EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 24.11.2021
COM(2021) 741 final

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE, NEUVOSTOLLE JA EUROOPAN TALOUS- JA SOSIAALIKOMITEALLE

Kertomus varoitusmekanismista - vuosi 2022

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

{SWD(2021) 361 final}

SISÄLTÖ

Tiivistelmä 2

1. Makrotaloudellinen toimintaympäristö ja epätasapainojen kehitys euroalueella 11

2. Epätasapainot, riskit ja sopeutus: kehityksen pääpiirteet eri maissa 19

2.1. Katsaus tulostaulujen tietoihin 19
2.2. Ulkoinen sektori ja kilpailukyky 21
2.3. Yksityissektorin velka ja asuntomarkkinat 33
2.4. Julkinen sektori 44
2.5. Rahoitussektori 47

3. Yhteenveto tärkeimmistä haasteista ja vaikutuksista valvontaan 53

4. Kommentit jäsenvaltioittain 57

Liite 1: Tulostaulun pääindikaattoreita koskevat ennusteet ja pikaestimaatit 110

Liite 2: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulu 112

Tällä varoitusmekanismia koskevalla kertomuksella käynnistetään yhdestoista vuotuinen makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely. Menettelyn tavoitteena on havaita, ehkäistä ja korjata epätasapainoja, jotka haittaavat jäsenvaltioiden talouksien tai EU:n talouden asianmukaista toimintaa ja saattavat vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteettoman toiminnan, sekä selvittää 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 (asetuksen (EU) N:o 1176/2011 1 ja 2 artikla).

Varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esitetty analyysi pohjautuu talouspoliittisiin päätelmiin, jotka tehdään käyttäen valittuihin indikaattoreihin perustuvaa tulostaulua sekä useita lisäindikaattoreita, analysointivälineitä, arviointikehyksiä ja muita tietoja, kuten äskettäin julkaistua dataa ja ennusteita. Tässä kertomuksessa makrotalouden vakauteen ja makrotalouden epätasapainojen kehittymiseen kohdistuvien riskien ennakoivaa arviointia on vahvistettu. Kertomukseen sisältyy myös analyysi jäsenvaltioiden makrotalouden epätasapainojen vaikutuksista koko euroalueeseen.

Tässä kertomuksessa nimetään jäsenvaltiot, joista olisi tehtävä perusteellinen tarkastelu sen arvioimiseksi, onko niissä politiikkatoimia edellyttäviä epätasapainoja (asetuksen (EU) N:o 1176/2011 5 artikla). Komissio laatii asianomaisia jäsenvaltioita koskevat perusteelliset tarkastelut ottaen huomioon Euroopan parlamentin kanssa sekä neuvostossa ja euroryhmässä varoitusmekanismista käytävät keskustelut. Perusteelliset tarkastelut julkaistaan keväällä 2022, ja ne muodostavat perustan makrotalouden epätasapainojen olemassaoloa ja vakavuutta koskevalle komission arvioinnille ja politiikan puutteiden määrittämiselle.

TIIVISTELMÄ

Tämä varoitusmekanismia koskeva kertomus on toinen, johon covid-19-pandemia vaikuttaa. Talous on elpymässä vuonna 2020 äkillisesti ja yllättäen alkaneesta kriisistä. Covid-19-pandemia aiheutti vakavuudessaan ainutlaatuisen talouskriisin. Vuoden 2020 alkupuoliskolla ilmenneiden häiriöiden jälkeen talous alkoi alkuvaiheessaan elpyä nopeasti, kun rajoittamistoimenpiteitä helpotettiin kaikkialla Euroopassa. Rokotteiden käyttöönotto muutti talousnäkymiä parempaan suuntaan. Vaikka jäsenvaltioiden välillä on edelleen eroja, työ talouden häiriön välittömistä vaikutuksista huolehtimiseksi kantaa hedelmää. Rokotteiden onnistunut käyttöönotto yhdistettynä tulokselliseen ja kohdennettuun rajoittamisstrategiaan vahvisti talouden toimeliaisuuden elpymistä keväästä 2021 alkaen. Talouspolitiikan koordinoinnissa on siirrytty luomaan perustaa vakaalle ja osallistavalle elpymiselle ja paremmalle palautumiskyvylle. Komission syksyn 2021 talousennusteen mukaan useimmat jäsenvaltiot saavuttavat kriisiä edeltäneen tuotantotasonsa vuoden 2021 loppuun mennessä, vain muutamat maat vasta ensi vuonna.

