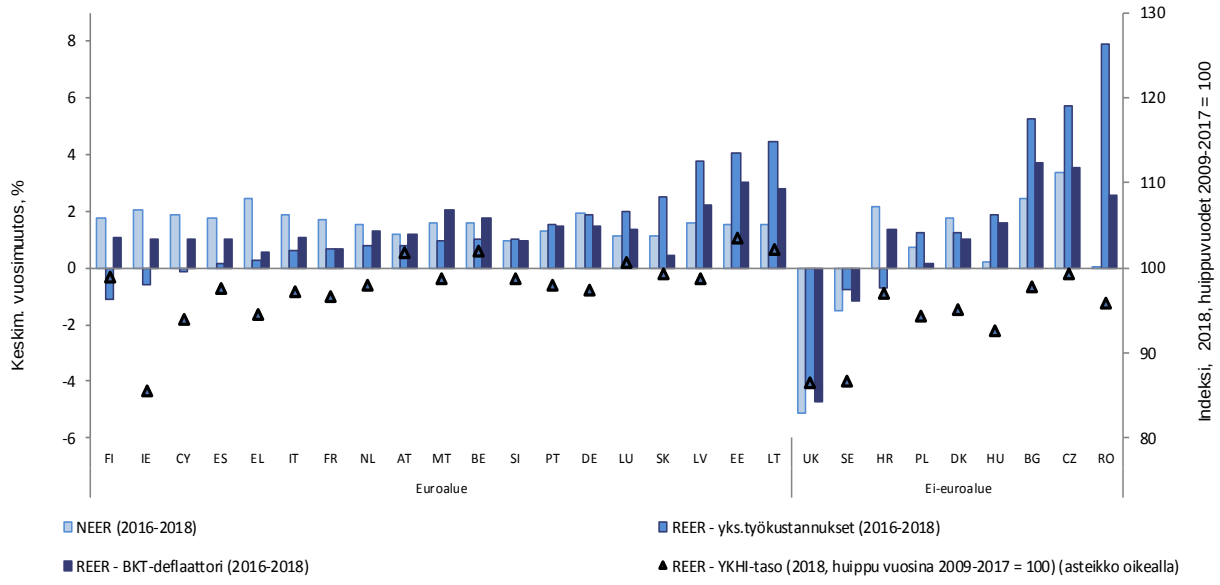
- **Hintamarginaali on saattanut supistua jonkin verran**, sillä yksikkötyökustannuksiin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on yleisesti ottaen vahvistunut enemmän kuin YKHI- tai BKT-deflaattoriin perustuvat reaaliset efektiiviset valuuttakurssit. Yksikkötyökustannuksiin ja BKT-deflaattoreihin perustuvien reaalisten efektiivisten valuuttakurssien välillä havaittiin huomattavia eroja erityisesti Bulgariassa, Latviassa, Liettuassa, Romaniassa, Slovakiassa ja Tšekissä[31]. Vaikka inflaatiokehitys on ollut valuuttakurssien nimellisen vahvistumisen vuoksi vaimeaa, **useimmissa EU-maissa kilpailukyky on heikentynyt mitattuna yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin (YKHI) perustuvalla reaalisella efektiivisellä valuuttakurssilla**.

- Tästä viimeaikaisesta kilpailukyvyn heikkenemisestä huolimatta **nykyinen kilpailukykytilanne on useimmissa EU-maissa suotuisampi kuin ennen kriisiä**, sillä yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin taso on usein alhaisempi kuin viimeaikaisten huippujen aikana. Muutamissa maissa, erityisesti Belgiassa, Itävallassa, Liettuassa ja Virossa, nykyiset yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin perustuvat reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ylittävät viimeaikaiset huiput, mikä on seurausta kurssinousujen jatkumisesta.

- Reaalinen heikkeneminen tapahtuu yleensä samanaikaisesti suljetun sektorin tuotteiden suhteellisen hinnan laskun ja **avoimen sektorin osuuden kasvun kanssa**, mikä parantaa mahdollisuuksia vientivetoiseen kasvudynamiikkaan. Tiedot vahvistavat usein tämän suuntauksen, joka kuitenkin näyttää **hidastuvan** tai jopa kääntyvän laskuun useissa EU-maissa, erityisesti Baltian maissa (kuvio 16).

[31] Vaikka marginaalin supistuminen estää kustannuskilpailukykyä vaikuttamasta kaupan ehtoihin, mikä puolestaan hillitsee vaikutusta kauppavirtoihin aloilla, joille on ominaista tuotteiden eriyttäminen ja markkinaehtoinen hinnoittelu, jatkuvasti heikentynyt kannattavuus merkitsisi ajan myötä avoimen sektorin kaventumista.

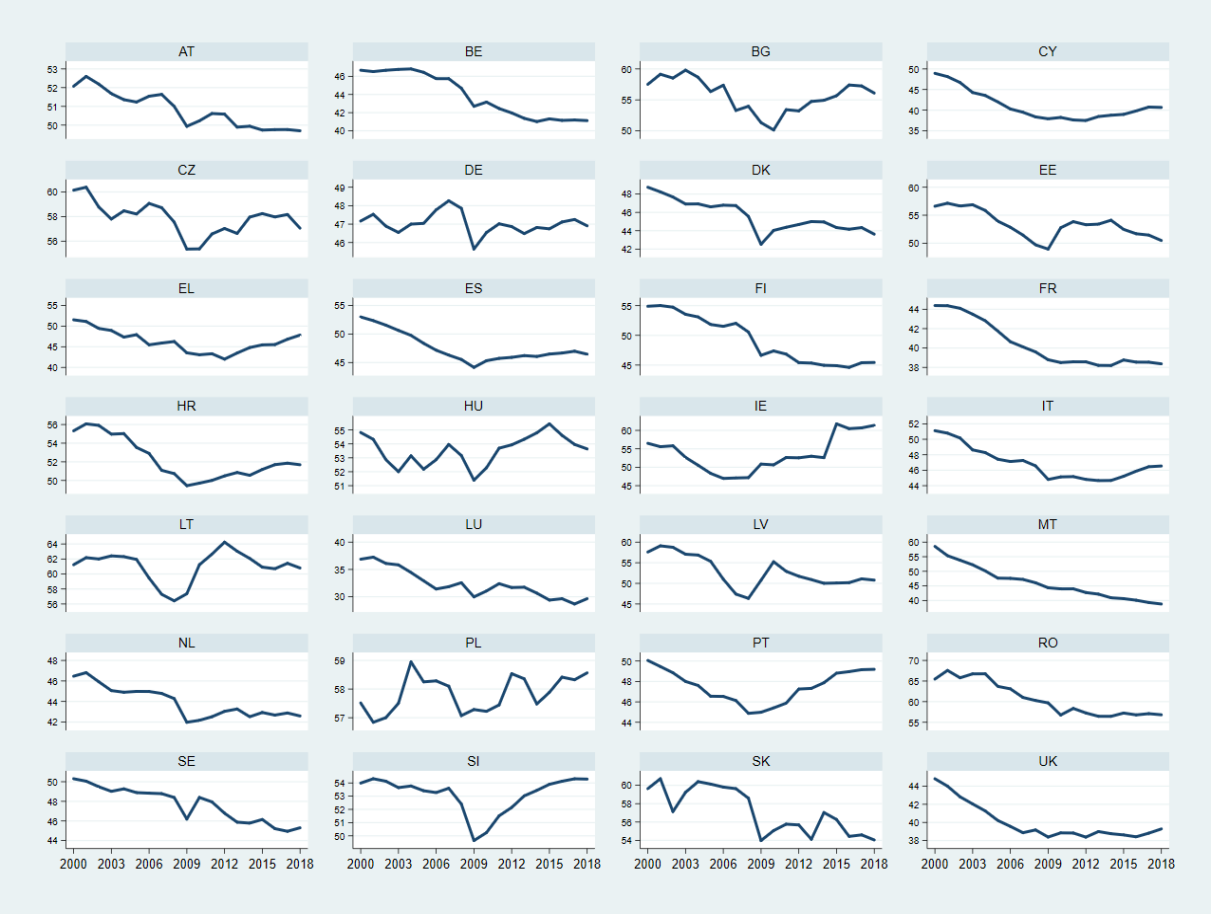
Kuvio 15: Nimellisten ja reaalisten efektiivisten valuuttakurssien (NEER ja REER) dynamiikka



Lähde: AMECO-tietokanta.

Huom. Maat esitetään yksikkötyökustannusten kasvuun perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin keskimääräisen vuotuisen vaihtelun (2016–2018) mukaisessa nousevassa järjestyksessä. Yksikkötyökustannuksiin ja BKT-deflaattoriin perustuvat reaaliset valuuttakurssit ja nimellinen efektiivinen valuuttakurssi lasketaan 37 kauppakumppanin osalta, kun taas yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin (YKHI) perustuva valuuttakurssi lasketaan 42 kauppakumppanin osalta.

Kuvio 16: Avoimen sektorin osuus



Lähde: AMECO-tietokanta.
Huom. Avoimen sektorin (maatalous, valmistusteollisuus, kauppa, liikenne ja viestintäpalvelut) osuus lasketaan avoimen sektorin arvonlisäyksen osuutena talouden kokonaisarvonlisäyksestä (%).

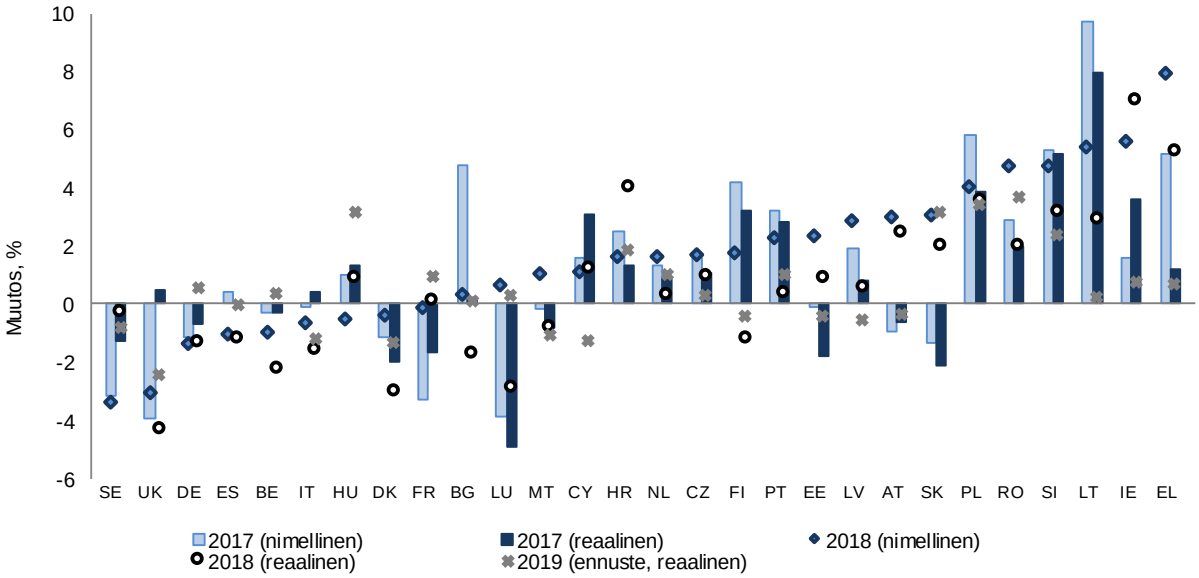
Vientimarkkinaosuus kasvoi useimmissa jäsenvaltioissa vuonna 2018. Tulostaulussa raportoidut kumulatiiviset vientimarkkinaosuuksien muutokset viiden vuoden aikana ovat positiivisia useimmissa EU-maissa. Vain yhdessä jäsenvaltiossa (Ruotsissa) kirjattiin tulostaulun kynnysarvon ylittäviä markkinaosuuksien menetyksiä. Viimeaikaiset vuotuiset tiedot viittaavat siihen, että vientimarkkinaosuuksien kasvu on yleisesti ottaen ollut positiivista (kuvio 17).

- EU:n jäsenvaltioiden markkinaosuuksien viimeaikainen kasvu liittyy edelleen osittain suhteellisen vahvaan vientikysyntään alueilla, joilla on tiiviit kauppasuhteet EU-maihin. Myös viimeaikainen reaalisten efektiivisten valuuttakurssien heikkeneminen on saattanut vaikuttaa asiaan. EU-maiden markkinaosuudet supistuivat kriisin jälkeisinä vuosina ja alkoivat kohentua EU:n sisäisen vientikysynnän elpyessä. Viime vuosina tapahtunut **kaupan hidastuminen useissa kehittyvissä talouksissa** verrattuna EU:n sisäiseen kauppaan on todennäköisesti vaikuttanut vientimarkkinaosuuden kasvuun EU-maissa aivan viime vuosina. Tämän vahvistaa se, että vientimarkkinaosuudet ovat kasvaneet rajoitetummin OECD-maihin verrattuna (liitteen taulukko 2.1). Reaalisten efektiivisten valuuttakurssien vahvistumisen vuoksi vientimarkkinaosuuksien kasvu vaikuttaa reaalisesti tarkasteltuna maltillisemmalta.

- **Vuonna 2018 vientimarkkinaosuudet kasvoivat eniten Keski- ja Itä-Euroopan jäsenvaltioissa, mutta kasvu hidastui usein huomattavasti aiempiin vuosiin verrattuna**. Eräät nettovelkojamaat, kuten Saksa, menettivät markkinaosuuksia. Nettovelallismaita tarkasteltaessa voidaan todeta, että vientimarkkinaosuudet ovat pienentyneet Espanjassa ja Bulgariassa ja niiden

kasvu on hidastunut Portugalissa, kun taas tilanne on parantunut Kreikassa (eniten vuonna 2018), Romaniassa ja Kyproksessa.

Kuvio 17: Vientimarkkinaosuuksien muutokset



Lähde: Eurostat, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Huom. Maat esitetään nimellisten vientimarkkinaosuuksien vuotuisen vaihtelun (vuosi 2018) mukaisessa nousevassa järjestyksessä. Nimelliset vientimarkkinaosuudet lasketaan jakamalla maan käypinä hintoina ilmoitettu vienti myös käypinä hintoina ilmoitetulla koko maailman viennillä. Reaalisten vientimarkkinaosuuksien kasvu lasketaan vähentämällä koko maailman viennin määrän kasvuvauhti maan vientimäärän kasvuvauhdista.

Käytettävissä olevien vertailuarvojen mukaan **yksityisen sektorin velkasuhde on edelleen korkea useissa jäsenvaltioissa**.

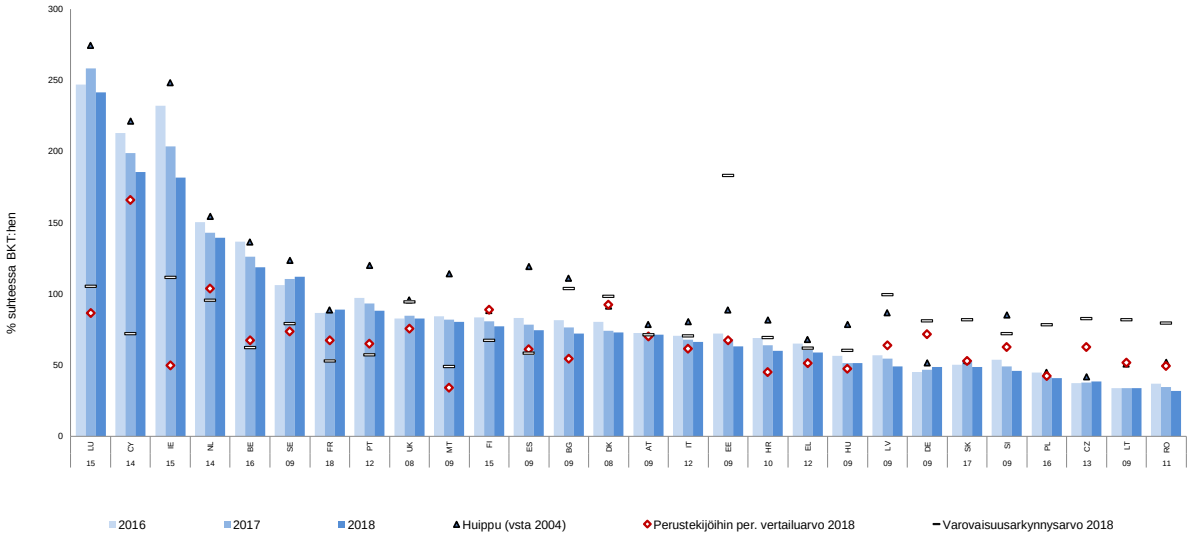
- **Kaksitoista jäsenvaltiota ylitti vuonna 2018 tulostaulussa yksityiselle velalle asetetun kynnysarvon. Määrä on sama kuin vuosina 2016 ja 2017.** Yksityisen sektorin velkasuhde oli yli 200 prosenttia suhteessa BKT:hen Alankomaissa, Irlannissa, Kyproksessa ja Luxemburgissa. Kyseisten maiden velkalukuihin vaikuttavat erityisesti monikansallisten yhtiöiden ja erillisyhtiöiden toimintaan liittyvät rajatylittävät yritysten sisäiset liiketoimet. Tanskassa ja Ruotsissa yksityisen sektorin velan suhde BKT:hen on noin 200 prosenttia ja Belgiassa, Portugalissa, Ranskassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa suhde on lähellä 150:tä prosenttia tai sen yläpuolella suhteessa BKT:hen.

- Alankomaissa, Espanjassa, Kyproksessa, Portugalissa, Ranskassa ja Ruotsissa **sekä kotitaloudet että rahoitusalan ulkopuoliset yritykset** vaikuttavat yksityisen sektorin suureen velkasuhteeseen (kuviot 18 ja 19). Irlannissa ja Luxemburgissa **yritysten** suuri velkaantuneisuus vaikuttaa yksityisen velan suureen määrään. Suomessa, Tanskassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa kyse on pikemminkin **kotitalouksien** velasta.

- **Erot yksityisen velan määrissä maiden välillä** selittyvät pitkälti eroilla talouden perustekijöissä, joiden vuoksi velkaantuminen on perusteltavissa. Tällaisiin kuuluvat muun muassa kasvu- ja investointinäkymät sekä rahoitusalan kehitys. Velkatason arvioinnissa olisi sen vuoksi otettava huomioon nämä tekijät sekä muut seikat, jotka vaikuttavat suuren velan aiheuttamiin riskeihin

ennakoivasta näkökulmasta.[32] Vuoden 2018 tietojen perusteella kaikki maat, joissa yksityinen velka ylittää tulostaulun kynnysarvon, ylittävät myös maakohtaiset varovaisuuskynnysarvot ja perustekijöihin perustuvat vertailuarvot.

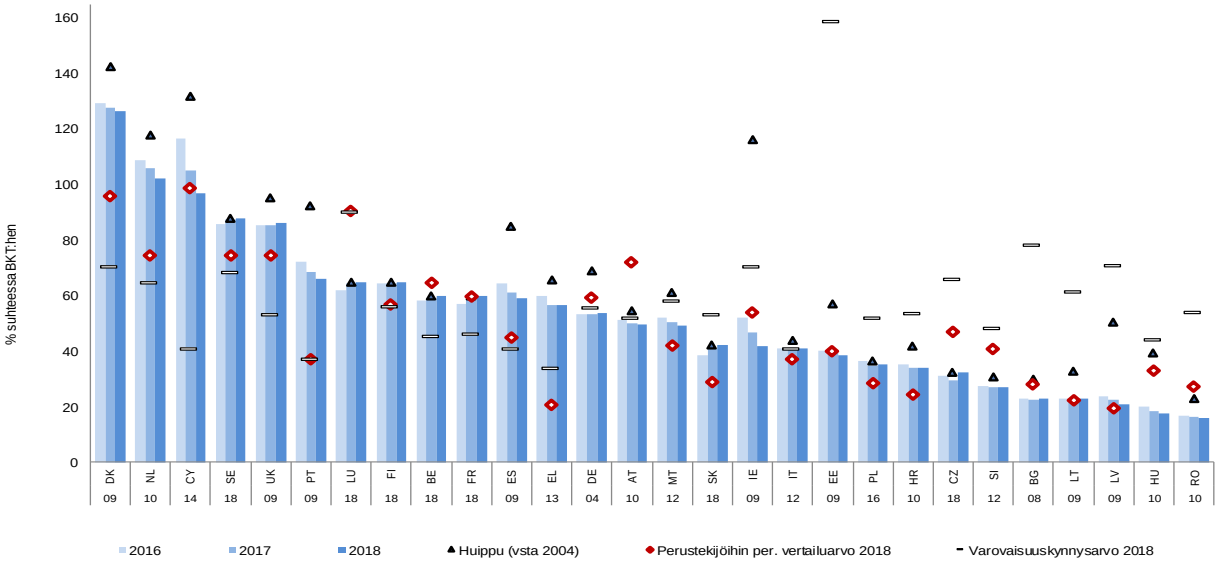
Kuvio 18: Rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velka



Lähteet: Eurostatin konsolidoimattomat neljännesvuosittaiset sektoritilit, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään rahoitusalan ulkopuolisten yritysten vuoden 2018 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä. Maakoodien alapuolella olevat luvut ilmaisevat vuoden, jolloin velkasuhde oli huipussaan.