Pandemian puhjetessa useimmat epätasapainot olivat korjaantumassa suotuisan makrotalouden tilanteen vuoksi, mutta merkkejä ylikuumenemisriskistä oli nähtävillä. Talouskasvun jatkui suurimman osan viime vuosikymmentä, mikä helpotti epätasapainojen asteittaista korjaamista. Epätasapainot liittyivät yksityisen ja julkisen velan suureen määrään suhteessa BKT:hen, mikä oli seurausta sekä maailmanlaajuisesta finanssikriisistä että sitä edeltäneestä velan kasvusta. Myös suuret vaihtotaseen alijäämät tai luotonannon voimakas kasvu oli korjattu, mikä johti ulkomaisen velan asteittaiseen vähenemiseen ja pankkijärjestelmien vahvistumiseen. Viime vuosina on kasautunut haasteita ja riskejä, jotka liittyvät joidenkin sektoreiden ylikuumenemisen merkkeihin tietyissä maissa talouden jatkuvan kasvun jälkeen. Tämä koskee lähinnä asuntojen hintoja ja kustannuskilpailukykyä erityisesti maissa, joissa talouskasvu on ollut muita vahvempaa.

Pandemia keskeytti velkasuhteen supistumisen, kun taas asuntojen hinnannousu kiihtyi, mikä viittaa makrotaloudellisten riskien yleiseen pahenemiseen. Julkisen ja yksityisen sektorin suureen velkaan liittyvät epätasapainot pahenivat, mikä johtui BKT:n voimakkaasta supistumisesta ja niiden toimenpiteiden vaikutuksesta julkiseen talouteen, joita tarvittiin covid-19-kriisin ratkaisemiseen, tuotantokapasiteetin suojelemiseen ja työllisyys- ja sosiaalisten vaikutusten rajoittamiseen. Asuntojen hinnat, jotka olivat jo ennestään korkeita, ovat nousseet entisestään ja muodostavat riskin useissa maissa, erityisesti niissä, joissa asuntolainojen määrä kasvaa merkittävästi. Vahvojen vakavaraisuussuhteiden ja suurten likviditeettipuskureiden ansiosta pankit pystyivät edelleen luotottamaan taloutta. Pankkisektoriin voi kuitenkin alkaa kohdistua toisen kierroksen vaikutuksia, kun suojaavat toimenpiteet poistetaan ja pandemian pitkän aikavälin vaikutus yritysten maksukykyyn alkaa tuntua koko taloudessa. Maksutase heikkeni maissa, jotka ovat riippuvaisia ulkomaisesta matkailukysynnästä. Laajennetut tukitoimenpiteet auttoivat osaltaan hillitsemään työttömyyttä ja vakauttivat kotitalouksien tuloja. Talouden elpyessä joihinkin maihin on syntymässä työvoimapula ja kustannuspaineita, ja useissa maissa on odotettavissa huomattavaa palkkojen nousua.

Nopeat ja koordinoidut politiikkatoimet lievensivät pandemian taloudellisia vaikutuksia, ja elpymis- ja palautumistukiväline tarjoaa ainutlaatuisen mahdollisuuden selviytyä kriisistä vahvempana. Vakaus- ja kasvusopimuksen yleinen poikkeuslauseke aktivoitiin heti pandemian puhjettua kansallisten finanssipoliittisten toimenpiteiden tukemiseksi. Tilapäisistä valtiontukipuitteista aikaansaadun sopimuksen ansiosta jäsenvaltiot pystyivät hyödyntämään valtiontukisääntöjen mukaista joustovaraa täysimääräisesti. Eurooppalaisen hätätilasta aiheutuvien työttömyysriskien lieventämisen tilapäisen tukivälineen (SURE) avulla suojeltiin työpaikkoja. Jäsenvaltioiden hallitukset antoivat ennennäkemättömän paljon finanssi- ja politiikkatukea, ja Euroopan keskuspankki (EKP) toteutti monenlaisia toimenpiteitä rahoitusvakauden säilyttämiseksi ja rahoitusmarkkinoiden sujuvan toiminnan varmistamiseksi. Elpymisen edetessä elpymis- ja palautumissuunnitelmiin liittyvien uudistusten ja investointien täytäntöönpano auttaa edistämään kestävää elpymistä, vahvistamaan palautumiskykyä ja nopeuttamaan EU:n vihreää siirtymää ja digitaalista muutosta. Elpymis- ja palautumissuunnitelmien täytäntöönpanon kautta voidaan tukea epätasapainojen vähentämistä ja lieventää makrotaloudellisia riskejä. Suunnitelmat tarjoavat ainutlaatuisen tilaisuuden saattaa covid-19-kriisin pahiten koettelemat

jäsenvaltiot nopeammalle kasvu-uralle . Näin voidaan edistää työpaikkojen luomista, parantaa velkakestävyyttä ja tasapainottaa osaltaan Euroopan taloutta kokonaisuutena.

Tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esitetty horisontaalinen analyysi voidaan tiivistää seuraavasti:

- **Covid-19-kriisi on vaikuttanut tilapäisesti ulkoiseen rahoitusasemaan, mutta se ei pohjimmiltaan ole muuttanut vaihtotaseen kehitystä.** Maissa, joissa on merkittävä matkailusektori, vaihtotaseen alijäämä on kasvanut huomattavasti tai ylijäämä ovat pienentynyt. Tilanteen odotetaan korjaantuvan vähitellen, kun matkailu elpyy. Jotkin suurista vaihtotaseen ylijäämistä supistuivat hieman vuonna 2020, minkä myötä koko euroalueen vaihtotase on perustekijöiden mukainen. Vuoden 2021 alkupuoliskoa koskeva data osoittaa kuitenkin euroalueen vaihtotaseen ylijäämän kasvaneen selvästi lähinnä palvelutaseen kohentumisen vuoksi. Euroalueen vaihtotaseen ennustetaan palaavan vuonna 2021 vuoden 2019 tasolle vaimean kotimaisen kysynnän vuoksi. Kaiken kaikkiaan suurimmat muutokset vaihtotaseessa ovat liittyneet sen rakenteeseen: kaikissa jäsenvaltioissa yksityinen sektorin asema nettosäästäjänä on vahvistunut ja julkisen sektorin asema nettoluotonantajana on heikentynyt merkittävästi covid-19-pandemian ja sen lieventämiseksi toteutettujen toimenpiteiden vaikutusten vuoksi. Vaihtotase heikkeni vuonna 2020 useissa jäsenvaltioissa, joiden ulkomainen nettovarallisuusasema on voimakkaasti negatiivinen, mutta ennusteiden mukaan vaikutus ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan suhteessa BKT:hen muuttuu vähitellen päinvastaiseksi.