[32] Nämä tekijät otetaan huomioon Euroopan komission yhteistyössä talouspoliittisen komitean LIME-työryhmän kanssa kehittämissä maakohtaisissa vertailuarvoissa (Euroopan komissio, Benchmarks for the assessment of private debt, selvitys talouspoliittiselle komitealle, ARES (2017) 4970814) ja niiden päivityksissä. *Perustekijöihin perustuvien vertailuarvojen* avulla voidaan arvioida yksityistä velkaa suhteessa arvoihin, jotka voidaan selittää talouden perustekijöiden perusteella ja jotka on johdettu regressioista, joissa otetaan huomioon luotonannon kasvun tärkeimmät tekijät ja tietty alkuperäinen velkakanta. *Varovaisuuskynnysarvot* edustavat velkatasoa, jonka ylittyessä pankkikriisin todennäköisyys on suhteellisen suuri. Kyseiset tasot perustuvat signaalien maksimointiin pankkikriisien ennustamisessa minimoimalla huomaamatta jäävien kriisien ja väärien hälytysten todennäköisyys ja sisällyttämällä siihen maakohtaiset tiedot pankkien pääomatilanteesta, julkisesta velasta ja talouskehityksen tasosta.

Kuvio 19: Kotitalouksien velka



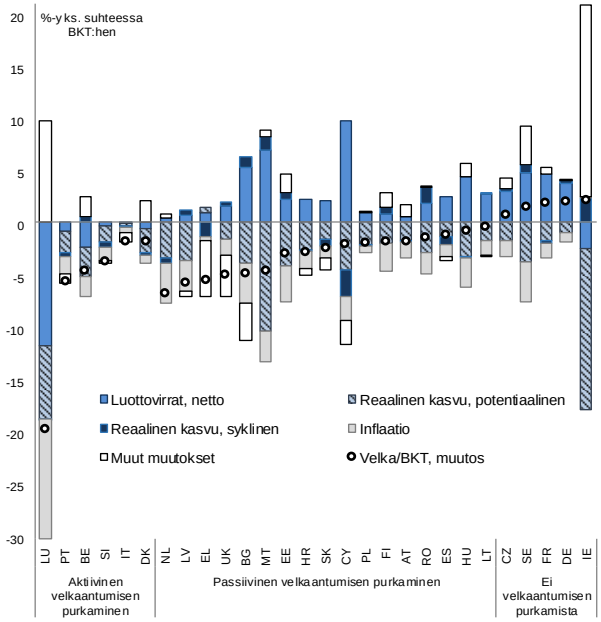
Lähteet: Eurostatin konsolidoimattomat neljännesvuosittaiset sektoritilit, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään kotitalouksien vuoden 2018 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä. Maakoodien alapuolella olevat luvut ilmaisevat vuoden, jolloin velkasuhde oli huipussaan.

Yksityisen sektorin velkaantuminen vähenee pääasiassa nimellisen BKT:n kasvun myötä, tosin hitaammin, ja joissakin tapauksissa suuri velka on alkanut kasvaa uudelleen. Viime vuosina rahoitusalan ulkopuolisten yritysten ja kotitalouksien velka erittäin velkaantuneissa maissa, kuten Espanjassa, Irlannissa, Kyproksessa ja Portugalissa, on supistunut vähintään 25 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen verrattuna huippulukemiin (kuviot 18 ja 19). Myös Latviassa, Sloveniassa, Unkarissa ja Virossa kirjattiin huomattavaa supistumista, erityisesti yritysten velkasuhteissa. Aivan viime vuosina velkasuhteiden supistuminen on hidastunut. Tämä on entistä ilmeisempää kotitalouksien velan osalta. Useimmissa EU:n talouksissa velkasuhteen supistuminen on jatkunut, mutta joissain tapauksissa erityisesti kotitalouksien velkaantuminen on alkanut uudelleen.

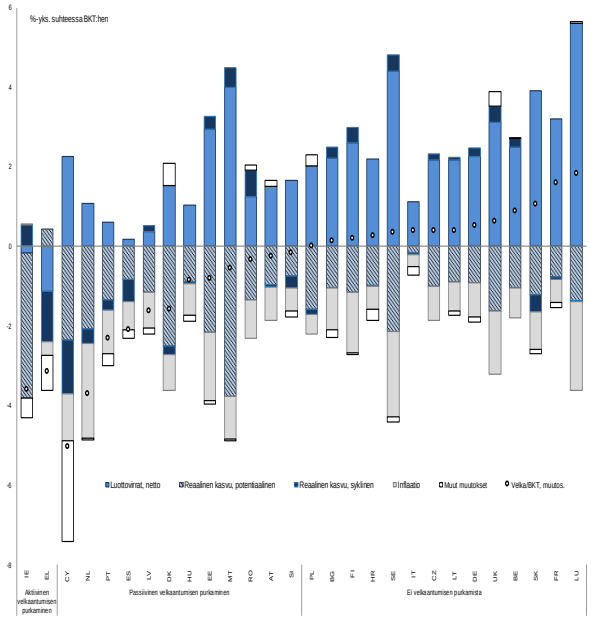
- **Velkaantumisen purkaminen perustuu yhä enemmän nimellisen BKT:n kasvuun.** Yksityisen sektorin luottovirrat ovat edelleen maltillisia eivätkä yhdessäkään jäsenvaltiossa ylittäneet tulostaulun kynnysarvoa vuonna 2018. Viime vuosien nimellisen BKT:n kasvu on mahdollistanut sen, että useat maat ovat alkaneet siirtyä ”passiiviseen velkaantumisen purkamiseen” eli velkasuhteet ovat supistuneet positiivisista luottovirroista huolimatta. BKT:n jatkuva kasvu on nimellisvelan supistumisen johdosta keventänyt painetta vähentää velkaantumista ”aktiivisesti”. Itse asiassa harvemmat maat ovat kirjanneet negatiivisia luottovirtoja joko yrityksille tai kotitalouksille vuoteen 2017 verrattuna (kuviot 20 ja 21). Suhdannekierron ollessa huipussaan BKT:n nousuhdanteen vaikutus on kuitenkin muuttumassa vähäisemmäksi tai jopa kääntymässä päinvastaiseksi, mikä merkitsee sitä, että mahdollisuudet jatkaa passiivisen velkaantumisen purkamista riippuvat ratkaisevasti potentiaalisen BKT:n kasvusta.
- **Yritysten velan** väheneminen on jatkunut useimmissa EU-maissa, ja se perustuu yhä enemmän BKT:n kasvuun. Vuoden 2018 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2019 ensimmäisen neljänneksen välisenä aikana rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velkaantumisen aktiivista purkamista tapahtui ainoastaan Belgiassa, Italiassa, Luxemburgissa, Portugalissa, Sloveniassa ja Tanskassa (kuvio 20, joka perustuu konsolidoimattomiin tietoihin). Kyproksessa, Maltassa ja Bulgariassa yrityssektorin nettoluottovirrat olivat yli 5 prosenttia suhteessa BKT:hen huolimatta rahoitusalan ulkopuolisten yritysten jo ennestään suuresta velasta. Rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velan kasvu Ranskassa, Saksassa ja Ruotsissa perustui jossain määrin dynaamisiin luottovirtoihin. Itse asiassa velkaantuminen on lisääntynyt Ranskassa ja Ruotsissa huolimatta siitä, että rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velka ylittää vertailuarvot.[33]
- **Kotitalouksien velan** väheneminen on hidastunut huomattavasti. Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Ruotsissa, Belgiassa ja Ranskassa kotitalouksien velka suhteessa BKT:hen kasvoi vuonna 2018, vaikka se oli jo suhteellisen korkealla tasolla (lähellä vertailuarvoja tai niiden yläpuolella). Vain muutamissa jäsenvaltioissa (Kreikka ja Irlanti) velkaantumisen purkaminen on aktiivista (kuvio 21). Maissa, joissa velkaantumista purettiin, se oli hidasta, ja näin oli erityisesti Espanjassa, Kyproksessa ja Portugalissa.

[33] Irlannissa nettoluottovirrat olivat negatiivisia ja olosuhteet nimellisen BKT:n kasvulle suotuisat, mutta positiiviset arvostusmuutokset olivat näitä vaikutuksia suurempia, minkä vuoksi velkaantumisen purkaminen (konsolidoimattomien tietojen perusteella) epäonnistui vuoden 2018 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2019 ensimmäisen neljänneksen välisenä aikana. Tämä saattaa johtua monikansallisten yritysten toiminnasta.

Kuvio 20: Rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (vuoden 2018 ensimmäinen neljännes – vuoden 2019 ensimmäinen neljännes)



Kuvio 21: Kotitalouksien velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (vuoden 2018 ensimmäinen neljännes – vuoden 2019 ensimmäinen neljännes)



Lähteet: Eurostatin konsolidoimattomat neljännesvuosittaiset sektoritilit, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Kuvioissa on esitetty konsolidoimattoman velkasuhteen (velka suhteessa BKT:hen) vuotuinen kehitys jaoteltuna seuraaviin viiteen osatekijään: luottovirrat, reaalisen BKT:n potentiaalinen ja syklinen kasvu, inflaatio ja muut muutokset. BKT:n kasvun syklinen komponentti lasketaan todellisen ja potentiaalisen kasvun välisenä erotuksena. Aktiivinen velkaantumisen purkaminen merkitsee velan nettomääräistä takaisinmaksua (negatiiviset nettoluottovirrat), joka yleensä johtaa sektorin taseen nimelliseen supistumiseen. Passiivinen velkaantumisen purkaantuminen on sen sijaan seurausta siitä, että nimellisen BKT:n nopeampi kasvu kumoaa positiivisten nettoluottovirtojen vaikutuksen. Tämä johtaa siihen, että velka suhteessa BKT:hen vähenee.

EU:n pankkialan olosuhteet ovat parantuneet huomattavasti viime vuosina, ja ne ovat pitkälti vakiintuneet. Pankkisektorilla on edelleen haasteita, jotka johtuvat erityisesti alhaisesta kannattavuudesta ja järjestämättömien lainojen suuresta määrästä useissa jäsenvaltioissa. Ensisijaisen pääoman (T1) osuudet eivät ole kasvaneet sen jälkeen, kun ne ylittivät lakisääteiset vaatimukset kaikissa jäsenvaltioissa, ja maiden välillä on huomattavia eroja. Pankkialan oman pääoman tuotto on elpynyt merkittävästi viime vuosina, mutta viime aikoina tuoton kasvu on heikentynyt. Muutamien maiden, erityisesti Italian, Kreikan ja Portugalin (kuviot 22 ja 23), haasteena ovat suhteellisen alhaiset kannattavuusasteet, keskimääräistä pienemmät vakavaraisuusasteet ja suhteellisen suuret järjestämättömien lainojen osuudet.

- **Rahoitusalan velkojen kasvu on edelleen vähäistä, selvästi alle tulostaulun kynnysarvon,** Suomea lukuun ottamatta. Rahoitusalan velkojen kasvu hidastui vuonna 2018 useimmissa jäsenvaltioissa hieman verrattuna vuoteen 2017.[34] Pankkien luottovirrat kasvoivat kuitenkin vuonna 2018 hieman nopeammin kuin vuonna 2017 erityisesti kotitalouksille myönnettyjen

[34] Tämä kasvu tapahtui Suomessa vuonna 2018 samaan aikaan, kun yksi pankki siirsi päätoimipaikkansa Ruotsista Suomeen.

luottojen osalta, ja ne vakiintuivat vuoden 2019 ensimmäisten kuukausien aikana, kun lainaehdot alkoivat kiristyä.[35]

- **Vakavaraisuussuhteet vakiintuivat useimmissa jäsenvaltioissa, kun taas oman pääoman tuotto heikkeni jonkin verran monissa tapauksissa vuonna 2018.** Oman pääoman tuotto pysyi vuonna 2018 negatiivisena Kreikassa ja Portugalissa ja kääntyi positiiviseksi Kyproksessa. Pankkien oman pääoman arvostus kasvoi vuonna 2017, mutta se laski vuonna 2018 ja suurimman osan vuotta 2019, vaikka Euroopan osakemarkkinoiden kokonaisindeksien kehitys oli positiivinen, mikä heijasteli muun muassa alan kannattavuusnäkymiä koskevia tarkistettuja markkinanäkymiä.

- **Joissakin EU:n jäsenvaltioissa kannattavuus- ja vakavaraisuussuhteet ovat suhteellisen alhaisia ja järjestämättömien lainojen osuus on suuri.**[36] Kreikassa järjestämättömien lainojen osuus on edelleen yli 40 prosenttia. Kyproksen järjestämättömien lainojen suhde parani vuonna 2018 huomattavasti pääasiassa lainojen myynnin ja suuren pankin alasajon vuoksi, ja kannattavuus on kääntynyt positiiviseksi. Portugalissa ja Italiassa järjestämättömien lainojen osuus on vähentynyt huomattavasti vuodesta 2016, ja viimeisimmät tiedot osoittavat, että tämä kehitys jatkui vuonna 2018, joskin maltillisempana. Järjestämättömien lainojen osuus on laskenut alle 10 prosentin molemmissa maissa. Järjestämättömien lainojen osuus pieneni vuonna 2018 Bulgariassa, Irlannissa, Kroatiassa, Romaniassa, Sloveniassa ja Unkarissa. Näissä maissa kyseinen osuus on EU:n keskiarvon yläpuolella.

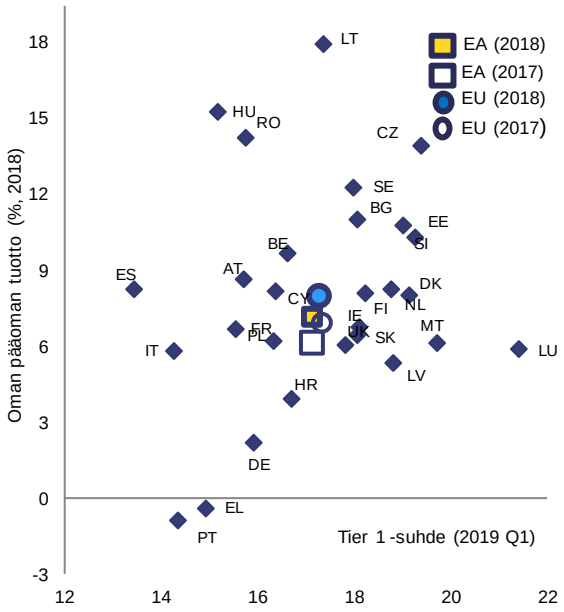
- **Nykyiset talousnäkymät, joille on ominaista pitkäkestoinen matala korkotaso, asettavat uusia haasteita.** Korkojen lasku tuntuu enimmäkseen pidemmissä maturiteeteissa, mikä johtaa tuottokäyrien tasoittumiseen ja korkomarginaalien supistumiseen entisestään. Tällainen tasoittuminen haittaa pankkien maturiteettitransformaatiota ja saattaa heikentää niiden kannattavuutta. Koska alhainen tuotto koskee erityisesti vähäriskistä rahoitusomaisuutta, se voi rasittaa erityisesti sellaisten pankkien ulkopuolisten rahoituslaitosten kannattavuutta ja tasetta, joiden salkku on sijoitettu suurelta osin vähäriskiseen varallisuuteen, kuten vakuutusyhtiöihin, erityisesti henkivakuutusten alasektoriin, ja eläkerahastoihin.[37]

[35] Euroalueen pankkien luotonantoa koskevan tutkimuksen mukaan, ks. EKP, Economic Bulletin, elokuu 2019.

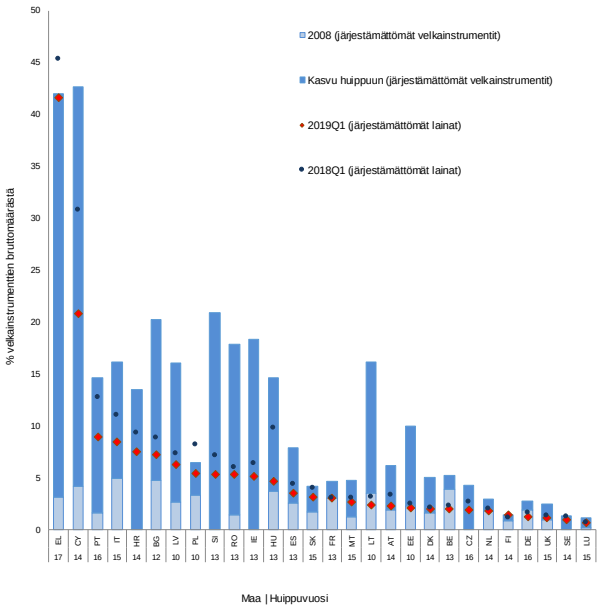
[36] Tulostaulun lisäindikaattoreihin sisältyvät järjestämättömät lainat määritellään bruttomääräisten järjestämättömien lainojen ja ennakkojen kokonaismäärän prosenttiosuudeksi bruttomääräisten lainojen ja ennakkojen kokonaismäärästä (bruttomääräinen kirjanpitoarvo) raportointisektorilla ”kotimaiset pankkiryhmittymät ja itsenäiset pankit, ulkomaisessa määräysvallassa olevat tytäryhtiöt ja ulkomaisessa määräysvallassa olevat sivukonttorit, kaikki laitokset”. Arvot annetaan liitteen taulukossa 2.1. Järjestämättömien lainojen osuuksia koskevat yhdenmukaistetut tiedot ovat käytettävissä vasta vuodesta 2014 alkaen. Tämän vuoksi vuotta 2008 ja ”kasvua huippuvuoteen” koskevien tietojen osalta kuviossa 23 esitetään bruttomääräisten järjestämättömien velkainstrumenttien osuus kaikista bruttomääräisistä velkainstrumenteista. Kyseinen osuus on saatavilla pidempinä aikasarjoina, ja sillä viitataan lainojen lisäksi myös muihin pankkialan hallussa oleviin velkainstrumentteihin. Viimeksi mainittu on tyypillisesti hieman pienempi kuin järjestämättömien lainojen osuus johtuen pitkälti suuremmasta nimittäjästä, eli bruttovelkainstrumenttien kokonaismäärä on suurempi kuin lainojen kokonaismäärä. Näiden kahden osuuden suurin ero on tällä hetkellä 4 prosenttiyksikköä (Kreikassa), kun useimmissa maissa se on alle 1 prosenttiyksikön.

[37] EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2019.

Kuvio 22:
Pankkisektorin kannattavuus ja pääoma



Kuvio 23: Järjestämättömät lainat



Lähde: Vuoden 2008 tietoja järjestämättömien velkainstrumenttien bruttomääristä ei ole saatavilla seuraavien maiden osalta: Irlanti, Kroatia, Ruotsi, Slovenia ja Tšekki.
Huom. Kuviossa 23 esitetään vuotta 2008 ja ”kasvua huippuvuoteen” koskevien tietojen osalta bruttomääräisten järjestämättömien velkainstrumenttien osuus kaikista bruttomääräisistä velkainstrumenteista. Järjestämättömien lainojen osuudet ilmoitetaan vuosien 2018 ja 2019 ensimmäiseltä neljännekseltä. Maakoodien alapuolella olevat luvut ilmaisevat vuoden, jolloin järjestämättömien velkainstrumenttien määrä oli huipussaan.

Asuntojen hintojen nousu jatkui nopeana vuonna 2018, mutta hintadynamiikka hidastui siellä, missä on vahvempaa näyttöä yliarvostuksesta. Asuntojen hintojen nousun nopeutuminen johtaa siihen, että yhä useammat asuntomarkkinat ovat lähellä kriisiä edeltäneitä huippulukemia tai ovat ylittäneet ne (kuvio 26). Vuonna 2018 asuntojen reaalihintojen kasvu ylitti tulostaulun kynnysarvon seitsemässä jäsenvaltiossa (Alankomaat, Irlanti, Latvia, Portugali, Slovenia, Tšekki ja Unkari), mikä on yksi enemmän kuin vuonna 2017. Asuntojen hinnat nousivat erityisen voimakkaasti niissä EU-maissa, joissa on ollut toistaiseksi vain vähän tai ei ollenkaan näyttöä asuntojen hintojen yliarvostuksesta, kun taas hintojen nousu on hidastunut maissa, joille on ominaista vahvempi näyttö yliarvostuksesta. Vuoden 2019 toiseen neljännekseen ulottuvien tietojen mukaan tulostaulun kynnysarvo saattaa ylittyä tänä vuonna Kroatiassa, Portugalissa, Puolassa, Tšekissä ja Unkarissa, jos nämä suuntaukset jatkuvat vuoden jälkipuoliskolla. Tämän vuoden alkupuoliskolla asuntojen hintojen nousu kiihtyi vuoteen 2018 verrattuna Kroatiassa, Kyproksessa ja Ruotsissa ja hidastui Irlannissa, Latviassa, Romaniassa, Sloveniassa ja Tanskassa.

- **Osa asuntojen hintojen nousun nopeutumisesta liittyy talouden perustekijöihin**. Asuntojen hinnat kääntyivät nousuun vuonna 2013 alkaneen talouden elpymisen ja korkojen laskun myötä. Tässä suhteessa se selittyy talouden perustekijöillä.[38] Vaikka asuntojen hintojen nousu kiihtyi,

[38] Asuntojen hintojen vertailuarvojen avulla voidaan arvioida asuntojen hintojen yli- tai aliarvostuksen laajuutta maakohtaisten ominaispiirteiden perusteella. Synteettiset arvostusten erot perustuvat eroon, joka on saatu eri vertailuarvoista: i) hinta-tulosuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan; ii) hinta-vuokrasuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan; iii) poikkeama regressioihin perustuvista vertailuarvoista, joissa

uusien asuntoluottojen kasvulla ei ole ollut tähän mennessä merkittävää itsenäistä roolia hintojen nousun liikkeellepanevana voimana, toisin kuin kriisiä edeltävänä aikana. Se voisi kuitenkin osaltaan vaikuttaa asuntojen hintojen jatkuvaan nousuun.

- **Asuntojen hintojen voimakas nousu vaikuttaa arvostustasoihin.** Alankomaissa, Irlannissa, Latviassa, Portugalissa, Sloveniassa ja Unkarissa asuntojen reaalihintojen nousu oli nopeaa jo vuonna 2017 ja kiihtyi edelleen vuonna 2018 (kuvio 24 ja kuvio 25, oikea yläkulma). Pitkittynyt nopea nousu useissa maissa lisää vähitellen yliarvostusriskejä: niiden EU-maiden määrä, joille on arvioitu olevan ominaista asuntojen yliarvostus, on kasvanut viime vuosina. Näyttö yliarvostuksesta (mitattuna kasvavalla arvostusten erolla) on viime aikoina vahvistunut esimerkiksi Saksassa ja Portugalissa. Asuntojen hinnat ovat olleet huipputasolla tai ylittäneet sen 2000-luvun puolivälistä lähtien useissa maissa (Belgia, Itävalta, Luxemburg, Malta, Portugali, Saksa ja Tšekki; kuvio 26). Asuntojen hintataso on monissa maissa törmännyt maksukykyrajoituksiin, mikä käy ilmi asuntojen hintatason ja käytettävissä olevien asukaskohtaisten tulojen suhteesta. Arvioiden mukaan noin puolessa EU-maista tarvitaan yli 10 vuoden tulot, jotta voidaan ostaa 100 neliömetrin asunto.[39] Vastaavasti joka kymmenes eurooppalainen asuu kotitaloudessa, joka käytti vähintään 40 prosenttia tuloistaan asumiseen vuonna 2017.[40]

- **Asuntojen hintojen nousu on hidastunut jonkin verran useissa maissa, joissa on näyttöä yliarvostuksesta ja kotitalouksien suuresta velasta, ja Ruotsin asuntomarkkinoilla hintojen korjaus alaspäin on alkanut.** Asuntojen hintojen viimeaikainen nousu on yleensä ollut sitä vähäisempää, mitä suurempi yliarvostus on ollut. Tällainen suuntaus, joka ei ole ollut nähtävissä aiempina vuosina, oli selvästi havaittavissa vuonna 2018 maissa, joissa asuntojen hintojen arvioidaan olevan yliarvostettuja. Vuonna 2018 Belgia, Itävalta, Ranska ja Yhdistynyt kuningaskunta erottuivat muista jäsenvaltioista siinä, että niissä asuntojen hinnat olivat yliarvostettuja vaihtelevassa määrin, kotitalouksien velka oli suuri ja lisäksi asuntojen hinnat nousivat vuonna 2018 vähemmän kuin vuonna 2017 (kuvio 25). Tällaiset hintojen nousun hidastumiset voisivat heijastaa maksukykyrajoituksia, asuntojen tarjonnan elpymistä ja kansallisella tasolla, myös makrotason vakauden valvonnan alalla, käyttöön otettuja politiikkoja.[41] Lisäksi Ruotsissa asuntojen hinnat laskivat vuonna 2018 vuositasolla sekä nimellisesti että reaalisesti, mutta vuoden 2019 kahta ensimmäistä vuosineljännestä koskevat tiedot viittaavat jonkinasteiseen vakiintumiseen. Luxemburgissa ei sitä vastoin ole toteutettu sopeutustoimia, vaan haavoittuvuudet ja yliarvostusriskit lisääntyivät edelleen.

- **Monissa jäsenvaltioissa asuntojen hinnat ovat yliarvostettuja ja kotitaloudet raskaasti velkaantuneita**. Tämä koskee erityisesti Luxemburgia, Ruotsia, Tanskaa ja Yhdistynyttä

---

otetaan huomioon kysyntään ja tarjontaan liittyvät talouden perustekijät (ks. N. Philiponnet ja A. Turrini (2017), ”Assessing House Price Developments in the EU”, Euroopan komission keskusteluasiakirja 048, toukokuu 2017). Regressioon perustuvien vertailuarvojen laskennassa sykliset selittävät muuttujat suodatetaan HP-filtterillä niiden volatiliteetin hillitsemiseksi.

[39] Hinta-arviot saadaan kansantalouden tilinpidon ja väestölaskennan tietojen perusteella tai, jos niitä ei ole saatavilla, kiinteistönvälittäjien verkkosivuilla julkaistujen tietojen perusteella. Ks. J. C. Bricongne et al. (2019),”Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates”, European Economy, Discussion Paper No. 101, heinäkuu 2019.

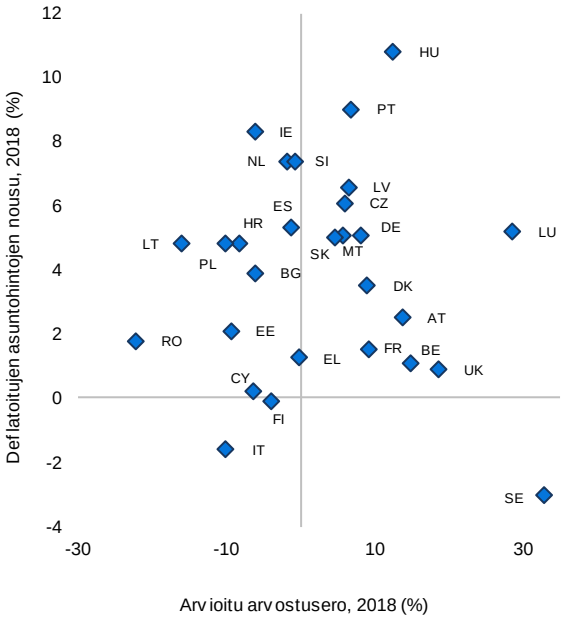
[40] Euroopan komissio (2019), Employment and Social Developments in Europe, Annual Review 2019, 4 luku.

[41] Rakennusinvestoinnit ovat kasvaneet nopeammin vuodesta 2015 lähtien kaikkialla EU:ssa, ja kasvuvauhti on ollut nopeinta siellä, missä asuntojen hintojen nousu on voimakkaampaa. Myös rakennusluvat ovat lisääntymässä useimmissa EU-maissa. Useat viime aikoina eri puolilla EU:ta käyttöön otetut makrovakauspolitiikat ovat saattaneet vaikuttaa asuntojen hintojen nousuvauhtiin. Tämä koskee erityisesti luototusasteiden ylärajoja ja velanhoitokulujen ja tulojen suhdetta. Asuntoverotusta on uudistettu viime vuosina useissa EU:n jäsenvaltioissa erityisesti asuntolainojen verohuojennusten laajuuden rajoittamiseksi.

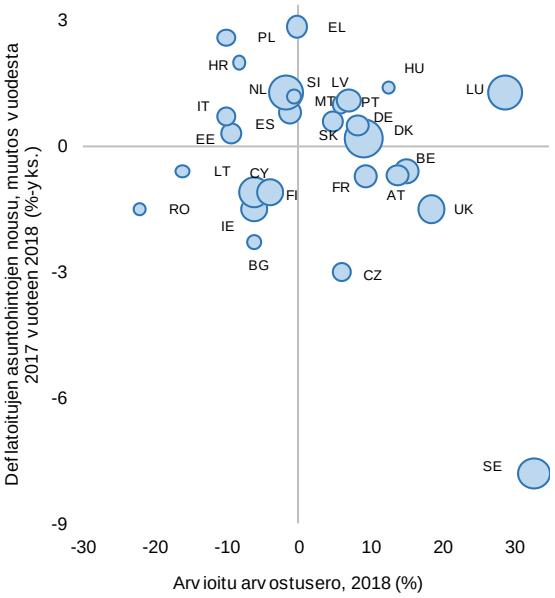
kuningaskuntaa. Alankomaille on ominaista kotitalouksien erittäin suuri velkaantuneisuus ja korkea hintataso verrattuna tuloihin. Asuntolainakannan kasvu oli vuonna 2018 erityisen nopeaa Bulgariassa, Romaniassa ja Slovakiassa (yli 10 % nopeampaa kuin edellisenä vuonna) sekä Belgiassa, Itävallassa, Liettuassa, Luxemburgissa, Maltassa, Ranskassa, Tšekissä, Unkarissa ja Virossa (yli 5 % edellisvuodesta). Joissakin tapauksissa voimakas kasvu alkoi jo suhteellisen korkealta tasolta, esimerkiksi Belgiassa tai Ranskassa. Kuva muuttuu jonkin verran, kun otetaan huomioon vain uusiin asuntolainoihin liittyvä velan muutos, toisin sanoen kun takaisinmaksujen vaikutus jätetään huomiotta (kuvio 27). Asuntojen hintojen ja uusien asuntolainojen välinen maakohtainen suhde vaikuttaa heikolta, eikä ole selvää näyttöä siitä, että hinnat nousisivat nopeammin siellä, missä uusia asuntolainoja otetaan enemmän. Tämä viittaa siihen, että luotonannolla ei ole tähän mennessä ollut keskeistä roolia asuntojen hintojen nousun vauhdittamisessa.[42] Monissa maissa, erityisesti Slovakiassa, Luxemburgissa, Saksassa ja Alankomaissa, asuntojen hintojen voimakas nousu on kuitenkin yhdistetty asuntolainojen voimakkaaseen kasvuun.

[42] Useimmissa euroalueen maissa asuntojen hintojen nousun nopeutuminen kriisin jälkeen tapahtui ennen asuntolainojen kasvun nopeutumista. Ks. esim. Euroopan komissio, ”Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses”, selvitys talouspoliittiselle komitealle – euroalue, Ares(2019)922432, helmikuu 2019; ja Euroopan komissio, ”Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses”, tekninen muistio euroryhmälle, helmikuu 2019:
https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Kuvio 24: Asuntojen hintojen muutokset ja arvostuserot vuonna 2018



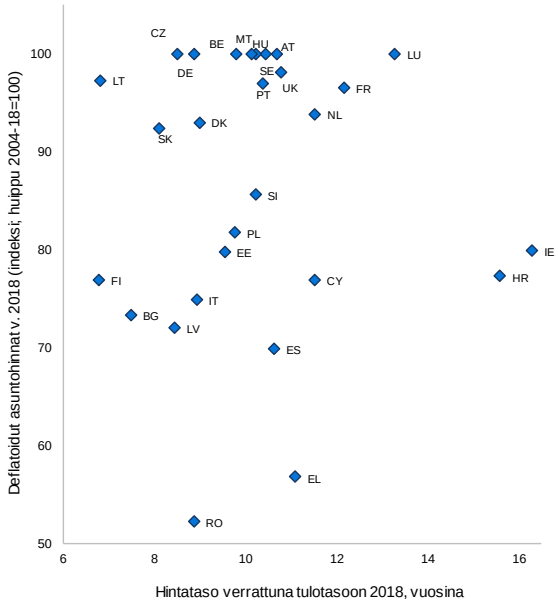
Kuvio 25: Arvostuserot, muutokset hintojen nousussa vuosina 2017–2018 ja kotitalouksien velka (% kotitalouksien tuloista)



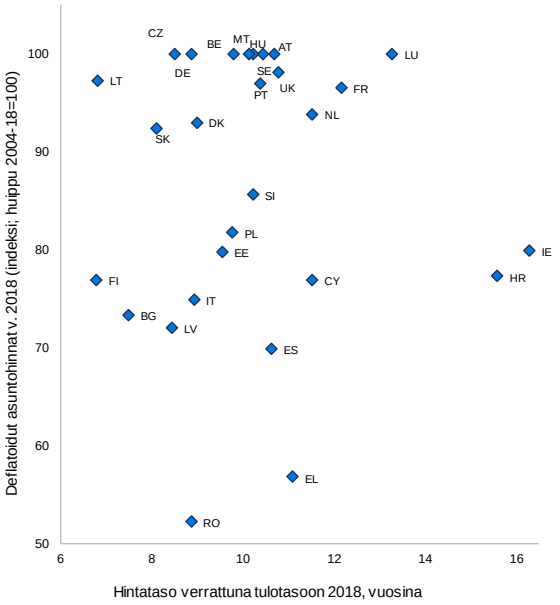
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.

Huom. Positiivinen arvostusero arvioidaan seuraavien kolmen parametrin perusteella: hinta-tulosuhteen ja hinta-vuokrasuhteen poikkeamat niiden pitkän aikavälin keskiarvoista sekä arvostuserojen perustekijämallilla saadut tulokset; ks. alaviite 39. Kuplien koko kuviossa 25 vastaa kotitalouksien velan suhdetta kotitalouksien käytettävissä oleviin bruttotuloihin. Kroatian osalta kotitalouksien käytettävissä olevia bruttotuloja koskevia tietoja ei ole saatavilla vuoden 2012 jälkeiseltä ajalta, ja ne ekstrapoloidaan koko talouden käytettävissä olevien bruttotulojen kasvun perusteella. Maltaa koskevat tiedot kotitalouksien bruttotuloista puuttuvat, ja niiden osuus bruttokansantulosta on arvioitu 56 prosentiksi.

Kuvio 26: Asuntojen hintataso verrattuna tuloihin ja asuntojen reaalihintaindeksit verrattuna korkeimpiin tasoihin, 2018



Kuvio 27: Asuntojen hintojen nousu ja uudet asuntoluotot vuonna 2018



Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Uusia asuntoluottoja koskevat tiedot puuttuvat kuuden maan (Bulgaria, Malta, Ranska, Ruotsi, Tanska ja Yhdistynyt kuningaskunta) osalta. Hintataso verrattuna tulotasoon mitataan 100 neliömetrin asunnon hinnan ja kotitalouksien käytettävissä olevien keskimääräisten tulojen suhteena. Kroatian osalta tietoja kotitalouksien käytettävissä olevista bruttotuloista henkeä kohden ei ole saatavilla vuoden 2012 jälkeiseltä ajalta, ja ne ekstrapoloidaan koko talouden käytettävissä olevien bruttotulojen kasvun perusteella. Maltaa koskevat tiedot kotitalouksien bruttotuloista puuttuvat, ja niiden osuus bruttokansantulosta on arvioitu 56 prosentiksi.

Julkisen talouden velkasuhteet ovat supistuneet edelleen useimmissa EU:n jäsenvaltioissa, mutta eivät joissakin jäsenvaltioissa, joissa ne ovat suurimmat. Velkasuhteet ylittivät tulostaulun kynnysarvon 14 jäsenvaltiossa vuonna 2018, kun vuonna 2017 näin oli 15 jäsenvaltiossa. Belgian, Italian, Kreikan, Kyproksen ja Portugalin velka on vähintään 100 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja Espanjan ja Ranskan velka on hieman tätä pienempi. Seitsemässä maassa (Belgia, Espanja, Irlanti, Kypros, Portugali, Ranska ja Yhdistynyt kuningaskunta) julkisen velan määrä on yli 60 prosenttia suhteessa BKT:hen ja myös yksityisen sektorin velkaantuneisuus ylittää tulostaulun kynnysarvon. Vuonna 2018 julkisen talouden velkasuhteet supistuivat edelleen, mutta usein hieman vähemmän kuin edellisenä vuonna, mikä johtui julkisen talouden rahoitusaseman löyhentymisestä ja nimellisen BKT:n kasvun jo jonkinasteisesta hidastumisesta. Jotkin suurimmista julkisen talouden velkasuhteista eivät kuitenkaan kohentuneet tai ne jopa kasvoivat entisestään vuonna 2018: julkinen velka pysyi muuttumattomana Ranskassa ja kasvoi Italiassa, Kreikassa ja Kyproksessa. Vaikka tämä johtui eräissä tapauksissa poikkeuksellisen suurista velkaa kasvattavista virta-varanto-korjauseristä, toisissa tapauksissa se on merkki julkisen talouden vakauttamisen puutteesta. Valtion joukkovelkakirjalainojen tuotto on kuitenkin pienentynyt ja supistunut edelleen myös vuoden 2019 aikana jopa velkaantuneimpien lainanottajavaltioiden osalta. Tuotot olivat kaikkien aikojen pienimmät. Velkasuhteen ennustetaan kasvavan vuosina 2019–2021 erityisesti Romaniassa, mutta myös Italiassa ja vähäisemmässä määrin Suomessa ja Ranskassa. Useimmissa muissa EU-maissa velkasuhde supistuu jonkin verran vähemmän kuin viime aikoina.

Laatikko 1: Työllisyys ja sosiaalinen kehitys

EU:n työmarkkinat paranivat edelleen vuonna 2018, vaikka talouden toimeliaisuus hidastui vuoden jälkipuoliskolla. Työllisyys on kasvanut edelleen EU:ssa, ja työllisten määrä on noussut ennätykselliseksi. Työttömyys on vähentynyt kaikissa EU:n jäsenvaltioissa, erityisesti niissä, joissa se on korkea, mikä on supistanut maiden välisiä eroja, vaikka monissa jäsenvaltioissa työttömyys on edelleen korkealla tasolla. Työttömyyden väheneminen hidastui vuoden 2019 alkupuoliskolla, mikä saattaa johtua myös jäljellä olevan työvoimareservin pienenemisestä. Talouden elpyminen on edistänyt myös useimpien köyhyysindikaattoreiden paranemista, mutta sosiaalinen tilanne on edelleen huolestuttava joissakin jäsenvaltioissa. Vuodesta 2008 lähtien köyhyyden ja sosiaalisen syrjäytymisen riski on pienentynyt useimmissa EU:n jäsenvaltioissa (7 miljoonaa ihmistä vähemmän kuin vuonna 2008; noin 13 miljoonaa vähemmän verrattuna vuoteen 2012). Samoin vakava aineellinen puute on vähentynyt erityisesti Keski- ja Itä-Euroopan maissa, joissa lähtötaso on korkea. Suhteellinen köyhyysriski on kuitenkin monissa jäsenvaltioissa yhä kriisiä edeltäneen tason yläpuolella. Kaiken kaikkiaan vakavien makrotaloudellisten heikkouksien purkaminen on heikentänyt kyseisten maiden työllisyys- ja sosiaalista tilannetta. Erityisesti niissä jäsenvaltioissa, joissa on liiallisia epätasapainoja, työllisyystilanne ja sosiaalinen kehitys ovat edelleen heikkoja. Niiden maiden tilanne, joissa on epätasapainoja, vaihtelee jonkin verran, mikä johtuu myös epätasapainojen erilaisesta luonteesta ja vakavuudesta.

Työttömyysaste **aleni vuonna 2018 edelleen kaikissa jäsenvaltioissa, mutta on edelleen korkea eräissä jäsenvaltioissa.** Työttömyys väheni eniten maissa, joissa työttömyysaste on korkea (vähennys oli yli 2 prosenttiyksikköä Kreikassa, Kroatiassa ja Kyproksessa). Viidessä jäsenvaltiossa (Espanjassa, Italiassa, Kreikassa, Kroatiassa ja Kyproksessa) työttömyysasteet ylittivät vuonna 2018 kuitenkin edelleen tulostaulun indikaattorin kynnysarvon, joka on 10 prosenttia viimeksi kuluneiden kolmen vuoden jaksolta laskettuna keskiarvona. Työttömyysasteet alittivat vuonna 2018 merkittävästi eli noin 4 prosenttiyksiköllä vuonna 2013 kirjatut huippulukemat, mutta noin puolessa jäsenvaltioista ne ovat edelleen korkeampia kuin vuonna 2008. Työttömyysasteet laskivat edelleen vuoden 2019 ensimmäisellä puoliskolla: EU:n työttömyysaste laski 6,3 prosenttiin ja euroalueen 7,5 prosenttiin vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä.

Työllisyysasteet paranivat **edelleen kaikissa jäsenvaltioissa.** EU:n työllisyysaste (20–64-vuotiaat) oli vuonna 2018 korkeimmillaan 73,2 prosenttia (euroalueella 72,0 %), ja se parani edelleen vuoden 2019 toisella neljänneksellä ja oli ennätykselliset 73,9 prosenttia, mikä on selvästi enemmän kuin kriisiä edeltänyt 70,2 prosentin huipputaso vuonna 2008. Työntekijöiden määrä kasvoi vuoteen 2017 verrattuna eniten Maltassa (5,4 %), Kyproksessa (4,1 %), Luxemburgissa (3,7 %) ja Irlannissa (3,2 %), ja vähiten Puolassa (0,3 %), Romaniassa (0,2 %) ja Italiassa (0,9 %).