- **Taloudellisen toiminnan keskeytyminen vuonna 2020 johti yksikkötyökustannusten huomattavaan kasvuun. Tilanteen odotetaan muuttuvan osittain elpymisen myötä, mutta myös työvoimapulaa ja kustannuspaineita on kehittymässä.** Yksikkötyökustannukset nousivat kaikkialla EU:ssa, mikä johtui siitä, että tuotannon voimakkaasta supistumisesta huolimatta työntekijöiden määrä pysyi entisellään. Tämän mahdollistivat erilaiset työpaikkojen säilyttämistä koskevat julkiset aloitteet, erityisesti työajan lyhentämisjärjestelyt, jotka suosivat pikemminkin työtuntien kuin työssä olevien määrän vähentämistä. Nämä vaikutukset näkyvät työn kokonaistuottavuuden tilapäisenä pienemisenä vuonna 2020. Elpymisen myötä tuottavuus on paranemassa, mikä korvaa osan yksikkötyökustannusten kasvusta. Joissakin maissa palkankorotukset kuitenkin lisääntyvät ja toisinaan pandemiaa edeltänyt trendi jatkuu. Työmarkkinatilanne kuitenkin vaihtelee sektoreittain ja maittain, ja vaikka joissakin tapauksissa työllisyys on yleisesti ottaen elpynyt kriisiä edeltäneelle tasolle, toisissa ero on edelleen merkittävä. Joissakin maissa työpaikkojen, yritysten ja sektoreiden välinen uudelleenjako saattaa jatkua elpymisen jatkuessa ja johtaa pysyviin muutoksiin maiden tuotantokapasiteetissa. Tietyissä muissa tapauksissa on syntymässä työvoimapulaa erityisesti maihin, joihin kriisi on vaikuttanut vähemmän ja kysyntä on suurempaa. Yhdessä muiden tekijöiden kuten nopeasti nousevien energian hintojen kanssa kustannuspaineet voivat muuttua merkittäviksi ja niistä voi tulla myöhemmin riski.

- **Useilla politiikkatoimenpiteillä on säilytetty työpaikkoja ja tuotantokapasiteettia kriisin aikana tukemalla yksityisen sektorin likviditeettiä ja maksuvalmiutta.** Esimerkiksi velan takaisinmaksun lykkäykset ja valtion myöntämät takaukset lainoille olivat tukitoimia, joiden avulla voitiin välttää yksityisen sektorin likviditeettivajeiden muuttuminen maksuvalmiusongelmiksi covid-19-kriisin alussa. Lykkäykset mahdollistivat velan takaisinmaksun viiveellä, mikä kasvatti nimellistä velkakantaa ja lisäsi siihen liittyvää korkorasitusta. Näiden toimenpiteiden asteittaisen lopettamisen myötä voi ilmetä mahdollisia takaisinmaksuvaikeuksia erityisesti sektoreilla, joihin kriisi on vaikuttanut muita enemmän, ja jo ennestään haavoittuvassa asemassa olevissa yrityksissä. Monissa maissa sekä yritysten että kotitalouksien lainanoton kasvun lisäksi nettosäästöt ovat lisääntyneet.

- **Yritysten velkaantuneisuus lisääntyi useimmissa EU-maissa vuonna 2020, toisinaan jyrkästi.** Jyrkän taantuman vaikutusten lisäksi uusi lainanotto pandemiasta johtuvien äkillisten tulonmenetysten ja likviditeettivajeen kattamiseksi kasvatti osaltaan yritysten velkaa suhteessa BKT:hen. Vaikka nettoluotonanto kasvoi merkittävästi vuoden 2021 alkupuolelle asti, sen viimeaikainen maltillistuminen voi olla merkki kysynnän vähenemisestä – joka voi johtua siitä, että yritykset käyttävät kertynyttä likviditeettiä – tai luotontarjonnan vähenemisestä.

- **Kotitalouksien lainanotto on lisääntynyt elpymisen vahvistuessa.** Vuonna 2020 kotitalouksien velkasuhteen kasvu johtui pääasiassa BKT:n huomattavasta supistumisesta. Luotonanto oli pandemian pahimmassa vaiheessa vähäistä, mikä johtui pääasiassa kulutusluottojen voimakkaasta vähenemisestä. Samaan aikaan asuntolainakanta kasvoi monissa maissa kiinteistömarkkinoiden voimakkaan

aktiivisuuden ja asuntojen hintojen nousun vuoksi. Vuoden 2021 alusta nettoluotonanto on kasvanut useissa maissa elpymisen edetessä.