Työvoimaosuudet **kasvoivat edelleen lähes kaikkialla EU:ssa.** Työvoimaosuus (15–64-vuotiaat) on kolmen viime vuoden aikana supistunut ainoastaan kahdessa maassa: Kroatia ja Espanja ylittivät molemmat tulostaulun kynnysarvon, joka on –0,2 (–0,6 prosenttiyksikköä molemmissa tapauksissa). Kaiken kaikkiaan EU:n ja euroalueen työvoimaosuudet olivat vuonna 2018 ennätyksellisen korkeat (EU 73,7 % ja euroalue 73,4 %) eli noin 3,5 ja 2,5 prosenttiyksikköä enemmän kuin ennen kriisiä. Tämä johtui pääasiassa siitä, että ikääntyneiden työntekijöiden ja naisten työvoimaosuus kasvoi.

Pitkäaikais- **ja** ***nuorisotyöttömyys*** **parani voimakkaammin kuin muut työmarkkinat, mutta se on edelleen korkea useissa EU-maissa.** *Pitkäaikaistyöttömyys* väheni kaikissa jäsenvaltioissa vuonna 2018, ja kaikissa maissa se oli alhaisempi kuin kolme vuotta aikaisemmin. Korkeimmat pitkäaikaistyöttömyysasteet olivat Kreikassa (13,6 %), Espanjassa (6,4 %), Italiassa (6,2 %) ja

Slovakiassa (4 %), mutta kaikki Italiaa lukuun ottamatta kirjasivat huomattavan vähennyksen vuoteen 2015 verrattuna (noin 5 prosenttiyksikköä Espanjassa, 4,6 prosenttiyksikköä Kreikassa ja 3,6 prosenttiyksikköä Slovakiassa). *Nuorisotyöttömyysaste* laski kaikissa EU:n jäsenvaltioissa kolmen vuotta 2018 edeltäneen vuoden aikana. Lasku oli kyseisellä ajanjaksolla vähintään 10 prosenttiyksikköä Espanjassa, Kroatiassa, Kyproksessa, Portugalissa ja Slovakiassa. Nuorisotyöttömyysaste on kuitenkin edelleen yli 30 prosenttia Espanjassa, Italiassa ja Kreikassa. Samaan aikaan 9,6 prosenttia (15–24-vuotiaista) nuorista EU:ssa ei ollut vuonna 2018 työelämässä tai koulutuksessa. Lisäksi useissa jäsenvaltioissa (Bulgaria, Espanja, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros ja Romania) kyseinen osuus oli yli 12 prosenttia.

Köyhyys ja sosiaalinen syrjäytyminen ovat vähentyneet entisestään, mutta ne ovat edelleen korkealla tasolla joissakin jäsenvaltioissa. Köyhyysriskin tai sosiaalisen syrjäytymisen riskin alaisen väestön osuus supistui EU:ssa edelleen ja oli 21,9 prosenttia vuonna 2018. Tämä on noin kolme prosenttiyksikköä alhaisempi kuin vuonna 2012 havaittu huippu.[43] Osuus laski useimmissa maissa kolmen vuoden aikana vuoteen 2018 asti, mutta Alankomaissa, Luxemburgissa, Virossa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa osuus kasvoi, vaikkakin joissain maissa (Alankomaat ja Luxemburg) lähtötaso oli suhteellisen alhainen. Huolimatta siitä, että köyhyys- ja syrjäytymisriskiaste laski Bulgariassa merkittävästi eli lähes 39 prosentista 32,8 prosenttiin, se on edelleen EU:n suurin, minkä jälkeen tulevat Romania ja Kreikka, joissa molemmissa luku on yli 30 prosenttia, sekä Latvia ja Liettua, joissa luku on hieman tämän alle. Alhaisimmat köyhyys- ja syrjäytymisriskiasteet ovat Tšekissä (12,2 %), Sloveniassa (16,2 %), Slovakiassa (16,3 %), Suomessa (16,5 %) ja Alankomaissa (16,8 %). Vaikka köyhyydessä ja sosiaalisessa syrjäytymisessä on yleisesti ottaen tapahtunut myönteistä kehitystä, jotkin sen osatekijät näyttävät kehittyvän eri tavoin, mikä aiheuttaa huolta joissakin EU-maissa. Etenkin on huomattava seuraavat seikat:

- Köyhyysriskin alaisen väestön osuus on lisääntynyt viime vuosina kolmasosassa jäsenvaltioita. Kolmen vuoden aikana lisäys oli suurin Luxemburgissa (3 prosenttiyksikköä), Yhdistyneessä kuningaskunnassa (2,3 prosenttiyksikköä), Alankomaissa (1,7 prosenttiyksikköä) ja Belgiassa (1,5 prosenttiyksikköä), kun taas Kreikassa, Portugalissa, Puolassa ja Unkarissa osuus aleni merkittävästi, 2–3 prosenttiyksikköä kussakin.
- Vakava aineellinen puute väheni kolmen viime vuoden aikana (ja myös vuonna 2018) useimmissa EU:n jäsenvaltioissa. Kolmen vuoden aikana vähennys oli Bulgariassa yli 13 prosenttiyksikköä ja Kreikassa, Kroatiassa, Kyproksessa, Latviassa, Maltassa, Romaniassa ja Unkarissa vastaava luku oli vähintään 5 prosenttiyksikköä.
- Lopuksi on todettava, että talouden elpyminen on vähentänyt hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa asuvien (alle 60-vuotiaiden) henkilöiden osuutta lähes kaikissa EU-maissa, lukuun ottamatta Luxemburgia ja Ruotsia, joissa osuus kasvoi, ja Suomea, jossa osuus pysyi samana kolmen vuoden ajan vuoteen 2018 asti. Samaan aikaan työssäkäyvien köyhyys kasvoi hieman ja

[43] *Köyhyysriskin tai sosiaalisen syrjäytymisen riskin alaisen väestön osuutta koskeva indikaattori* kuvaa sellaisten henkilöiden osuutta, jotka ovat haavoittuvassa asemassa vähintään yhden seuraavassa luetellun sosiaalisen indikaattorin perusteella: 1) *köyhyysriski*, jolla mitataan tuloköyhyyttä suhteessa kansalliseen tulonjakoon ja joka lasketaan sellaisten henkilöiden osuutena, joiden käytettävissä olevat tulot (mukautettuina kotitalouden koostumuksen perusteella) ovat alle 60 prosenttia kansallisesta mediaanitulosta; 2) *vakava aineellinen puute*, joka kattaa resurssien puutteeseen liittyvät indikaattorit ja jolla mitataan sellaisten ihmisten osuutta, joiden elämässä toteutuu vähintään neljä puutetekijää yhdeksästä, koska heillä ei ole varaa tietyntyyppisiin hankintoihin; 3) *hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa asuvilla* tarkoitetaan 0–59-vuotiaita henkilöitä kotitalouksissa, joissa aikuiset (18–59-vuotiaat) ovat edeltävän vuoden aikana työskennelleet alle 20 prosenttia koko työpotentiaalistaan. Näissä mittausvälineissä käytettyjen tietojen osalta tulojen viitejakso on tietty 12 kuukauden jakso, kuten edellinen kalenteri- tai verovuosi, jota kaikkien maiden tiedot koskevat lukuun ottamatta Yhdistynyttä kuningaskuntaa, jonka osalta tulojen viitejakso on tutkimuksen tekovuosi, ja Irlantia, jossa tutkimus on jatkuva ja jossa tulotiedot kerätään tutkimusta edeltäneiltä 12 kuukaudelta.

oli 9,5 prosenttia vuonna 2018 koko EU:ssa eli edelleen lähellä vuoden 2016 huippulukemaa (9,6 %).

4. YHTEENVETO TÄRKEIMMISTÄ HAASTEISTA JA VALVONNAN VAIKUTUKSISTA

Tasapainottaminen euroalueella on edelleen kesken, ja nykyisen taloustilanteen vuoksi sekä vaihtotaseen alijäämiä että ylijäämiä on tasapainotettava kiireellisesti, sillä se hyödyttäisi kaikkia jäsenvaltioita. Vaikka useimmat suuret vaihtotaseen alijäämät on korjattu, useissa euroalueen maissa on edelleen suuria ylijäämiä. Euroalueen rahoitusasema on vähitellen muuttunut ylijäämäksi, joka on alkanut supistua hieman lähinnä ulkomaisen vientikysynnän vähentymisen vuoksi. Varantoepätasapainot ovat alkaneet mukautua, mutta ne ovat on edelleen huomattavia, sillä joissakin euroalueen maissa ulkomainen nettovarallisuusasema on edelleen suurelta osin negatiivinen, kun taas muissa maissa ulkomainen nettovarallisuusasema on pitkälti positiivinen ja kasvava. Yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet nettovelkojamaissa nopeammin kuin nettovelallismaissa, mikä on kääntänyt ennen finanssikriisiä havaitut suuntaukset päinvastaisiksi. Tämä suuntaus jatkuu, mutta se on heikentynyt aiempiin kriisin jälkeisiin vuosiin verrattuna, sillä työmarkkinoiden kiristyminen nettovelallismaissa on johtanut suurempaan palkkojen nousuun tilanteessa, jossa tuottavuus on ollut heikkoa, kun taas nettovelkojamaissa palkankorotukset ovat olleet maltillisia huolimatta siitä, että työttömyys on pysynyt alhaisena useita vuosia. Vaihtotaseen positioiden symmetrinen tasapainottaminen auttaisi voittamaan nykyisen matalan inflaation ja alhaisen korkotason ja tukisi samalla nimellistä kasvua, mikä edistäisi velkaantumisen purkamista ja nettovelallispositioiden tasapainottamista.

Monissa jäsenvaltioissa on eri laajuisia ja eri syistä johtuvia haasteita. Makrotalouden vakauteen kohdistuvien haasteiden vakavuus vaihtelee huomattavasti eri jäsenvaltioissa riippuen haavoittuvuuksien ja kestämättömien suuntausten luonteesta ja laajuudesta sekä siitä, miten ne vaikuttavat toisiinsa. Mahdollisen epätasapainon tärkeimmät lähteet yhdistyvät useiden typologioiden mukaisesti seuraavassa tiivistetyllä tavalla:

- Useat jäsenvaltiot kärsivät edelleen pääasiassa *moninaisista ja toisiinsa kytköksissä olevista varantohaavoittuvuuksista*. Tämä koskee yleensä maita, joihin luototuksen suhdannevaihtelut ovat iskeneet kovimmin ja joissa myös vaihtotase on kääntynyt vastakkaiseen suuntaan, millä on myös ollut vaikutuksia pankkisektoriin ja julkiseen velkaan.

    - Kyproksen ja Kreikan tapauksessa korkeat velkakannat ja suuret negatiiviset ulkomaiset nettovarallisuusasemat yhdistyvät finanssisektorin jäljellä oleviin haasteisiin, vaikkakin Kyproksessa järjestämättömien lainojen osuus on vähentynyt ja kannattavuus parantunut. Kreikassa järjestämättömien lainojen osuuden pieneneminen on nopeutunut vuodesta 2018 alkaen, mutta osuus on edelleen erittäin suuri. Kreikassa potentiaalisen tuotannon kasvu on vähäistä tilanteessa, jossa työttömyysaste on korkea (vaikkakin aleneva).

    - Espanjassa, Irlannissa, Kroatiassa ja Portugalissa on myös varantoja koskevista vanhoista ongelmista aiheutuvia merkittäviä, moninaisia ja toisiinsa liittyviä haavoittuvuuksia. Bulgariassa yritysten velkaantuneisuuteen liittyy menneiden aikojen perua olevia pitkään jatkuneita rahoitusalan ongelmia, joihin puututaan toimintapolitiikan avulla. Näissä maissa varantoepätasapainot ovat vähentyneet uudelleen käynnistyneen nimellisen kasvun myötä. Joissakin tapauksissa tähän on liittynyt asuntojen hintojen voimakas nousu (Irlannissa ja viime aikoina Portugalissa), yksikkötyökustannusten kasvun palautuminen ja kilpailukyvyn paranemisen pysähtyminen Espanjassa ja Portugalissa sekä voimakas yksikkötyökustannusten nousu Bulgariassa.

- Joissakin jäsenvaltioissa haavoittuvuudet johtuvat pääasiassa *suuresta julkisesta velasta*, ja niihin yhdistyy ongelmia, jotka liittyvät *potentiaaliseen tuotannon kasvuun* ja *kilpailukykyyn*. Tämä

koskee erityisesti Italiaa, jossa haavoittuvuudet liittyvät myös pankkisektoriin ja järjestämättömien lainojen suureen mutta nopeasti vähenevään määrään sekä heikkoon työmarkkinatilanteeseen. Belgiassa ja Ranskassa pääasiallisina ongelmina ovat suuri julkinen velka ja potentiaaliseen kasvuun liittyvät ongelmat sekä heikkenevä kilpailukyky. Ranskassa yksityissektorin suhteellisen suuri velkamäärä on kasvussa. Belgiassa kotitalouksien suhteellisen suuri ja kasvava velkamäärä yhdistyy mahdollisesti yliarvostettuihin asuntojen hintoihin. Ulkoinen rahoitusasema on edelleen vakaa, mutta se on viime aikoina heikentynyt jonkin verran.

- Joillekin jäsenvaltioille ovat ominaista *suuret ja jatkuvat vaihtotaseen ylijäämät*, jotka heijastavat vaihtelevassa määrin myös vaimeaa yksityistä kulutusta ja vaimeita investointeja ja jotka ylittävät sen, mikä olisi perusteltavissa talouden perustekijöillä. Tämä koskee erityisesti Saksaa ja Alankomaita. Alankomaissa suuri ylijäämä yhdistyy kotitalouksien suureen velkamäärään ja asuntojen hintojen voimakkaaseen nousuun. Asuntojen hintapaineita on viime aikoina havaittu myös Saksassa, mutta siellä velkataso on suhteellisen alhainen. Suuret ja jatkuvat ylijäämät saattavat kuvastaa sitä, että kasvua ja kotimaisia investointimahdollisuuksia menetetään, mikä vaikuttaa muuhun euroalueeseen tilanteessa, jossa inflaatio on sitkeästi tavoitetta hitaampaa ja ulkomainen kysyntä heikkenee.

- Joissakin jäsenvaltioissa *hinta- tai kustannusmuuttujien kehityksessä on merkkejä mahdollisesta ylikuumenemisesta etenkin asunto- tai työmarkkinoilla*.

  - Ruotsissa, ja pienemmässä määrin Itävallassa, Luxemburgissa, Tanskassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa, asuntojen hintojen nousu on jatkunut viime vuodet tilanteessa, jossa mahdollisesti esiintyy positiivisia arvostuseroja ja jossa kotitalouksilla on runsaasti velkaa. Viimeaikainen näyttö viittaa hintojen ja yliarvostusten jonkinasteiseen tarkistamiseen alaspäin Ruotsissa ja asuntojen hintojen nousun hidastumiseen muissa tapauksissa (Luxemburgia lukuun ottamatta). Asuntojen hintojen voimakkaampaan mutta uudempaan nousuun liittyy vähäisempää näyttöä yliarvostuksesta Latviassa, Slovakiassa, Sloveniassa, Tšekissä ja Unkarissa. Tšekin ja Slovakian osalta tähän liittyy asuntolainakannan kasvun jatkuminen ja kotitalouksien velkaantumisen lisääntyminen. Suomessa asuntojen hintojen nousu tai mahdollinen yliarvostus ei näytä olevan huomattavaa, mutta sen sijaan kotitalouksilla on runsaasti velkaa, jonka määrä kasvaa.

  - Latviassa, Liettuassa, Romaniassa, Slovakiassa, Tšekissä, Unkarissa ja Virossa työvoimakustannukset kasvavat edelleen suhteellisen ripeää tahtia samaan aikaan kun hintakilpailukyky heikkenee vähitellen. Viime vuosina voimakas yksikkötyökustannusten kasvu on Unkarissa yhdistynyt vaihtotaseen ylijäämän huomattavaan supistumiseen ja Slovakiassa rajalliseen mutta sitkeään vaihtotaseen alijäämään. Romaniassa yksikkötyökustannusten pitkäaikainen erittäin voimakas kasvu liittyy vaihtotaseen alijäämän syvenemiseen entisestään ja elvyttävään finanssipolitiikkaan.

Kaiken kaikkiaan perusteellinen tarkastelu on aiheellinen 13 jäsenvaltion osalta: Alankomaat, Bulgaria, Espanja, Irlanti, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Romania, Ruotsi ja **Saksa**. Kaikki kyseiset jäsenvaltiot olivat perusteellisen tarkastelun kohteena makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella, ja niillä katsottiin olevan epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Uusien perusteellisten tarkastelujen avulla voidaan analysoida tarkemmin mainittuja haasteita ja arvioida toimintapoliittisia tarpeita. Nykyisten arvioiden päivittämiseksi seuraavissa perusteellisissa tarkasteluissa arvioidaan erityisesti, ovatko kyseiset epätasapainot pahenemassa vai korjautumassa. Tämä varoitusmekanismia koskeva kertomus viittaa myös siihen, että joissakin muissa jäsenvaltioissa on kehittymässä riskejä, jotka nykyisten tietojen perusteella eivät tällä

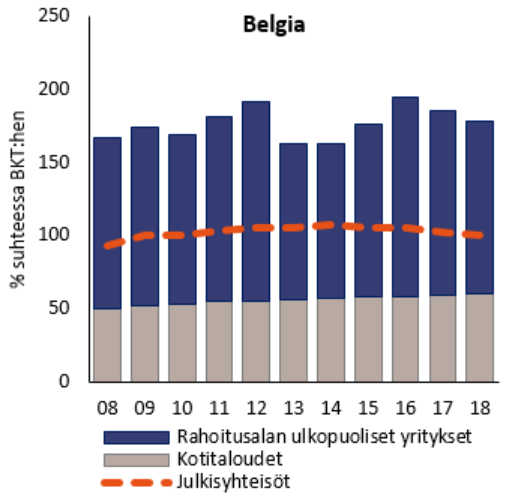
hetkellä näytä antavan aihetta perusteelliseen tarkasteluun, mutta jotka kaikesta huolimatta ovat peruste tiiviimmälle seurannalle erityisesti seuraavissa maaraporteissa. Nämä riskit koskevat erityisesti kilpailukykyyn liittyvää kehitystä (Latvia, Liettua, Slovakia, Tšekki, Unkari ja Viro) ja asuntojen hintojen ja asuntomarkkinoiden sekä kotitalouksien velan kehitystä (Belgia, Itävalta, Luxemburg, Slovakia, Slovenia, Suomi, Tanska, Tšekki, Unkari ja Yhdistynyt kuningaskunta).

5. EPÄTASAPAINOT, RISKIT JA SOPEUTUS: JÄSENVALTIOKOHTAISET KOMMENTIT

Belgia: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Belgialla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: reaalisen efektiivisen valuuttakurssin muutos, yksityinen velka ja julkinen velka.

Vaihtotase oli hieman alijäämäinen vuonna 2018, kun taas positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema oli suuri. Vaikka tuottavuuden kasvu on hidasta, yksikkötyökustannusten nousu on pysynyt kurissa, sillä palkankorotukset ovat olleet maltillisia. Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin kolmen vuoden muutos on edelleen vahvistunut ja ylittää kynnysarvon, vaikka yhden vuoden muutos kiihtyi vain vähän. Vientimarkkinaosuudet ovat pysyneet pitkälti vakaina. Yritysten suuri velkasuhde, jota maassa laajalti käytössä olevat konsernilainat kuitenkin paisuttelevat, on pienenemässä. Kotitalouksilla on suhteellisen paljon velkaa, joka liittyy pääasiassa asuntolainoihin, ja velan määrä kasvaa. Asuntojen reaalihinnat ovat nousseet maltillisesti viime vuosina, ja on merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta. Julkisen velan määrä on suuri ja vähenee vain hitaasti. Työpaikkojen luominen jatkui edelleen, ja työttömyysaste putosi ennätyksellisen alhaiseksi. Työmarkkinoiden ulkopuolella olevien osuus on suuri.

Kuvio A1: Velka talouden eri sektoreilla

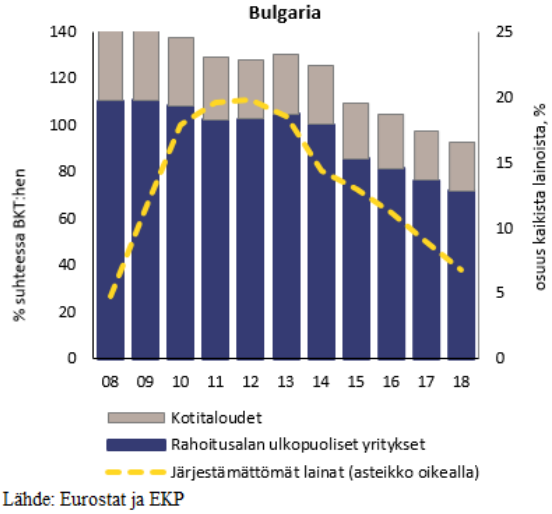


Lähde: Eurostat

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat julkisen mutta myös yksityisen sektorin velkaantuneisuuteen liittyvät kysymykset, mutta riskit ovat edelleen hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Bulgaria: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Bulgarialla oli *epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti rahoitusalan haavoittuvuustekijöihin sekä yritysten suureen velkaantuneisuuteen ja niiden järjestämättömien lainojen suureen määrään. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen

Kuvio A2: Yksityinen velka ja järjestämättömät lainat



Lähde: Eurostat ja EKP

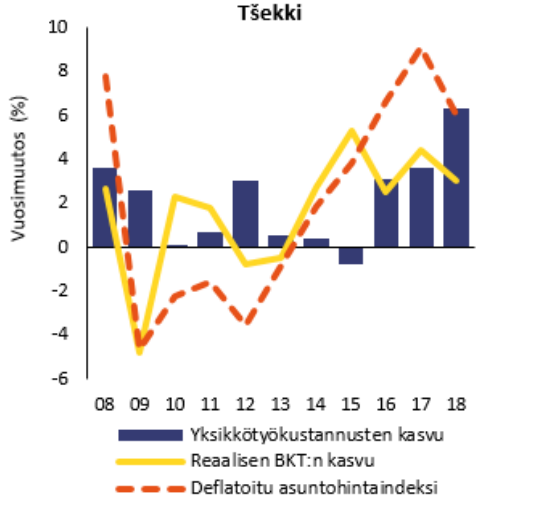
nettovarallisuusasema ja nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu.

Talouden ulkoinen rahoitusasema vahvistui entisestään, kun vaihtotaseen ylijäämä kasvoi ja negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema parani nopeasti lähestyen kynnysarvoa. Vaikka vientimarkkinaosuudet ovat kasvaneet kumulatiivisesti, kireät työmarkkinat ja osaamisvajeet ovat kiihdyttäneet palkkojen nousua. Tämän seurauksena yksikkötyökustannusten kasvu ylittää huomattavasti kynnysarvon, ja siihen on syytä kiinnittää huomiota. Suotuisten talous- ja rahoitusolosuhteiden vallitessa pankkisektori on vahvistanut vakavaraisuus- ja maksuvalmiussuhdelukujaan yleisesti. Luotonannon kasvu on voimakasta, ja se rahoitetaan kokonaisuudessaan talletuspohjan laajentumisella. Järjestämättömien lainojen määrä vähenee edelleen, mutta se on edelleen suhteellisen suuri rahoitusalan ulkopuolisissa yrityksissä ja kotimaisessa omistuksessa olevissa pankeissa. Pankkialan ja sen ulkopuolisen rahoitussektorin valvonnan vahvistamiseksi on toteutettu ja ollaan ottamassa käyttöön useita toimenpiteitä. Edelleen on kuitenkin haasteita ja haavoittuvuustekijöitä, jotka liittyvät joidenkin pankkien pääomavajeisiin ja vakuutusalan ratkaisemattomiin huolenaiheisiin. Yrityksillä on yhä suhteellisen runsaasti velkaa, vaikka se onkin vähentynyt huomattavasti. Julkinen velka on pieni ja laskusuunnassa. Asuntojen hinnat ovat edelleen nousseet, joskin hitaammin ja talouden perustekijöiden mukaisesti. Asuntolainojen ja rakennuslupien määrä on noussut voimakkaasti, ja niiden tulevaan kehitykseen on syytä kiinnittää erityistä huomiota. Työttömyys laski hyvin alhaiselle tasolle, ja työvoimaosuus kasvaa edelleen, mutta se on kuitenkin suhteellisen pieni.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät rahoitusalalla edelleen oleviin haavoittuvuustekijöihin. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Tšekki: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Tšekillä *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu ja asuntojen reaalihintojen kasvu.

Kuvio A3: **BKT, yksikkötyökustannukset ja asuntohinnat**



Lähde: Eurostat

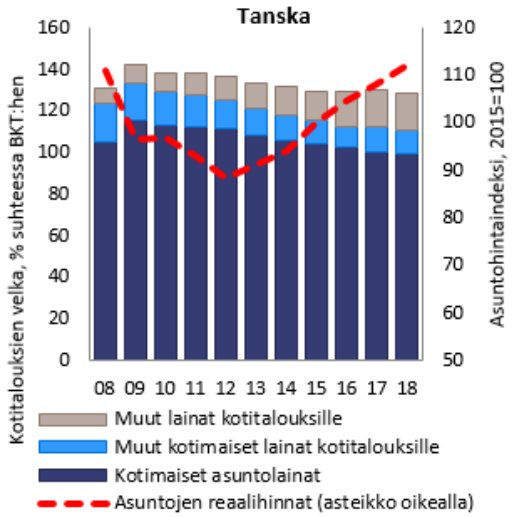
Vaihtotase on hieman ylijäämäinen, mutta ylijäämä on laskusuunnassa. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema puolestaan supistui edelleen. Valuuttakurssisitoumuksen päättyminen huhtikuussa 2017 johti reaalisen efektiivisen valuuttakurssin vahvistumiseen erityisesti vuonna 2018. Nimelliset yksikkötyökustannukset ovat nousseet merkittävästi suurten palkankorotusten ja akuutin työvoimapulan vuoksi, mutta nousun odotetaan hidastuvan tulevaisuudessa. Tähän mennessä vientimarkkinaosuudet ovat kasvaneet. Samaan aikaan maa on alttiina kauppapoliittiseen ympäristöön ja globaalien arvoketjujen mahdolliseen häiriintymiseen liittyville riskeille. Asuntojen reaalihintojen kasvu on edelleen vahvaa, vaikka kasvu olikin vuonna 2018 hitaampaa kuin vuonna 2017. Lisäksi yksityisellä sektorilla, kotitaloudet mukaan luettuina, on suhteellisen vähän velkaa. Pankkisektori on erittäin vahva, ja järjestämättömien lainojen osuus on hyvin pieni. Julkinen velka vähenee edelleen, sillä valtion

talousarvio on ollut ylijäämäinen vuodesta 2016. Työttömyysaste laski edelleen, koska työmarkkinat ovat edelleen erittäin kireät.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kilpailukykyyn ja asuntomarkkinoiden paineisiin liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan pitkälti hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Tanska: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Tanskalla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotase ja yksityisen sektorin velka.

Kuvio A4: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotase on edelleen voimakkaasti ylijäämäinen, joskin supistumassa. Vaihtotaseen ylijäämä on supistunut viime aikoina, koska yritykset ovat säästäneet vähemmän ja investoineet enemmän kotimaassa. Peräkkäisistä ylijäämistä on ollut seurauksena voimakkaasti positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka on tuottanut positiivisia nettoensituloja. Tämä on puolestaan vahvistanut vaihtotaseen ylijäämää. Tuottavuuden kasvu on ollut vaimeaa, mikä on vaikuttanut kustannuskilpailukyvyn indikaattoreihin. Vientimarkkinaosuudet ovat supistuneet hieman. Kotitalouksien säästöt ovat lisääntyneet velan vähentämistarpeiden ja riskialttiiden lainojen ottamista rajoittavien makrovakauspoliittisten toimenpiteiden vuoksi. Samaan aikaan velan kasvua tuetaan edelleen alhaisilla rahoituskustannuksilla ja edullisella verokohtelulla. Kaiken kaikkiaan kotitalouksien velka suhteessa BKT:hen on edelleen EU:n suurin huolimatta hitaasta suuntauksesta velkaantumisen vähentämiseen. Yritysten velkaantuneisuus on sen sijaan maltillista. Asuntojen reaalihinnat nousevat jatkuvasti, joskin maltillisesti, samalla kun arvostusindikaattorit viittaavat jonkinasteiseen yliarvostukseen. Työmarkkinat paranevat edelleen, ja työllisyyden kasvu on pysynyt vakaana. Työvoimapulaa esiintyy laajasti, mutta se on viime aikoina helpottunut, mikä on lieventänyt palkkojen nostopainetta.

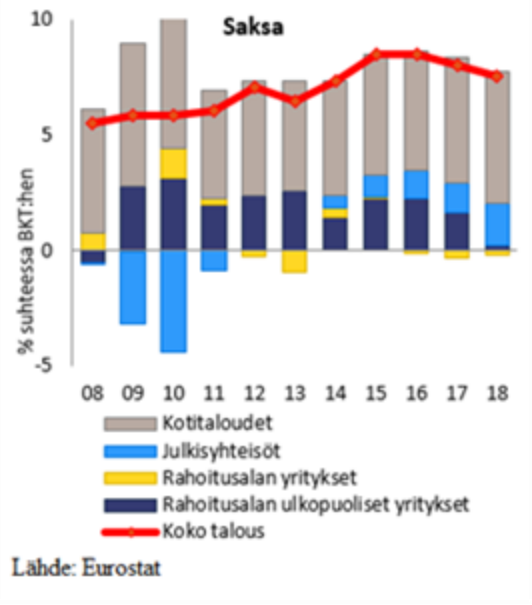
Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat ulkoiseen ylijäämään ja suureen kotitalouksien velkaan ja asuntosektoriin liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Saksa: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Saksalla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti sen suureen vaihtotaseen ylijäämään. Tämä ylijäämä johtuu vaimeista investoinneista suhteessa säästämiseen sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotase, reaalinen efektiivinen valuuttakurssi ja julkinen velka.

Vaihtotaseen ylijäämä on edelleen erittäin suuri, mutta se supistui hieman vuonna 2018. Ulkomaankaupan heikentyessä on siirrytty enemmän kotimaiseen kysyntään perustuvaan kasvuun. Näin

ollen vaihtotaseen ylijäämän odotetaan edelleen supistuvan mutta pysyttelevän tästä huolimatta suurena ja kasvattavan ennestään suurta ulkomaista nettovarallisuusasemaa. Heikko tuottavuuden kasvu vaikutti yksikkötyökustannusten nousuun, ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui edelleen. Nimellisten työvoimakustannusten kasvu on kiihtynyt kireillä työmarkkinoilla osittain kertaluonteisten poliittisten vaikutusten vuoksi, ja sen odotetaan hidastuvan lyhyellä aikavälillä. Viennin kasvu hidastui huomattavasti vuonna 2018, ja vientimarkkinaosuudet supistuivat hieman vuositasolla. Asuntojen reaalihinnat ovat nousseet ja rakennuskustannukset kasvaneet. Molempiin seikkoihin olisi kiinnitettävä huomiota myös alueellisten hintaerojen ja asuntojen saatavuuden osalta. Investoinnit asuntosektorille kasvavat edelleen, mutta ne eivät vieläkään riitä täyttämään suurkaupunkialueiden asuntotarpeita. Luotonannon kasvu on vähitellen vahvistumassa. Julkinen velka väheni edelleen, ja sen odotetaan supistuvan alle kynnysarvon (60 % suhteessa BKT:hen) vuoteen 2019 mennessä. Samalla julkisten investointitarpeiden merkittävä kasauma säilyy, vaikka investoinnit ovat lisääntyneet jo muutaman vuoden ajan. Kokonaistyöttömyys sekä nuoriso- ja pitkäaikaistyöttömyys ovat historiallisen alhaisella tasolla huolimatta siitä, että työmarkkinatilanteen paraneminen on pysähtynyt.

Kuvio A5: Nettoluotonanto/-otto sektoreittain



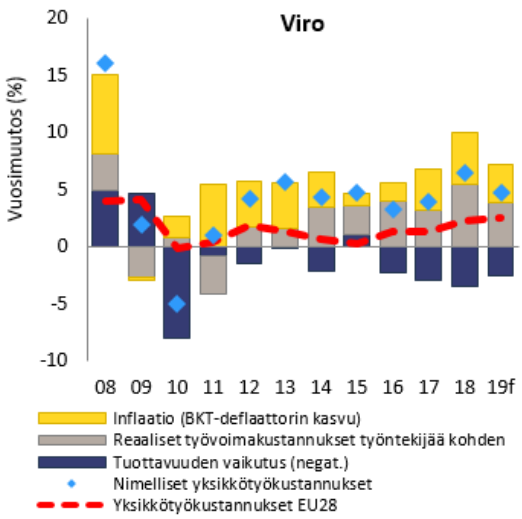
Lähde: Eurostat

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät pitkäaikaiseen säästöjen ylijäämään suhteessa investointeihin. Tämä näkyy suurena mutta vähitellen supistuvana vaihtotaseen ylijäämänä ja korostaa tarvetta jatkaa tasapainottamista. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Viro: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Virolla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: reaalinen efektiivinen valuuttakurssi ja nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu.

Vaihtotaseen ylijäämä on vakaa, ja negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on parantunut. Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin vahvistuminen kiihtyi vuonna 2018, ja indikaattori nousi yli kynnysarvon. Yksikkötyökustannusten kasvu on myös edelleen kiihtynyt kotimaisten hinta- ja palkkapaineiden vuoksi erityisesti julkisella sektorilla. Tämä on osoitus kireistä työmarkkinoista. Vientimarkkinaosuudet ovat kasvaneet hieman kumulatiivisesti. Julkisen ja yksityisen sektorin luotonotto ja velkaantuminen ovat suhteellisen alhaisella tasolla. Lisäksi yksityisen sektorin velka on pienentynyt edelleen velkaantumisen purkamiseen

Kuvio A6: Yksikkötyökustannusten hajotelma



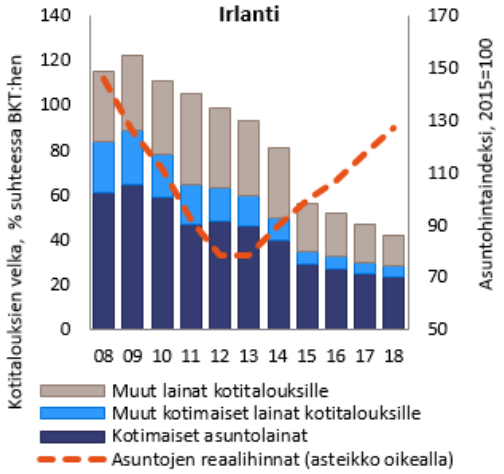
Lähde: Komission yksiköt

liittyvän kehityksen seurauksena. Asuntojen reaalihintojen nousu on hidastunut maltilliselle tasolle. Kireät työmarkkinat näkyvät suhteellisen alhaisena työttömyysasteena ja erittäin korkeana työvoimaosuutena EU:n mittasuhteissa.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat nimellisiin yksikkötyökustannuksiin ja reaaliseen efektiiviseen valuuttakurssiin liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Irlanti: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Irlannilla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti suuresta julkisesta ja yksityisestä velasta ja suuresta ulkomaisesta nettovelasta johtuviin haavoittuvuustekijöihin. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka, julkinen velka ja asuntojen reaalihintojen nousu.

Kuvio A7: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotase oli pitkälti tasapainossa vuonna 2017, mutta kääntyi selvästi ylijäämäiseksi vuonna 2018. Tämä suuri muutos johtuu pääasiassa monikansallisten yritysten toiminnasta. Muutettu vaihtotaseen mittari, joka kuvastaa paremmin kotimaista taloudellista toimintaa, viittaa pienempään ylijäämään vuonna 2018. Ulkomainen nettovarallisuusasema on edelleen erittäin negatiivinen, mikä johtuu osittain monikansallisten yritysten ja suuren offshore-rahoituskeskuksen toiminnasta, jolla on vain vähäiset yhteydet kotimaiseen talouteen. Julkinen velka suhteessa BKT:hen on vahvan talouskasvun myötä supistunut, mutta velan määrä on edelleen suuri. Yksityisen sektorin velka on edelleen hyvin suuri, mutta se on jatkanut laskuaan. Kotitaloudet ovat edelleen vähentäneet velkaansa, ja irlantilaisten pankkien riskisaamisten määrä kotimaisilta yrityksiltä on vähentynyt, mikä viittaa siihen, että yritysten velkaantuneisuuden purkaminen jatkuu. Asuntojen reaalihintojen nousu jatkui vuonna 2018, mutta hidastui merkittävästi vuoden aikana. Kohtuuhintaisten asuntojen puute on kuitenkin edelleen ongelma. Järjestämättömien lainojen osuus on laskenut tasaisesti viime vuosina ja pankkien pääomapohja on hyvä, mutta niiden varausten määrä on suhteellisen alhainen. Pankkien kannattavuus paranee vähitellen, joskin kehitys on edelleen vaimeaa. Työttömyys vähenee jatkuvasti ja lähestyy kriisiä edeltävää tasoa.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät ulkoisen rahoitusaseman epävakauteen, yksityisen ja julkisen velan määrään ja asuntomarkkinoihin. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Kreikka: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Kreikalla oli *liiallisia makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti julkisen sektorin suureen velkaantuneisuuteen, negatiiviseen ulkoiseen rahoitusasemaan ja järjestämättömien lainojen suureen osuuteen tilanteessa, jossa työttömyysaste on korkea, joskin laskusuunnassa, ja potentiaalinen kasvu vähäistä. Ajan tasalle

saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, julkinen bruttovelka ja työttömyysaste.

Kreikan suuri negatiivinen ulkomainen varallisuusasema koostuu suurelta osin nettovelasta, erityisesti ulkomaisesta julkisesta velasta, joka on enimmäkseen julkisen sektorin velkojien hallussa ja jonka ehdot ovat erittäin edulliset. Nimellisen BKT:n maltillinen kasvu ja alijäämäinen vaihtotase, joka laajeni vuonna 2018, estävät suuren ulkomaisen nettovelan nopeamman sopeutuksen. Nimelliset yksikkötyökustannukset kasvoivat vuonna 2018 tilanteessa, jossa työn tuottavuuden kasvu oli tasaista. Palkankorotukset johtivat reaalisen efektiivisen valuuttakurssin nousuun, kun taas vientimarkkinaosuudet kasvoivat vuonna 2018 jo toista peräkkäistä vuotta. Julkinen velka on erittäin suuri, mutta sen ennustetaan vähenevän asteittain tulevina vuosina. Julkisen velan kestävyyttä tuetaan eurooppalaisten kumppaneiden vuonna 2018 sopimilla velkahelpotustoimenpiteillä. Asuntojen reaalihinnat alkoivat nousta vuonna 2018 vuosikymmenen kestäneen hintojen laskun jälkeen. Yksityisen sektorin luotonoton kasvu on negatiivista, sillä velkaantumisen vähentäminen jatkuu. Samaan aikaan järjestämättömien lainojen suuri määrä on hitaasti purkautumassa. Työttömyys on vähenemässä, mutta se on edelleen hyvin korkea, erityisesti pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys.

*Kuvio A8: **NIIP, yksityinen velka ja julkinen velka***



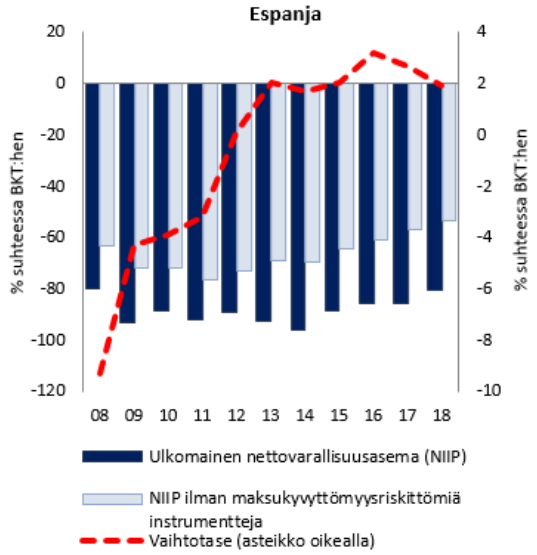
Lähde: Eurostat

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät suureen julkiseen velkaan, negatiiviseen ulkomaiseen varallisuusasemaan ja järjestämättömien lainojen suureen määrään. Kaikki nämä tekijät esiintyvät tilanteessa, jolle on ominaista korkea työttömyys, heikko tuottavuuden kasvu ja verkkainen investointitoiminta. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

Espanja: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Espanjalla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät suureen ulkomaiseen ja kotimaiseen velkaan yksityisellä ja julkisella sektorilla korkean työttömyyden vallitessa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, julkisen talouden velkasuhde, yksityinen velka, työttömyysaste ja työvoimaosuuden lasku.