- **Covid-19-kriisillä ja jäsenvaltioiden hallitusten sen lievittämiseksi toteuttamilla toimenpiteillä on ollut merkittävä vaikutus julkiseen velkaan.** Jäsenvaltioiden antaman elintärkeän ja laajan tuen ansiosta kotitaloudet ja yritykset ovat välttäneet osan pandemian kielteisistä taloudellisista vaikutuksista, ja tuen avulla on suojattu työpaikkoja ja kasvupotentiaalia. Julkisen talouden velkasuhde on kasvanut enemmän maissa, joihin taantuma on vaikuttanut suhteettomasti pääasiassa matkailusektorin vuoksi. Elpymisen myötä velkasuhteiden kasvun odotetaan pysähtyvän, ja joissakin jäsenvaltioissa se on jo alkanut supistua. Kaiken kaikkiaan jäsenvaltioiden velkaantuneisuus on kuitenkin lisääntynyt selvästi kriisin vuoksi. Kasvua tukeva finanssipolitiikan viritys ja rahapoliittiset toimenpiteet ovat yhdessä vahvistaneet luottamusta ja vakauden säilymistä. Vaikka valtioiden rahoitustarpeet ovat lisääntyneet, niiden lainanoton ehdot ovat edelleen kasvua tukevia. Tämä johtuu sekä rahapoliittisista toimenpiteistä että pidemmän aikavälin tekijöistä, kuten siitä, että euroalueella säästäminen on investointeihin nähden liiallista. Lainanoton kustannukset ovat hieman nousseet inflaatiokehityksen mukaisesti, mutta ovat edelleen yleisesti ottaen alhaiset. Ne ovat nousseet jonkin verran enemmän joissakin euroalueen ulkopuolisissa jäsenvaltioissa, joiden valuuttakurssi kelluu. Joillakin jäsenvaltioilla huomattava osuus velasta on ulkomaanvaluutan määräistä tai maturiteetiltaan lyhyttä.

- **Pandemian aikana asuntojen hinnat ovat nousseet edelleen.** Asuntojen hinnat ovat nousseet jo vuosia. Nousu kiihtyi edelleen vuonna 2020 ja vuoden 2021 alkupuoliskolla nopeammaksi kuin kertaakaan sitten maailmanlaajuisen finanssikriisin. Monissa EU-maissa on havaittavissa yliarvostuksen riski. Tämä herättää huolta erityisesti, kun kotitalouksien velka on suuri tai kasvaa nopeasti. Asuntojen hintojen nousuun ovat vaikuttaneet useat tekijät, jotka lisäävät kysyntää ja rajoittavat tarjontaa. Tarjontapuolella oli rajoitteita jo ennen pandemiaa, ja sulkutoimet pahensivat niitä väliaikaisesti. Pandemia on saattanut johtaa rakenteellisiin muutoksiin asuntokysynnässä, koska siirtyminen etätyöskentelyyn voi muuttaa maantieteellisiä mieltymyksiä. Rahoitusolosuhteet ovat olleet elvyttävät ja kaiken kaikkiaan tukevat todennäköisesti edelleen asuntojen suurta kysyntää, ja kotitalouksien tulojen kasvu elpymisen myötä todennäköisesti edistää asuntojen hintojen nousua.

- **Pankkien vakavaraisuussuhteet ovat säilyneet vahvoina, mutta pankkisektorin kannattavuus heikkeni vuonna 2020, ja kriisin täysi vaikutus pankkien taseisiin saattaa näkyä vasta viiveellä.** Pankkisektorin tilanne on parantunut huomattavasti maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen, kun pandemiaa edeltävinä vuosina muodostettiin pääomapuskureita. Vakavaraisuussuhdeluvut kasvoivat edelleen vuonna 2020, mikä johtuu siitä, että osinkojen maksamista on väliaikaisesti rajoitettu sääntelyllä. Covid-19-kriisin vaikutus pankkisektoriin on ollut rajallinen, mikä johtuu alan vahvistumisesta finanssikriisin jälkeen ja laajoista väliaikaisista politiikkatoimista, kuten lainojen takauksista, velan takaisinmaksun lykkäyksistä ja sääntelyn väliaikaisesta lieventämisestä. Järjestämättömien lainojen määrä pieneni edelleen vuonna 2020, erityisesti maissa, joissa ne ovat olleet huomattavia ja joissa pankit ovat luopuneet heikkolaatuisista omaisuuseristä. Pitkään jatkunut alhaisen kannattavuuden ongelma on kuitenkin edelleen olemassa. Lisäksi kriisin täysi vaikutus omaisuuserien laatuun, kannattavuuteen ja pääomapuskureihin saattaa tulla esiin, kun politiikkatoimet on lopetettu. Mahdollista pankkien, valtioiden ja yrityssektorin välistä noidankehää olisi seurattava tiiviisti.