Vaihtotase on ollut jatkuvasti ylijäämäinen, mutta se supistui vuonna 2018. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on kohentunut edelleen, mutta se on yhä erittäin suuri. Nimelliset yksikkötyökustannukset ovat nousseet hieman tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on lähellä nollaa. Suhteellinen kustannuskilpailukyvyn parantuminen on

*Kuvio A9: **Ulkomainen nettovarallisuusasema ja vaihtotase***



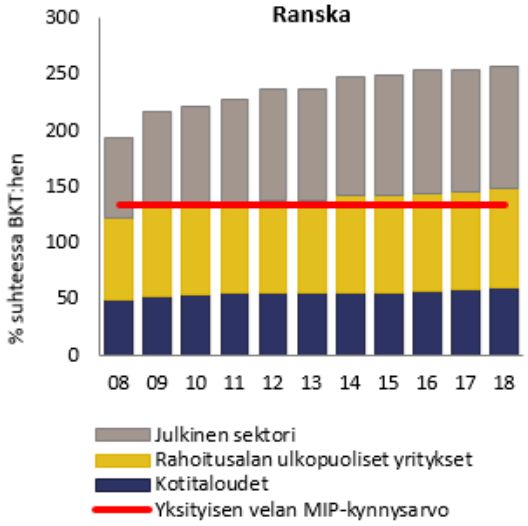
Lähde: Komission yksiköt

ollut tärkein syy kilpailukyvyn paranemiseen kriisien jälkeen. Vaikka vienti heikkeni jonkin verran vuonna 2018 osittain väliaikaisten tekijöiden vuoksi, se on kasvanut maltillisesti ja vientimarkkinaosuudet ovat pysyneet jokseenkin vakaina. Yksityisen sektorin velka on edelleen vähentynyt koko vuoden 2018 ajan, mutta velan vähentämiseen on edelleen tarvetta. Yritysten velkasuhteen supistuminen jatkui, mutta se on hidastunut uusien luottojen lievästi positiivisen kasvun vuoksi. Kotitalouksien velkasuhde on edelleen supistunut, vaikka luotonannon kasvu kääntyi positiiviseksi vuonna 2018. Asuntojen reaalihinnat ovat edelleen nousseet, ja aliarvostus näyttää päättyvän. Julkisen talouden alijäämää on viime vuosina pystytty supistamaan pääasiassa voimakkaan talouskasvun ansiosta, mutta jatkuvat alijäämät merkitsevät sitä, että julkisen talouden edelleen korkea velkasuhde supistuu hitaasti. Työttömyys on vähentynyt nopeasti, mutta työttömyysaste on erittäin korkea ja ylittää kriisiä edeltäneet tasot erityisesti nuorten ja kouluttamattomien työntekijöiden keskuudessa.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat ulkoiseen kestävyyteen sekä yksityiseen ja julkiseen velkaan liittyvät kysymykset tilanteessa, jossa työttömyys on korkealla ja tuottavuuden kasvu heikkoa. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Ranska: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Ranskalla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti suureen julkiseen velkaan ja heikkoon kilpailukyvyn kehitykseen tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu oli heikkoa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: julkisen talouden velka ja yksityisen sektorin velka.

Kuvio A10: ***Velka talouden eri sektoreilla***



Lähde: Eurostat

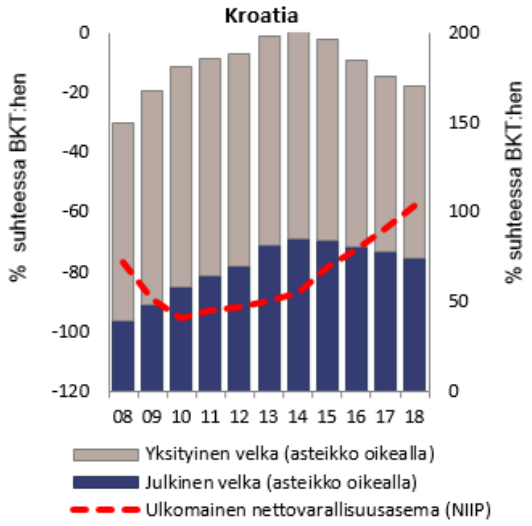
Vaihtotase on maltillisesti ja vakaasti alijäämäinen, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema on lievästi negatiivinen. Vientimarkkinaosuudet pysyivät vakaina vuonna 2018 sekä vuositasolla että viisivuotisindikaattorin perusteella. Yksikkötyökustannusten kasvu on ollut maltillista ja alle euroalueen keskiarvon, vaikka työn tuottavuuden kasvu on hidasta. Julkinen velka vakiintui ennätyksellisen korkealle tasolle vuonna 2018, mikä vahvistaa sen, että julkisen talouden liikkumavaraa tuleviin häiriöihin vastaamiseksi on vain vähän. Yksityiset luottovirrat pysyivät suhteellisen dynaamisina, joten yksityisen sektorin suuri velkasuhde kasvoi hieman. Rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velka ylitti talouden perustekijöihin perustuvan tason, kun taas kotitalouksien velkaantuneisuus oli maltillisempaa. Asuntojen reaalihinnat ovat viime vuosina nousseet maltillisesti mutta tasaisesti, ja merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta on edelleen. Pankkisektori vaikuttaa kestävältä, mutta suurten julkisen ja yksityisen sektorin velkasuhteiden yhdistelmä voi aiheuttaa riskejä. Lisäksi vallitsevat alhaiset korot voivat heikentää pankkien kannattavuutta. Työttömyysaste on laskenut edelleen ja on nyt alle kynnysarvon. Pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys paranivat edelleen.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat suuri velkaantuneisuus ja vakiintumisestaan huolimatta heikko kilpailukyky tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on hidasta. Komissio katsoo tämän vuoksi ja

myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Kroatia: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Kroatialla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät julkisen, yksityisen ja ulkomaisen velan suureen määrään tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu on heikkoa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, julkinen velka, työttömyysaste ja työvoimaosuuden lasku.

Kuvio A11: **NIIP, yksityinen velka ja julkinen velka**



Lähde: Eurostat

Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on supistunut merkittävästi jatkuvien vaihtotaseen ylijäämien myötä, mutta se on edelleen suuri. Yksikkötyökustannusten kasvu kääntyi positiiviseksi vuonna 2018 työn tuottavuuden hyvin hitaan kasvun myötä. Vientimarkkinaosuudet ovat kasvaneet jatkuvasti vuodesta 2013, mutta kasvu hidastuu. Julkinen velka on suuri mutta laskusuunnassa pienten julkisen talouden ylijäämien ansiosta. Kotitalouksien ja yritysten velka vähenee edelleen, mutta on yhä suhteellisen korkealla tasolla. Yleisesti ottaen huomattava osa velasta on ulkomaan valuutan määräistä, mikä aiheuttaa valuuttakurssiriskejä. Vaimea luotonannon kasvu vähentää osaltaan yksityisen velan määrää, mutta kotitalouksien lisääntynyt käteislainojen käyttö yleisiin käyttötarkoituksiin herättää huolta. Samaan aikaan rahoitussektoria rasittavat järjestämättömien lainojen suuri, joskin laskusuunnassa oleva määrä ja jotkin valuuttariskit. Työttömyysaste on laskenut nopeasti, mutta se on edelleen suhteellisen korkea. Työvoimaosuus on pysynyt alhaisena samalla kun työikäinen väestö pienenee. Tämä yhdessä tuottavuuden hitaan kasvun kanssa haittaa potentiaalista kasvua erityisesti kiinnikurojataloudessa.

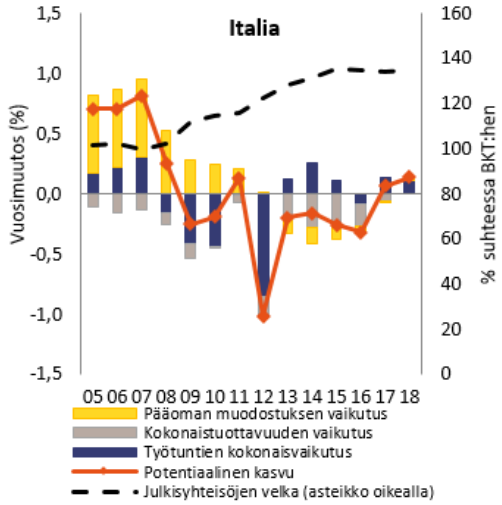
Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat ulkoisten velkojen määrä, julkinen ja yksityinen velka sekä järjestämättömien lainojen suuri määrä tilanteessa, jossa työttömyys on edelleen korkealla ja tuottavuuden kasvu heikkoa. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Italia: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Italialla oli *liiallisia makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti erittäin suuren julkisen velan ja tuottavuuden pitkään jatkuneen heikon kasvun aiheuttamiin riskeihin tilanteessa, jossa järjestämättömiä lainoja on edelleen paljon ja työttömyys on korkea. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa julkinen velka ja työttömyysaste ylittävät edelleen ohjeelliset kynnysarvot.

Ulkoinen rahoitusasema on vakaa, sillä ulkomainen nettovarallisuusasema on lähellä tasapainoa ja vaihtotase on ylijäämäinen. Osa vaihtotaseen ylijäämästä liittyy vaimeaan kotimaiseen kysyntään ja alhaiseen palkkojen nousuun. Tuottavuuden kasvun pysähtyminen heikentää muihin tekijöihin kuin kustannuksiin perustuvaa kilpailukykyä ja BKT:n potentiaalista kasvua, mikä puolestaan haittaa julkisen

velan vähentämistä. Tuottavuuden hidas kasvu johtuu alhaisesta investointi- ja innovointitasosta, kannustamattomasta liiketoimintaympäristöstä, rahoitusvaikeuksista, korkean osaamistason työntekijöiden puutteesta sekä alakohtaisista muutoksista. Yksikkötyökustannusten kasvu on hillittyä, ja vientimarkkinaosuudet ovat pitkälti vakaat. Julkinen talouden velkasuhde kasvoi vuonna 2018, ja vaarana on, että se kasvaa edelleen vuonna 2019 heikkojen talousnäkymien ja heikkenevän perusjäämän vuoksi. Positiivista on se, että valtion joukkolainojen tuotot ovat laskeneet huomattavasti. Pankkien taseiden korjaaminen on edistynyt merkittävästi järjestämättömien lainojen määrän pienentyessä, mutta luotonanto rahoitusalan ulkopuolisille yrityksille on edelleen vähäistä. Rahoitusalan haavoittuvuustekijät eivät ole poistuneet, etenkään kun on kyse sellaisista pienistä ja keskisuurista pankeista, joilla on yhä runsaasti järjestämättömiä lainoja ja jotka ovat alttiimpia valtioriskille kuin suuremmat pankit. Työttömyys- ja työllisyystasot ovat kehittyneet suotuisasti. Erityisesti nuorten ja pitkäaikaistyöttömien työttömyysaste on kuitenkin edelleen korkea ja etenkin naisten osallistuminen työmarkkinoille on vieläkin vähäistä, mikä vaarantaa työllistettävyyden ja kasvun tulevaisuudessa.

*Kuvio A.12: **Potentiaalinen kasvu ja julkinen velka***

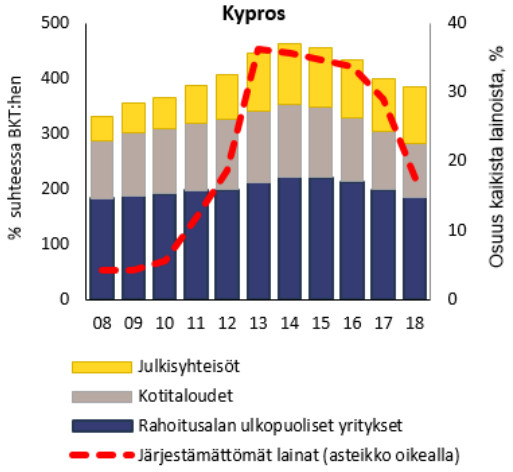


Lähde: komission yksiköt

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät julkisen velan suureen määrään, tuottavuuden heikkoon kasvuun ja työmarkkinoiden heikkoon suorituskykyyn sekä pankkisektorin haavoittuvuustekijöihin, jotka osaltaan heikentävät potentiaalista kasvua, mikä puolestaan haittaa julkisen velan vähentämistä. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myöskin ottaen huomioon helmikuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

Kypros: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Kyproksella oli *liiallisia makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti järjestämättömien lainojen erittäin suureen osuuteen ja yksityisen, julkisen ja ulkomaisen velan suureen määrään tilanteessa, jossa työttömyys oli edelleen suhteellisen korkealla ja potentiaalinen kasvu heikkoa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät edelleen ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotase, ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityisen sektorin velka, julkinen velka ja työttömyysaste.

*Kuvio A13: **Velka ja järjestämättömät lainat***



Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotaseen alijäämä pysyi huomattavan suurena vuonna 2018, mikä johtui vahvasta kotimaisesta kysynnästä ja kotitalouksien negatiivisista säästöistä. Vaihtotaseen kehitys ei edistä varovaisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman varmistamista, vaikka otettaisiin huomioon erillisyhtiöiden olemassaolo. Yksikkötyökustannusten kasvu on saatu hallintaan, ja vientimarkkinaosuudet olivat vakaat vuonna 2018. Sekä kotitalouksien että yritysten yksityinen velka on EU:n

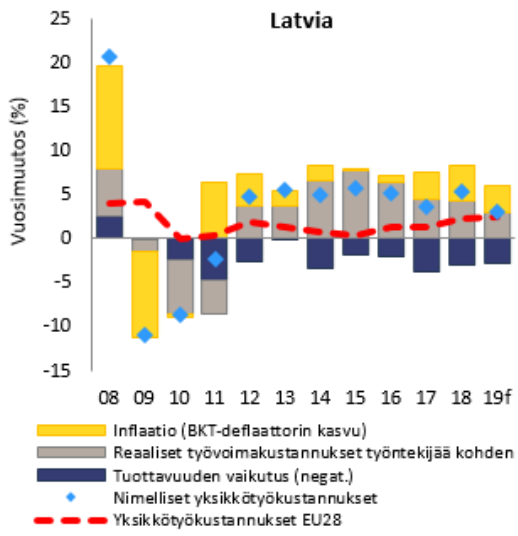
suurimpia, ja luottovirrat ovat edelleen positiivisia. Järjestämättömien lainojen osuus pankkisektorilla supistui merkittävästi vuonna 2018, mutta se on edelleen hyvin korkea. Valtion tuki Cyprus Cooperative Bankin myynnin yhteydessä lisäsi kertaluonteisesti julkista velkaa vuonna 2018. Julkisen velan odotetaan tulevaisuudessa palaavan lasku-uralle kasvua tukevan julkisen talouden kehityksen jatkuessa. Työttömyys vähenee edelleen, ja laskusuuntauksen odotetaan jatkuvan talouden kasvaessa voimakkaasti.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät ulkoisen velan kestävyyteen, yksityiseen ja julkiseen velkaan ja rahoitusalan haavoittuvuustekijöihin. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myöskin ottaen huomioon helmikuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

Latvia: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Latvialla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, yksikkötyökustannusten kasvu ja asuntojen reaalihintojen nousu.

Vaihtotase kääntyi jälleen hieman alijäämäiseksi vuonna 2018, mutta negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka johtui pääasiassa julkisesta velasta ja suorista ulkomaisista sijoituksista, koheni edelleen suhteellisen nopeasti. Kustannuskilpailukykyä kuvaava indikaattori näyttää heikentyvän reaalisen efektiivisen valuuttakurssin vahvistuessa ja yksikkötyökustannusten kasvaessa edelleen suhteellisen voimakkaasti palkkojen tasaisen nousun vuoksi. Palkkoihin kohdistuvan paineen odotetaan jatkuvan työvoiman vähenemisen vuoksi. Samaan aikaan vientimarkkinaosuuden kasvu on hidastunut, mutta kumulatiivinen kasvu on edelleen positiivista. Asuntojen reaalihintojen nousu on dynaamista ja kiihtyi jonkin verran vuonna 2018, minkä vuoksi asuntomarkkinoihin kohdistuviin paineisiin on syytä kiinnittää huomiota. Asuntomarkkinoiden yliarvostuksesta ei kuitenkaan ole vielä selviä merkkejä. Yksityisen velan vähentäminen jatkuu luotonoton kasvun ollessa edelleen vaimeaa. Julkista velkaa puolestaan on vähän ja se vähenee maltillisesti. Työmarkkinoilla työttömyys laskee edelleen, ja työvoimaosuus on jatkanut kasvuaan.

Kuvio A14: ***Yksikkötyökustannusten hajotelma***



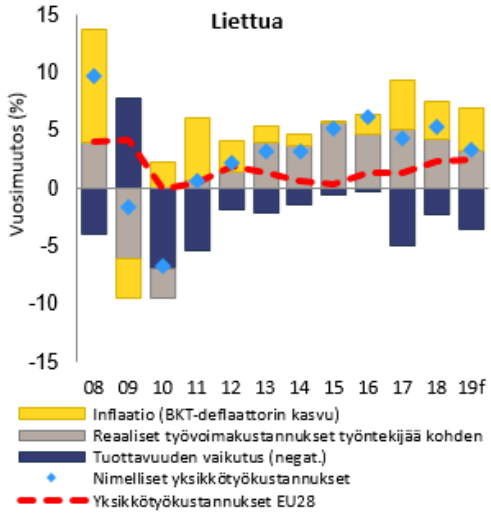
Lähde: komission yksiköt

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat työvoiman tarjontaan liittyvät paineet ja kustannuskilpailukyky, mutta riskit näyttävät olevan hallinnassa. Komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Liettua: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Liettualla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: reaalinen valuuttakurssi ja nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu.

Vaihtotase on yleisesti ottaen tasapainossa, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema, joka perustuu pääasiassa julkiseen velkaan ja suoriin ulkomaisiin sijoituksiin, on parantunut edelleen ja on nyt kynnysarvon rajoissa. Yksikkötyökustannukset ovat jatkaneet suhteellisen nopeaa kasvua palkkojen voimakkaan nousun vuoksi, joka johtuu kireistä työmarkkinoista ja joistakin sääntelymuutoksista, kuten vähimmäispalkkojen suhteellisen nopeasta korottamisesta vuodesta 2016. Lisäksi reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui suhteellisen voimakkaasti vuonna 2018 ja ylitti kynnysarvon. Tulevaisuudessa riskit näyttävät kuitenkin lieventyvän, koska nimellispalkkojen kasvu on hidastumassa ja tuottavuuden kasvu on edelleen tervettä. Vientimarkkinaosuuksien kasvu on jatkunut vakaana. Julkisen ja yksityisen velan määrät ovat edelleen suhteellisen vähäiset ja vakaat, ja luotonannon kasvu on positiivista. Asuntojen reaalihintojen nousu on ollut voimakasta, mutta se pysyy tulostaulun kynnysarvon rajoissa. Työttömyys on pysynyt alhaisella tasolla.

*Kuvio A15: **Yksikkötyökustannusten hajotelma***



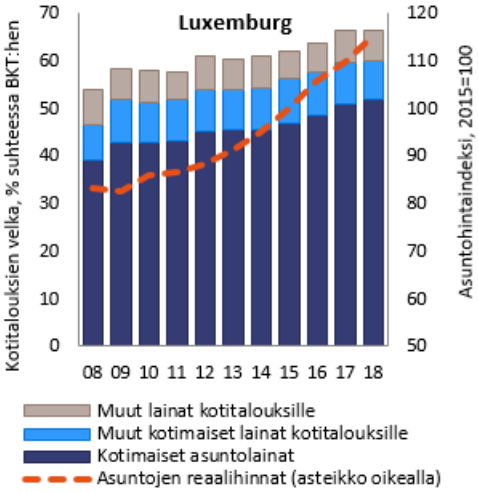
Lähde: komission yksiköt

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kustannuskilpailukykyyn liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan tässä vaiheessa hallinnassa. Komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Luxemburg: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Luxemburgilla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa yksityisen sektorin velka ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Ulkoiselle rahoitusasemalle ovat ominaista melko vakaat vaihtotaseen ylijäämät ja positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema. Vientimarkkinaosuuksien kumulatiivinen kasvu on supistunut, kun taas yksikkötyökustannusten kasvu on ollut suhteellisen voimakasta. Asuntojen reaalihinnat ovat usean peräkkäisen vuoden ajan nousseet suhteellisen nopeasti, ja niihin on syytä kiinnittää erityistä huomiota. Asuntojen hintojen nousua vahvistavat dynaamiset työmarkkinat yhdessä suurten nettomääräisten maahanmuuttovirtojen ja suotuisten rahoitusehtojen kanssa, kun taas tarjonta on pysynyt suhteellisen rajallisena. Yrityssektorin suuri velkaantuneisuus liittyy pääasiassa rajat ylittäviin konsernilainoihin. Kotitalouksien velka, joka on enimmäkseen asuntovelkaa, on noussut suhteellisen

*Kuvio A16: **Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



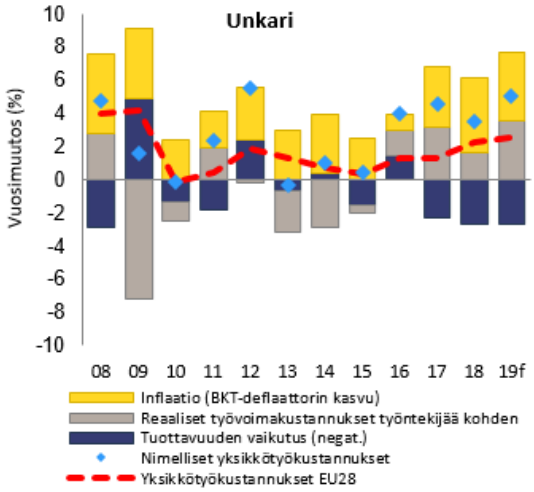
Lähde: Eurostat ja EKP

korkealle tasolle asuntojen hintojen nousun vuoksi. Pankkisektorin vakaus lieventää rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. Lisäksi työmarkkinat ovat vahvat, sillä työpaikkojen luominen on vahvaa ja työttömyys on vakiintunut suhteellisen alhaiselle tasolle. Julkisen velan määrä on edelleen erittäin pieni.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat asuntojen hintojen nousuun ja kotitalouksien velkaan liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan tässä vaiheessa hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Unkari: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Unkarilla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, yksikkötyökustannusten kasvu, asuntojen reaalihintojen nousu ja julkinen velka.

Kuvio A17: ***Yksikkötyökustannusten hajotelma***



Lähde: komission yksiköt

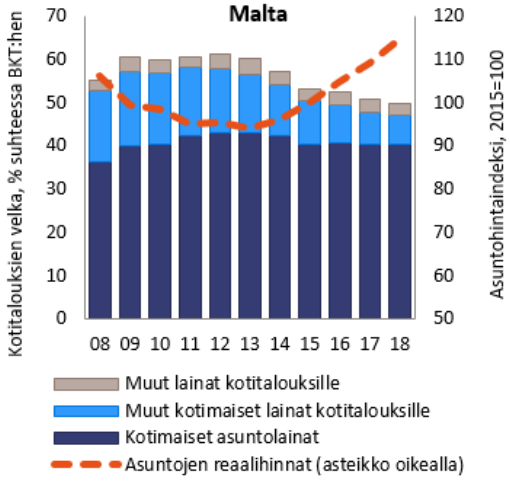
Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on parantunut jatkuvasti, mutta vaihtotaseen ylijäämä pienenee tuonnin voimakkaan kasvun vuoksi. Kotimaisista kysyntäpaineista johtuviin riskeihin on syytä kiinnittää huomiota. Yksikkötyökustannusten kasvu on ollut hyvin dynaamista, sillä tuottavuuden kasvu on suuria palkankorotuksia hitaampaa. Tähän ovat vaikuttaneet kireät työmarkkinat ja hallinnolliset toimenpiteet. Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin vahvistumista on tähän asti lieventänyt valuutan nimellisarvon asteittainen heikkeneminen. Autoteollisuudessa ja sen arvoketjussa esiintyneet tilapäiset häiriöt ovat kuitenkin pysäyttäneet vientimarkkinaosuuden kasvun viime vuosina, ja alan merkittävä rooli voi muodostaa riskin pitkällä aikavälillä. Asuntojen reaalihinnat nousivat edelleen nopeasti. Uusi luotonanto on lisääntymässä, mutta yksityinen velka suhteessa BKT:hen pienenee edelleen aiemmin kertyneiden velkakantojen asteittaisen kuolettamisen vuoksi. Julkinen velka vähenee vain hitaasti viime vuosien myötäsyklisen finanssipolitiikan virityksen vuoksi. Työttömyys väheni entisestään vuonna 2018, sillä työmarkkinat ovat pysyneet kireinä.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat yksikkötyökustannuksiin, asuntomarkkinoihin ja autoteollisuudelle altistumisesta mahdollisesti aiheutuviin riskeihin liittyvät kysymykset. Lyhyen aikavälin riskit näyttävät kuitenkin olevan hallinnassa. Tästä syystä komissio seuraa edelleen tilannetta mutta ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Malta: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Maltalla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa vaihtotaseen ylijäämää kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Vaihtotaseen ylijäämä pysyi vuonna 2018 erittäin korkealla tasolla kuten vuonna 2017. Ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni hieman, mutta se on edelleen vahvasti positiivinen, mikä johtuu kansainvälisesti suuntautuneesta rahoitusliiketoiminnasta ja verkkopelaamiseen liittyvästä toiminnasta. Maltillinen palkkakehitys on tärkein syy nimellisten yksikkötyökustannusten vaimeana jatkuvaan kasvuun. Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui hieman. Yksityisen sektorin velka supistui edelleen vuonna 2018 pääasiassa nimellisen BKT:n vahvan kasvun seurauksena. Luottovirta rahoitusalan ulkopuoliselle sektorille on kasvussa, mutta kotitalouksille suunnatut luotot pysyivät jokseenkin vakaina vuoteen 2018 asti. Julkinen velka suhteessa BKT:hen supistui edelleen. Asuntohintojen tasainen nousu kiihtyi hieman vuonna 2018, mutta vielä ei ole johdonmukaisia merkkejä yliarvostuksesta. Rahoitusalan velat vähenivät vuonna 2018, eikä pankkisektorilla ole selviä merkkejä epävakaudesta, kun otetaan huomioon nykyiset pääomapuskurit. Työmarkkinat toimivat edelleen hyvin ja työttömyys, myös pitkäaikaistyöttömyys, vähenee ja työvoimaosuudet kasvavat.

Kuvio A18: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



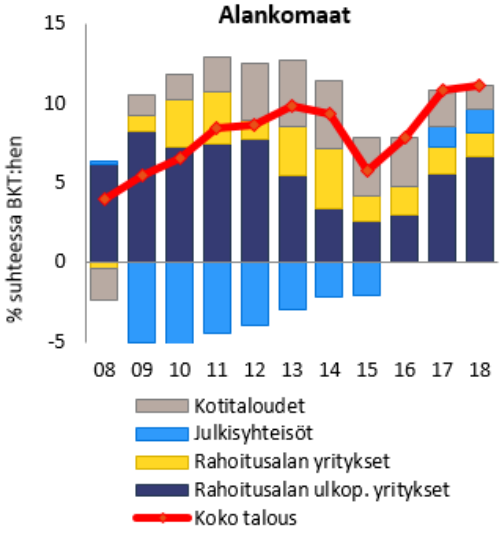
Lähde: Eurostat ja EKP

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat erittäin ylijäämäinen vaihtotase ja suhteellisen dynaaminen asuntojen hintojen nousu, mutta riskit näyttävät tässä vaiheessa olevan hallinnassa. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Alankomaat: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Alankomailla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti yksityisen velan suureen määrään ja vaihtotaseen suureen ylijäämään. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotase, yksityisen sektorin velka ja asuntojen reaalihintojen nousu.

Vaihtotaseen ylijäämä on erittäin suuri ja pysyttelee edelleen selvästi ohjeellisen kynnysarvon yläpuolella. Kaikki talouden sektorit – kotitaloudet, julkisyhteisöt ja yritykset – vaikuttavat ylijäämään. Viime vuosina sen kasvu on johtunut pääasiassa rahoitusalan ulkopuolisista yrityksistä, joiden säästöylijäämä oli seurausta niiden melko hyvästä kannattavuudesta ja suhteellisesti tarkasteltuna matalasta kotimaisesta investointiasteesta. Yksikkötyökustannusten kasvu on ollut hillittyä, sillä palkkojen nousu on kiihtymisestä huolimatta edelleen maltillista ja tuottavuuden kasvu puolestaan on pysähtynyt. Yksityinen velka suhteessa BKT:hen supistuu edelleen vähitellen, mutta ylittää vieläkin selvästi tulostaulun kynnysarvon. Yritysten suuri velka johtuu pääasiassa monikansallisten yritysten konsernilainoista. Etenkin kotitalouksilla on runsaasti

Kuvio A19: ***Nettoluotonanto/-otto sektoreittain***



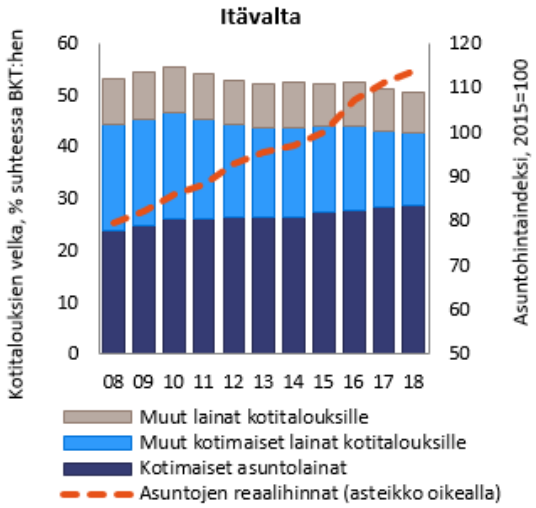
Lähde: Eurostat

velkaa. Tämä johtuu pääasiassa omistusasuntojen kiinnelainojen suotuisasta verokohtelusta ja huonosti toimivista vuokramarkkinoista. Kotitalouksien velka suhteessa BKT:hen on laskusuunnassa, mutta nimellinen velka kasvoi edelleen vuonna 2018, koska asuntomarkkinoiden vahva elpyminen kiihtyi entisestään. Tämän seurauksena asuntojen reaalihintojen nousu kiihtyi vuonna 2018 ja ylitti tulostaulun kynnysarvon. Julkisen sektorin velkasuhde on suhteellisen alhainen ja laskusuunnassa. Työttömyys on myös vähentynyt työllisyyden voimakkaan kasvun myötä.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät kotitalouksien suureen velkaan, joka on yhteydessä asuntomarkkinoihin, ja suureen kotimaiseen säästöylijäämään. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Itävalta: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Itävallalla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa julkinen velka ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Kuvio A20: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

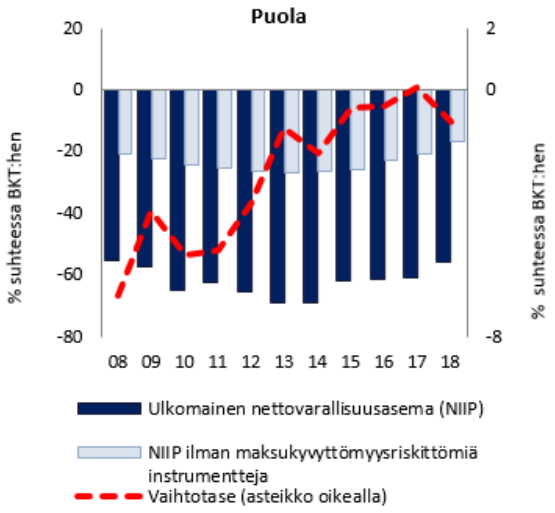
Vaihtotaseen ylijäämä pysyi maltillisena ja jokseenkin vakaana vuonna 2018, ja ulkomainen nettovarallisuusasema pysyi juuri ja juuri positiivisena. Vientimarkkinaosuudet kasvoivat jonkin verran. Yksikkötyökustannukset kasvoivat palkkojen noustessa työn tuottavuutta voimakkaammin, mutta ne pysyivät yleisesti ottaen suhteellisen maltillisina. Asuntojen reaalihinnat jatkoivat nousuaan, mutta kasvu hidastui entisestään. Tämä edellyttää seurantaa, vaikka hintojen nousu ei näytä perustuvan luotonantoon. Sekä yritysten että kotitalouksien velkasuhteet supistuvat edelleen. Myös julkisen velan supistuminen jatkui vahvan talouskasvun ja kansallistettujen rahoituslaitosten omaisuuserien käynnissä olevan purkamisen seurauksena. Pankkisektorin tilanne parani edelleen osittain myös Itävallan naapurimaiden elpymisen seurauksena. Työttömyysaste laski merkittävästi suotuisan taloustilanteen ja työllisyyden voimakkaan kasvun myötä.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat asuntosektoriin liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Puola: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Puolalla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa ulkomainen nettovarallisuusasema ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Vaihtotase kääntyi pienestä ylijäämästä vuonna 2017 hienoiseen alijäämään vuonna 2018, kun taas negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema supistui selvästi mutta pysyi kuitenkin kynnysarvon yläpuolella. Ulkoiset haavoittuvuustekijät pysyvät hallinnassa, koska suurin osa ulkomaisesta velasta on suoria ulkomaisia sijoituksia. Vientimarkkinaosuudet kasvoivat vuonna 2018. Nimelliset yksikkötyökustannukset nousivat verkkaiseen tahtiin, sillä tuottavuuden voimakas kasvu tasapainotti suuria palkankorotuksia. Asuntojen hintojen nousu kiihtyi vuonna 2018, mutta pysyi kuitenkin juuri kynnysarvon alapuolella. Yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen pysyi jokseenkin vakaana vuonna 2018. Julkisen talouden velka prosentteina suhteessa BKT:hen supistui edelleen tasolta, joka oli jo ennestään melko alhainen. Tämä oli seurausta nimellisen BKT:n nopeasta kasvusta ja julkisen sektorin pienestä alijäämästä. Pankkisektori on suhteellisen hyvin pääomitettu, likvidi ja kannattava, vaikka ulkomaanvaluutan määräisten lainojen supistuva mutta edelleen suuri määrä muodostaa vieläkin haavoittuvuustekijän. Työmarkkinatilanne säilyi suotuisana, minkä seurauksena työttömyysaste laski edelleen hyvin alhaiselle tasolle.

*Kuvio A21: **Ulkomainen nettovarallisuusasema ja vaihtotase***

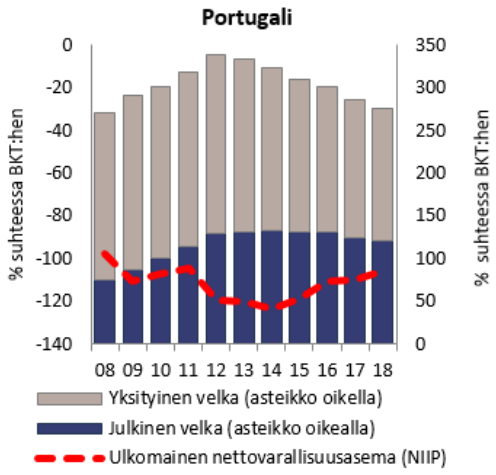


Lähde: komission yksiköt

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan liittyvät kysymykset, mutta riskit ovat vähäisiä. Näin ollen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Portugali: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Portugalilla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti suureen ulkomaiseen nettovelkaan, yksityiseen ja julkiseen velkaan sekä järjestämättömien lainojen suureen osuuteen tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on vähäistä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, julkinen velka, yksityinen velka ja asuntojen reaalihintojen nousu.

*Kuvio A22: **NIIP, yksityinen velka ja julkinen velka***



Lähde: Eurostat

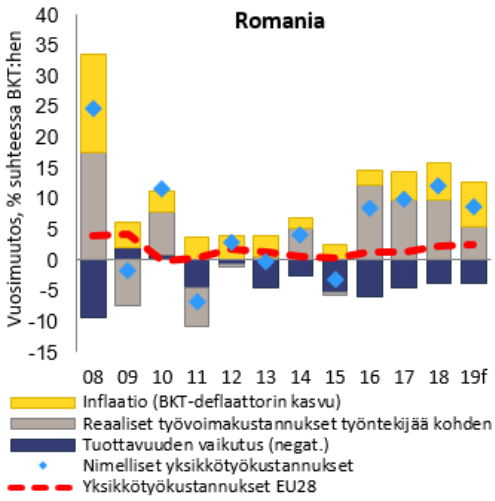
Ulkoinen rahoitusasema on haavoittuva, koska ulkomainen nettovarallisuusasema on erittäin negatiivinen ja sopeutusvauhti hyvin hidas samalla kun vaihtotase on heikentynyt. Hintakilpailukyky on heikentynyt hieman viime vuosina yksikkötyökustannusten nousun vuoksi. Samaan aikaan viejät kasvattavat edelleen markkinaosuuksiaan, joskin hidastuvaan tahtiin. Työn tuottavuus on edelleen alhainen, ja sen ennustetaan paranevan vain marginaalisesti tulevina vuosina. Tämä haittaa euroalueen edistyneempien talouksien kiinnikuromista.

Yksityisen sektorin velan vähentäminen jatkuu, mutta sekä yritysten että kotitalouksien velkaantumisasteet ovat suhteellisen korkeat. Julkinen velka on edelleen erittäin suuri, mutta sen ennustetaan pysyvän asteittain laskevalla uralla. Pankkisektori on muuttumassa kestävämmäksi, vaikka järjestämättömien lainojen määrä on edelleen huolestuttava huolimatta niiden merkittävästä vähenemisestä vuosina 2017 ja 2018. Asuntojen hinnat nousevat edelleen voimakkaasti ja nousu on nopeutunut, erityisesti matkailuun liittyvän toiminnan vaikutuspiirissä olevilla markkinasegmenteillä. Asuntolainakanta on kuitenkin melko vakaa, ja rakennustoiminta on vähitellen kuromassa kiinni kysyntää. Työmarkkinat ovat edelleen kohentuneet, ja työttömyysaste on nyt kynnysarvon alapuolella.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät varantomuuttujien epätasapainoon, erityisesti ulkomaiseen, julkiseen ja yksityiseen velkaan, pankkisektorin haavoittuvuustekijöihin sekä tuottavuuden heikkoon kasvuun. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Romania: Komissio päätteli helmikuussa 2019, että Romanialla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti kustannuskilpailukyvyn heikkenemisen riskiin, ulkoisen rahoitusaseman jatkuvaan heikkenemiseen ja rahoitusvakauteen kohdistuviin riskeihin. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat kaksi indikaattoria ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema ja nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu.

Kuvio A23: ***Yksikkötyökustannusten hajotelma***



Lähde: komission yksiköt

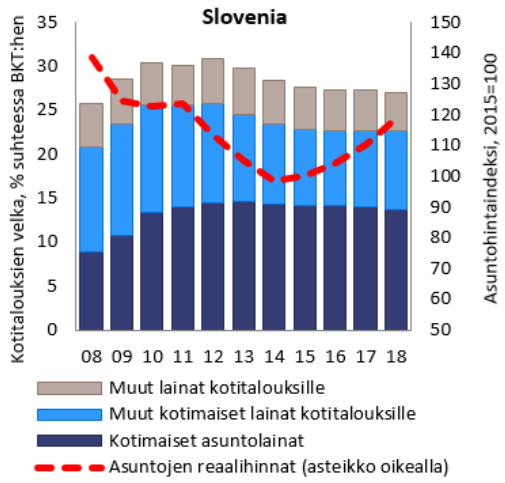
Suuri vaihtotaseen alijäämä kasvoi edelleen vuonna 2018 runsaan tuonnin ja viennin kasvun hidastumisen vuoksi. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka koostuu pääasiassa suorista ulkomaisista sijoituksista, parani vuonna 2018 nimellisen BKT:n vahvan kasvun tukemana. Vientimenestys säilyi hyvänä vuonna 2018, ja vientimarkkinaosuudet kasvoivat edelleen. Yksikkötyökustannusten kasvu sen sijaan kiihtyi jyrkästi vuonna 2018 palkkojen voimakkaan nousun seurauksena etenkin julkisella sektorilla. Aiempien tietojen mukaan palkkojen nousu julkisella sektorilla todennäköisesti heijastuu yksityiselle sektorille, mikä voi johtaa kustannuskilpailukyvyn heikkenemiseen. Yksityistä velkaa on vähän ja sen määrä supistuu edelleen samalla kun yksityissektorille suuntautuvan luotonannon kasvu on vaimeaa. Liiketoimintaympäristöön vaikuttavat toistuvat ja ennakoimattomat lainsäädännön muutokset, jotka hyväksytään usein ilman vaikutustenarviointia tai sidosryhmien kuulemista. Julkisen talouden velkasuhde on suhteellisen pieni, mutta se ei enää supistu. Asuntomarkkinoilla asuntojen reaalihintojen nousun hidastuminen jatkui vuonna 2018, ja nousu on edelleen maltillista. Pankit ovat hyvin pääomitettuja ja likvidejä. Aiemmasta lainsäädännöstä rahoitusvakaudelle aiheutuvat riskit näyttävät laantuneen, vaikka politiikan ja lainsäädännön epävakaus on edelleen ongelma. Työttömyysaste laski vuonna 2018, mikä kuvastaa työmarkkinoiden jatkuvaa kiristymistä. Työvoimaosuus puolestaan parani edelleen, vaikka se onkin hyvin alhaisella tasolla.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat voimakkaasti nouseviin yksikkötyökustannuksiin ja heikkenevään ulkoiseen rahoitusasemaan liittyvät kysymykset. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös

ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Slovenia: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Slovenialla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: julkisen sektorin velka ja asuntojen hintojen nousu.

Kuvio A24: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotase on edelleen voimakkaasti ylijäämäinen, mikä osaltaan kaventaa negatiivista ulkomaista nettovarallisuusasemaa. Palkankorotukset ovat olleet suhteellisen pieniä ja työn tuottavuus on parantunut, mikä on johtanut yksikkötyökustannusten maltilliseen kasvuun samalla kun vientimarkkinaosuuksien kasvu on jatkunut. Yksityisen sektorin velkaa on melko vähän ja sen määrä on laskusuunnassa. Yksityiselle sektorille suuntautuvan luotonannon kasvu kääntyi positiiviseksi vuonna 2017, mutta se on edelleen vaimeaa. Investoinnit jäävät alle EU:n keskiarvon, erityisesti asuntorakentamisen osalta. Asuntojen hintojen nousu on edelleen voimakasta, sillä tarjonta on puutteellista. Tähän on syytä kiinnittää huomiota. Julkisen sektorin velkasuhde on korkea, mutta se on vankasti laskusuunnassa. Ennustetut ikääntymisestä aiheutuvat kustannukset aiheuttavat kuitenkin paineita julkisen talouden kestävyydelle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Pankkisektori on vakaa, ja järjestämättömien lainojen osuus on edelleen laskusuunnassa. Työmarkkinoilla työttömyys vähenee edelleen, ja työvoimaosuus on ennätyksellisen korkea.

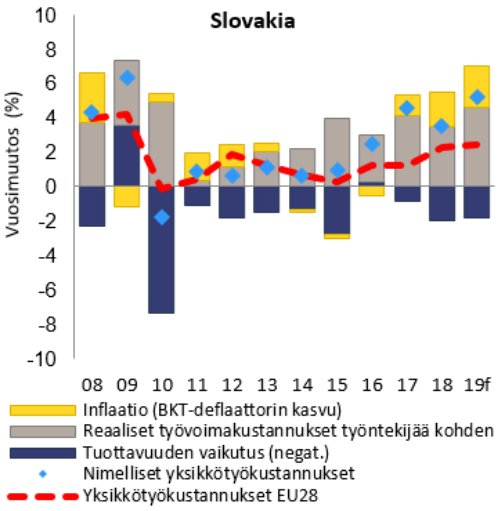
Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat pääasiassa julkisen talouden kestävyyteen ja asuntojen hintojen nousuun liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan tässä vaiheessa hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Slovakia: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Slovakialla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema ja nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu.