Vaikka määrätietoiset politiikkatoimet ovat lieventäneet pandemian vaikutuksia, pandemia kärjistää euroalueen maiden välisiä eroja. Jäsenvaltiot, joissa on merkittävä ulkomaanmatkailun sektori, ovat olleet alttiimpia covid-19-pandemian taloudellisille vaikutuksille, mikä on johtanut erilaisiin työllisyys- ja kasvuvaikutuksiin. Koska myös suhteellisen suuri julkinen, yksityinen tai ulkomainen velka on ollut näille maille tyypillistä, velkaantuminen on levinnyt laajemmalle euroalueella. Osa tästä kehityksestä liittyy tilapäisiin tekijöihin, kuten matkustusrajoitusten vaikutukseen, mutta huolimatta siitä, että määrätietoisilla politiikkatoimilla on onnistuttu lieventämään taloudellisten ja sosiaalisten erojen lisääntymistä, kriisi uhkaa jättää jälkensä ja tehdä eroista pysyviä.

Euroalueella kokonaisuutena on edelleen suuri vaihtotaseen ylijäämä, mikä osoittaa, että elpymistä voidaan pitää yllä koko euroalueen tasolla. Tämä auttaisi myös poistamaan epätasapainoja nopeammin. Koko alueen vaihtotase on tilapäisesti supistunut lähelle perustekijöiden tasoa, mutta sen ennustetaan palaavan kriisiä edeltäneelle, perustekijöitä korkeammalle tasolle. Jäsenvaltioiden tasolla saavutetut tulokset vaihtelevat hyvin paljon. Euroalueen ulkoisen tasapainon palauttaminen on entistäkin

tärkeämpää, kun otetaan huomioon, että kysynnän ylläpitämiseen rahapoliittisen lisätuen avulla on rajalliset mahdollisuudet.

Koska euroalueen taloudet ovat yhteydessä toisiinsa, tarvitaan jäsenvaltioiden makrotalouspolitiikkojen asianmukaista yhdistelmää elpymisen ylläpitämiseksi samalla kun epätasapainoja korjataan ja uusiin riskeihin puututaan. Euroalueen nettoluotonantajamaiden talouden kasvu muun muassa kasvua tukevien kysyntäolosuhteiden pohjalta hyödyttäisi paitsi näitä maita, myös nettoluotonottajamaita, sillä nopeampi kasvu euroalueella tukee kasvua ja velkavivun purkamista sekä ulkoisen rahoitusaseman kohentumista jälkimmäisissä maissa. Kriisin edellyttämien ylimääräisten tukitoimien lopettaminen mukauttamistarpeiden mukaan ajoitettuna auttaisi tässä suhteessa. Tuottavuuden ja kilpailukyvyn tuntuva ja pysyvä paraneminen nettoluotonottajamaissa edistäisi myös ulkoisen tasapainon palauttamista ja helpottaisi velkataakan keventämistä. Euroalueen ja EU:n tasolla käyttöön otettujen välineiden tuloksellinen käyttö sekä tarvittavien uudistusten ja investointien tuloksellinen toteuttaminen auttaisivat edistämään kestävää elpymistä ja vahvistamaan palautumiskykyä esimerkiksi puuttumalla epätasapainoihin ja uusiin riskeihin. On ratkaisevan tärkeää, että Next Generation EU -välineestä ja monivuotisesta rahoituskehyksestä saatava rahoitus käytetään kokonaan ja kanavoidaan kaikkein tuottavimpiin käyttötarkoituksiin. Näin voitaisiin maksimoida rahoituksen vaikutukset talouteen ja edistää tasapainoista kasvua.

Pandemian vaikutus epätasapainoihin on kokonaisuudessaan selvillä vasta viiveellä, sillä toisen kierroksen vaikutuksia saattaa esiintyä. Yrityspuolella taustalla on edelleen taloudellista haavoittuvuutta, joka johtuu pääoman ehtymisestä pitkittyneiden tappioiden ja suurten velkojen myötä. Joihinkin yrityksiin saattaa kohdistua rakenteellisia muutoksia, jotka edellyttävät liiketoimintamallien mukauttamista. Tukitoimenpiteiden päättyminen voi johtaa järjestämättömien lainojen ja konkurssien lisääntymiseen ainakin niillä sektoreilla, joihin covid-19-kriisi on vaikuttanut eniten, ja yrityksissä, jotka ovat olleet haavoittuvassa asemassa ennen kriisiä. Tämä saattaa tulla esiin vasta jonkin ajan päästä riippuen siitä, minkä tyyppisiä lainanhoitojoustoja muuten maksukyvyttömille lainanottajille voidaan tarjota. On tärkeää, että maksukyvyttömyysmenettelyillä voidaan päästä eroon olemassa olevista arvoltaan alentuneista omaisuuseristä, jotta voidaan varmistaa, että talouteen saadaan luototusta. Elinkelpoisia yrityksiä voidaan auttaa säilymän valtion yrityslainoille myöntämillä takauksilla, mutta jos ne ovat mittavia, ne voivat johtaa myös yrityssektorin ja julkisen sektorin väliseen noidankehään, mikä vaikuttaa myös pankkeihin. Heikkoudet yritysten taseissa saattavat vaikuttaa työmarkkinoihin ja sitä kautta joidenkin kotitalouksien mahdollisuuksiin maksaa luottonsa takaisin. Asuntolainojen voimakas kasvu on lisäriskitekijä erityisesti, jos asuntomarkkinoilla tapahtuu korjausliikkeitä. Samoin liikekiinteistöjen hintojen alenemisen jatkuminen saattaa heikentää rahoitussektoria.

Rahoitusehdot vaikuttavat epätasapainojen kehittymiseen. Alhaisen korkotason vuoksi jäsenvaltiot, yritykset ja kotitaloudet ovat voineet ottaa enemmän velkaa ja lievittää pandemian vaikutuksia, mikä on suojannut työpaikkojen ja tuotantokapasiteetin säilymistä. Korkojen nousu lisäisi velan rahoituskustannuksia sekä julkisella että yksityisellä sektorilla ja lisäisi riskejä, kun rahoitustarve on suuri. Inflaatio on kiihtynyt huomattavasti euroalueella ja monissa muissa kehittyneissä talouksissa vuoden 2021 alusta lähtien. Inflaation kiihtymisen taustatekijät, myös energian hintojen jyrkkä nousu, vaikuttavat enimmäkseen tilapäisiltä, mutta on olemassa riski, etteivät ne olekaan lyhytkestoisia. Jos rahoitusehtoja ei tiukenneta, korkeampi inflaatio voi keventää velkataakkaa. Inflaation pitkäaikainen kiihtyminen voi kuitenkin johtaa rahoitusehtojen tiukkenemiseen ja lainakustannusten nousuun.

Asuntomarkkinoiden kehitystä on syytä seurata tiiviisti. Asuntojen korkeat hinnat muodostavat riskin erityisesti, kun kotitalouksien suuri velkaantuneisuus yhdistyy epävarmuuksiin työmarkkinoiden sopeutumisessa. Tämä vaarantaa kotitalouksien kyvyn täyttää asuntolainavelvoitteensa. Korkojen nousu voisi lisätä asuntolainojen takaisinmaksukykyyn kohdistuvaa painetta, millä olisi kerrannaisvaikutuksia pankkisektoriin. Hintojen jatkuva nousu elpymisen jatkuessa voi lisätä palkkapaineita ja lisätä asuntolainanottoa. Kohtuuhintaisten asuntojen saatavuus on heikentynyt viime vuosina. Tällä voi olla kielteisiä makrotaloudellisia seurauksia, jotka liittyvät yksityisen kulutuksen ja työvoiman liikkuvuuden vähenemiseen, ja luotot voivat ohjautua pois tuottavuutta lisäävistä investoinneista.