Vaihtotaseen alijäämä kasvoi jonkin verran vuonna 2018, mutta se on yhä maltillinen. Ulkomainen nettovarallisuusasema on erittäin negatiivinen mutta vakaa, ja riskit ovat vähäisiä, kun otetaan huomioon EU:hun suuntautuvien ulkomaisten suorien sijoitusten suuri määrä, joka johtuu autoteollisuuden laajentumisesta ja rahoitusalasta. Autoteollisuudessa esiintyvät tilapäiset häiriöt ja alan merkittävä rooli voivat kuitenkin muodostaa riskin pitkällä aikavälillä. Vientimarkkinaosuudet kasvoivat jonkin verran, ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui hieman vuosien ajan maltillisena jatkuneen kehityksen jälkeen. Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu kiihtyi huomattavasti seurauksena palkkojen voimakkaasta noususta erittäin kireillä työmarkkinoilla ja

merkittävästä työvoimapulasta. Se ylittää nyt kynnysarvon. Asuntojen hinnat nousivat huomattavasti vuonna 2018, mutta yliarvostuksesta ei näy vielä merkkejä. Vilkkaat asuntomarkkinat ovat vaikuttaneet kotitalouksien velan jatkuvaan kasvuun, mutta velan lähtötaso on kuitenkin suhteellisen alhainen. Suureksi osaksi ulkomaisessa omistuksessa oleva pankkisektori on hyvin pääomitettu. Kokonaistyöttömyysaste ja pitkäaikaistyöttömyysaste ovat laskeneet edelleen samalla kun työvoimaosuus on kasvanut.

*Kuvio A25: **Yksikkötyökustannusten hajotelma***

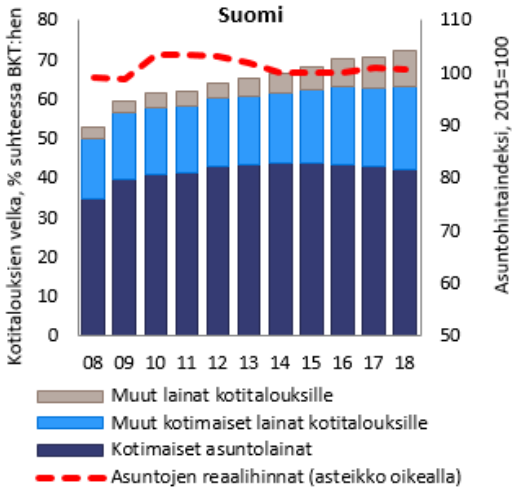


Lähde: komission yksiköt

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat ulkoiseen kestävyyteen, kotimaisiin palkkapaineisiin ja autoteollisuudelle altistumisesta mahdollisesti aiheutuviin riskeihin liittyvät kysymykset. Lyhyen aikavälin riskit näyttävät kuitenkin olevan hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Suomi: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Suomella *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: yksityisen sektorin velka ja rahoitusalan kokonaisvastuiden muutos.

*Kuvio A26: **Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



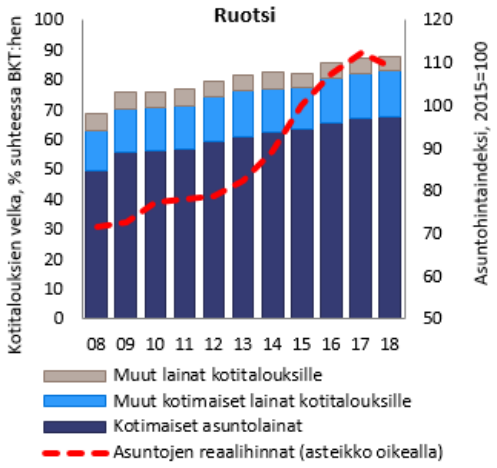
Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotaseen alijäämä kasvoi vuonna 2018, kun kauppatase kääntyi negatiiviseksi. Ulkomainen nettovarallisuusasema puolestaan on tasapainoinen. Vientimarkkinaosuudet elpyivät jo kolmatta peräkkäistä vuotta, mikä vähensi kumulatiivisia tappioita. Yksikkötyökustannukset kasvoivat vuonna 2018, ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui hieman. Yleisesti ottaen kehitys on kuitenkin pysynyt kurissa. Julkinen velka supistui entisestään, sillä BKT:n kasvu oli velan kasvua nopeampaa. Julkinen velka on nyt kynnysarvon alapuolella. Yksityinen velka on edelleen suuri, mutta se vähenee hitaasti. Suotuisat luottoehdot ja alhaiset korot tukevat edelleen yksityisen luotonoton kasvua, vaikka luotonoton kasvu hidastuikin vuonna 2018. Kotitalouksien velkasuhde on suhteellisen suuri, ja se on edelleen lievällä kasvu-uralla. Asuntojen reaalihinnat pysyivät vakaina vuonna 2018. Asuntolainojen vaimea kasvu ja uusien rakennuslupien väheneminen pienentävät kotitalouksien velan kestävyyteen kohdistuvia riskejä. Rahoitusala on hyvin pääomitettu, mikä rajoittaa rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. Pankkialan kokonaisvarojen ja -velkojen suuri kasvu vuoden 2018 lopussa johtui siitä, että yksi pankki siirsi pääkonttorinsa Ruotsista Suomeen. Sekä työllisyys että työttömyys paranivat voimakkaasti vuonna 2018, mutta paraneminen todennäköisesti hidastuu. Pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyysasteet laskivat vuonna 2018.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat yksityisen sektorin velkaan liittyvät sitkeät haasteet, mutta riskit ovat edelleen vähäisiä. Komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Ruotsi: Komissio päätteli maaliskuussa 2019, että Ruotsilla oli *makrotalouden epätasapainoja*, jotka liittyivät erityisesti asuntojen hintojen yliarvostukseen, johon yhdistyy kotitalouksien velan jatkuva lisääntyminen. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: yksityisen sektorin velka ja vientimarkkinaosuudet.

Kuvio A27: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

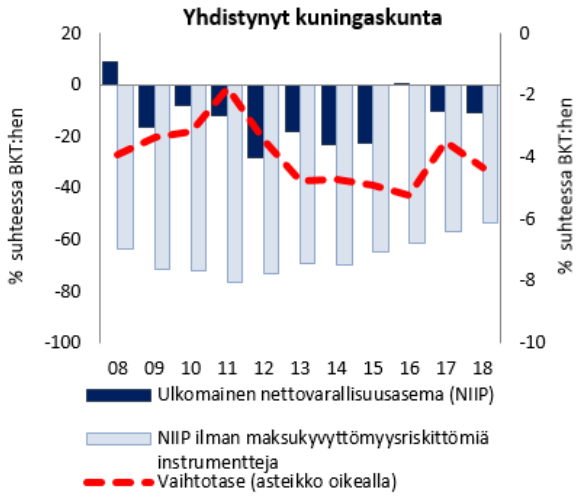
Vaihtotaseen ylijäämän laskeva suuntaus jatkui vuonna 2018, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema kasvoi ja on nyt selvästi positiivinen. Vientimarkkinaosuuksien menetykset kasvoivat vuonna 2018, ja indikaattori on nyt kynnysarvon yläpuolella. Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu on kiihtynyt, kun taas reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on heikentynyt kruunun arvon alenemisen vuoksi. Yksityisen sektorin velka on suuri, ja se muodostuu pääasiassa asuntolainoihin liittyvästä kotitalouksien velasta. Vuonna 2018 kotitalouksien velka kasvoi edelleen hieman. Asuntojen hinnat laskivat vuoden 2017 lopussa, mutta pysyivät vakaina vuonna 2018, mikä merkitsee vuositasolla negatiivista kasvua vuonna 2018. Asuntojen hinnat ovat kaiken kaikkiaan erittäin korkeita, ja yliarvostuksesta on merkkejä. Asuntojen hinnat ja kotitalouksien velkaantuneisuus viittaavat makrotalouden vakauteen kohdistuviin riskeihin. Omistusasumisen suotuisa verokohtelu, hyvin alhaiset asuntolainakorot ja asuntoluottomarkkinoiden erityispiirteet sekä tarjontapuolen rajoitukset nostavat asuntojen hintoja ja kasvattavat kotitalouksien velkaantuneisuutta. Pankkijärjestelmän riskit vaikuttavat olevan hallinnassa, sillä varojen laatu ja sektorin kannattavuus sekä kotitalouksien taloudellinen tilanne on yleisesti ottaen hyvä. Lisäksi makrovakauspolitiikkaa on tiukennettu. Vuonna 2018 työmarkkinat kohentuivat edelleen ja työttömyys väheni, mutta viimeaikainen kehitys osoittaa tilanteen heikentyvän.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat suureen yksityiseen velkaan ja asuntosektoriin liittyvät kysymykset. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Yhdistynyt kuningaskunta: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Yhdistyneellä kuningaskunnalla *ei* havaittu *makrotalouden epätasapainoja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotaseen alijäämä, reaalinen efektiivinen valuuttakurssi sekä yksityinen ja julkinen velka.

Jo ennestään huomattava vaihtotaseen alijäämä kasvoi vuonna 2018 ja aiheutti mittavia ulkoisia rahoitustarpeita. Palvelukaupan ylijäämä tasoitti vain osittain tavarakaupan suurta alijäämää ja tulonsiirtojen ja sijoitustulojen pienempää alijäämää. Jatkuvista vaihtotaseen alijäämistä huolimatta ulkomainen nettovarallisuusasema on lähellä tasapainoa, mikä on osittain myös vuonna 2016 tapahtuneen Englannin punnan heikkenemisen ansiota. Kaupan nettomääräinen reaktio reaalisen efektiivisen valuuttakurssin heikkenemiseen ja siihen liittyvään hintakilpailukyvyn paranemiseen on kuitenkin ollut pettymys, ja vientimarkkinaosuudet ovat viime aikoina pienentyneet. Kriisin jälkeisen maltillisen velkavivun purkamisen jälkeen yksityisen sektorin velkasuhde on nyt vakiintunut korkealle tasolle. Erityisesti kotitalouksien velan määrä on yhä suuri, ja sitä on edelleen seurattava tiiviisti. Asuntojen reaalihinnat ovat tasoittuneet, vaikkakin korkealle tasolle. Julkisen velan määrä on suuri ja pitkälti vakaa. Työttömyys on edelleen alhaisella tasolla työllisyyden voimakkaan kasvun ansiosta, mutta investoinnit ja työn tuottavuus ovat edelleen heikkoja.

Kuvio A28: ***NIIP ja vaihtotase***



Lähde: komission yksiköt

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousee joitakin kysymyksiä, jotka liittyvät talouden ulkoiseen puoleen ja yksityiseen velkaan. Niistä näyttää aiheutuvan riskejä, jotka uhkaavat vakautta lyhyellä aikavälillä vain vähän. Komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Taulukko 1.1: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulu vuodelta 2018

	Ulkoinen epätasapaino ja kilpailukyky					Sisäinen epätasapaino						Työllisyysindikaattorit[1]		
Vuosi 2018	**Vaihtotase, % suhteessa BKT:hen** (3 vuoden keskiarvo)	**Ulkomainen nettovarallisuus-asema** (% suhteessa BKT:hen)	**Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi - 42 kauppa-kumppania, YKHI-deflaattori** (3 vuoden %-muutos)	**Vienti-markkina-osuus, % maailman viennistä** (5 vuoden %-muutos)	**Nimellinen yksikkötyö-kustannus-indeksi (2010=100)** (3 vuoden %-muutos)	**Deflatoitu asuntohinta-indeksi (2015=100)** (1 vuoden %-muutos)	**Luottovirrat yksityis-sektorille, konsolidoitu** (% suhteessa BKT:hen)	**Yksityinen velka, konsolidoitu** (% suhteessa BKT:hen)	**Julkis-yhteisöjen bruttovelka** (% suhteessa BKT:hen)	**Työttömyys-aste** (3 vuoden keskiarvo)	**Rahoitusalan kaikki vastuut, konsolidoi-maton** (1 vuoden %-muutos)	**Työvoimaosuus, % 15-64-vuotiaista** (3 vuoden muutos, prosenttiyksikköä)	**Pitkäaikais-työttömyysaste, % 15-74-vuotiaasta työvoimasta** (3 vuoden muutos, prosenttiyksikköä)	**Nuoriso-työttömyysaste, % 15-24-vuotiaasta työvoimasta** (3 vuoden muutos, prosenttiyksikköä)
Kynnysarvot	-4/6 %	-35 %	±5 % (euroalue) ±11 % (ei-euroalue)	-6 %	9 % (euroalue) 12 % (ei-euroalue)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 prosenttiyks.	0,5 prosenttiyks.	2 prosenttiyks.
BE	0.3	41.3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0b	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3p	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1p	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4p	1.3e	-1.1p	115.3p	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7p	5.3	0.4p	133.5p	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4p	1.5	7.9p	148.9p	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4d	4.6	2.3p	94.0p	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4p	0.2	8.4p	282.6p	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2b	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1p	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0p	7.4	4.5p	241.6p	52.4	4.9	-3.3p	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1p	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3p	8.9	-0.1p	154.3p	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6p	1.8	1.9p	47.8p	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9e	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

Varjostetut arvot saavuttavat kynnysarvon tai ylittävät sen. Merkintöjen selitykset: b: katkos aikasarjassa; d: määritelmäero; e: arvio; p: alustava.

1) Työllisyysindikaattoreiden osalta ks. varoitusmekanismia koskevan vuoden 2016 kertomuksen sivu 2. 2) Asuntohintaindeksi e = lähteenä Kreikan keskuspankki. 3) Kroatian nimellinen yksikkötyökustannusindeksi d: työllisyystiedoissa käytetään kansallista käsitettä kotimaan käsitteen sijasta. 4) Belgian työttömyysaste: tiedonkeruumenetelmiä on tarkistettu. 5) Slovakian rahoitusalan kaikissa vastuissa johdannaiset on arvioitu.
Lähde: Euroopan komissio, Eurostat ja talouden ja rahoituksen pääosasto (reaalisen efektiivisen valuuttakurssin osalta), ja Kansainvälinen valuuttarahasto, IMF WEO -raportti (tavaroiden ja palvelujen maailmanlaajuisen viennin volyymin osalta).

Taulukko 2.1: Lisäindikaattorit vuonna 2018

Vuosi 2018	Reaalinen BKT (1 vuoden %-muutos)	Kiinteän pääoman bruttomuodostus (% suhteessa BKT:hen)	Kotimaiset T&K-bruttomenot (% suhteessa BKT:hen)	Vaihto- ja pääomatase (nettoluotonanto/-otto) (% suhteessa BKT:hen)	Ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (% suhteessa BKT:hen)	Suorat ulkomaiset sijoitukset tilastoivaan talouteen - virtatiedot (% suhteessa BKT:hen)	Suorat ulkomaiset sijoitukset tilastoivaan talouteen - kantatiedot (% suhteessa BKT:hen)	Energiatuotekaupan nettotase (% suhteessa BKT:hen)	Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi - euro-alueen kauppakumppanit (3 vuoden %-muutos)	Vientitulos suhteessa kehittyneisiin talouksiin (5 vuoden %-muutos)	Vaihtosuhde (5 vuoden %-muutos)	Vientimarkkinaosuudet, volyymi (1 vuoden %-muutos)	Työn tuottavuus (1 vuoden %-muutos)	Koti- ja ulkomaisten yksiköiden järjestämättömien lainojen bruttomäärä (% lainojen bruttomäärästä)	Yksikkötyökustannukset suhteessa euroalueeseen (10 vuoden %-muutos)	Nimellinen asuntohintaindeksi (2015=100) (3 vuoden %-muutos)	Asuntorakentaminen (% suhteessa BKT:hen)	Kotitalouksien velka, konsolidoitu (ml. KPVTY:t, % suhteessa BKT:hen)	Pankkisektorin kondolidoitu velkaantuminen, koti- ja ulkomaiset yksiköt (varat yht. / pääoma yht.)
BE	1.5	23.8	na	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3p	0.7	9.4p	5.8	60.9	13.1p
BG	3.1	18.8	0.8p	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2p	7.7p	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5p
CZ	3.0	25.5	1.9p	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1p	5.0	30.0p	4.0	32.3	12.5p
DK	1.5	22.4	3.1p	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3p	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4p
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4p	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9p
EE	4.8	23.9	1.4p	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3p	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9p
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5p	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7p
EL	1.9p	11.1p	1.2p	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4p	-1.5	4.7	3.6p	5.3p	0.2p	41.6p	-15.1	-1.9e	0.7p	56.5	11.5p
ES	2.4p	19.4p	na	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1p	-0.2	2.5	-2.3p	-1.2p	0.1p	3.7p	-14.5	18.6	5.3p	59.0	13.6p
FR	1.7p	22.9p	na	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9p	-0.1	-2.2	2.8p	0.1p	0.7p	2.7p	-0.3	7.2	6.4p	60.0	15.3p
HR	2.6p	20.1p	na	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2p	1.2	20.5	1.8p	4.0p	0.8d	7.3p	-15.5	11.1	na	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	na	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4p	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1p
CY	4.1p	19.1p	na	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2p	-3.2	14.2	1.4p	1.2p	0.0p	20.2p	-9.7	4.4	5.8p	97.0	14.1p
LV	4.6	22.5	0.6p	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3p	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8p
LT	3.6	20.5	0.9p	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6p	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4p
LU	3.1	16.8	na	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8p	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6p
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3p	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4p
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1p	4.5	17.5p	5.2	49.4	12.1p
NL	2.6p	20.3p	na	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5p	-0.8	-0.4	1.1p	0.3p	0.1p	1.9p	-1.8	23.6	4.8p	102.4p	16.1p
AT	2.4	23.9	3.2p	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6p	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4p
PL	5.1	18.2	1.2p	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8p	6.2p	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3p
PT	2.4p	17.6p	1.4p	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5p	-0.3	7.2	4.8p	0.4p	0.1p	9.4p	-6.6	29.0	3.0p	66.9	11.0p
RO	4.0p	21.2p	na	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6p	-4.1	21.2	5.3p	2.0p	3.7p	5.3p	25.9	18.6	3.5p	16.0	9.3p
SI	4.1	19.2	2.0p	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0p	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2p
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2p	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5p
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5p	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1p
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0p	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8p
UK	1.4	17.0	na	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2p	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3p

Merkintöjen selitykset: d: määritelmäero; e: arvio; p: alustava.

1) Kotimaisia T&K-bruttomenoja koskevien vuoden 2018 tietojen toimittamisen määräaika oli 31. lokakuuta 2019. Tiedot poimittiin 25. lokakuuta 2019. 2) Asuntohintaindeksi e = lähteenä Kreikan keskuspankki. 3) Kroatian työn tuottavuus d: työllisyystiedoissa käytetään kansallista käsitettä kotimaan käsitteen sijasta.

Lähde: Euroopan komission, Eurostat ja talouden ja rahoituksen pääosasto (reaalisen efektiivisen valuuttakurssin osalta), Euroopan keskuspankki (koti- ja ulkomaisten yksiköiden järjestämättömien lainojen bruttomäärän ja pankkisektorin konsolidoidun velkaantumisen osalta), ja Kansainvälinen valuuttarahasto, IMF WEO -raportti (tavaroiden ja palvelujen maailmanlaajuisen viennin volyymin osalta).

Taulukko 2.1 (jatkoa): Lisäindikaattorit vuonna 2018

Vuosi 2018	Työllisyysaste (1 vuoden %-muutos)	Työvoimaosuus, % 15-64-vuotiaista (%)	Pitkäaikais-työttömyysaste, % 15-74-vuotiaasta työvoimasta (%)	Nuoriso-työttömyysaste, % 15-24-vuotiaasta työvoimasta (%)	Nuoret työn/koulutuksen ulkopuolella, % 15-24-vuotiaista		Köyhyys- tai syrjäytymisvaarassa olevat, % kokonaisväestöstä		Köyhyysuhan alaiset sosiaalisten tulonsiirtojen jälkeen, % kokonaisväestöstä		Vakavasta aineellisesta puutteesta kärsivät, % kokonaisväestöstä		Hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa elävät, % 0-59-vuotiaista	
					%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1p	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.7p	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2p	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0p	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8d	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1p	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9b	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9b	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5p	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3p	70.1	1.0	11.7	8.7b	-2.3b	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3p	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2p	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	na	na	na	na	4.6p	-1.5p	na	na

Merkintöjen selitykset: b: katkos aikasarjassa; d: määritelmäero; p: alustava.

1) Kroatian työllisyysaste, d: työllisyystiedoissa käytetään kansallista käsitettä kotimaan käsitteen sijasta. 2) Nuoret työn/koulutuksen ulkopuolella Puolan osalta: muutoksia painotusmenetelmässä. 3) Tulo- ja elinoloindikaattoreita (EU-SILC) koskevien vuoden 2018 tietojen toimittamisen määräaika oli 30. marraskuuta 2019. Tiedot poimittiin 25. lokakuuta 2019.

Lähde: Euroopan komissio, Eurostat