Suuren velkamäärän vähentäminen sekä julkisella että yksityisellä sektorilla riippuu ratkaisevasti siitä, kehittyykö elpyminen pitkäkestoiseksi kasvuksi, mikä edellyttää tuottavia investointeja. Pitkäjänteinen elpyminen edellyttää kasvua tukevaa politiikan viritystä ja kriisin aikana annetun poikkeuksellisen politiikkatuen lopettamista oikeaan aikaan. Talouden pitkäkestoinen laajeneminen riippuu taloudellisen ja sosiaalisen palautumiskyvyn vahvistumisesta, joka edellyttää asianmukaisten uudistusten ja investointien toteuttamista. Tuottavuutta lisäävät investoinnit ovat tarpeen kasvun

vauhdittamiseksi keskipitkällä aikavälillä ja sellaisten rakenteellisten muutosten tukemiseksi, joita tarvitaan vihreän siirtymän ja digitaalisen muutoksen toteuttamiseksi samalla kun väestörakenne muuttuu. Tämä on entistäkin tärkeämpää sen vuoksi, että monissa maissa on suuri julkisen ja yksityisen sektorin velka ja suhteellisen vähäinen potentiaalinen kasvu, minkä vuoksi suuren velkataakan vähentäminen on vaikeampaa. Koska julkinen velka on suuri, menojen ja tulojen koostumusta on parannettava, jotta voidaan luoda liikkumavaraa julkisten investointien toteuttamiseksi. Samaan aikaan velkavivun purkaminen uskottavan julkisen talouden sopeuttamisstrategian pohjalta on tarpeen myös sen varmistamiseksi, että mahdollisiin tuleviin kriiseihin voidaan vastata. Samalla yritysten velkaantumisen vähentämistarpeet saattavat haitata yksityisiä investointeja. Elpymis- ja palautumissuunnitelmien tuloksellisella täytäntöönpanolla on tärkeä rooli julkisten ja yksityisten investointien tukemisessa. Se auttaa selviytymään pandemian pitkän aikavälin vaikutuksista ja luo edellytykset vahvemmalle kasvulle ja paremmalle palautumiskyvylle. Uusi elpymis- ja palautumistukiväline edistää yhdessä Euroopan rakenne- ja investointirahastojen kanssa investointivetoista elpymistä. Välineiden tuloksellinen käyttö tekee EU:n taloudesta kestävämmän, osallistavamman ja palautumiskykyisemmän sekä helpottaa vihreään siirtymään ja digitaaliseen muutokseen valmistautumista asiaa koskevien unionin tavoitteiden mukaisesti.

Pandemia on tuonut esiin suhdanteita tasoittavan päätösperäisen finanssipolitiikan, kasvua edistävän rahapolitiikan ja eurooppalaisen koordinoinnin myönteisen roolin talouskriisiin vastaamisessa. Covid-19-kriisi on osoittanut, että mittavat päätösperäiset finanssipoliittiset toimet voivat olla tuloksellisia, kun lievennetään laajan häiriön välittömiä vaikutuksia ja tasoitetaan tietä nopealle elpymiselle. Välittömiä kansallisia finanssipoliittisia toimia on vahvistanut EU:n sääntelykehyksissä jo olemassa oleva joustavuus. Kollektiivinen reagointi on luonut luottamusta. Rahapoliittisilla toimenpiteillä on autettu säilyttämään suotuisat rahoitusehdot kaikilla talouden sektoreilla pandemian aikana, tuettu talouden toimeliaisuutta ja turvattu keskipitkän aikavälin hintavakaus. Finanssi- ja rahapolitiikan toisiaan vahvistavat vaikutukset ovat olleet ratkaisevan tärkeitä kriisin vaikutusten lieventämiseksi ja ne ovat tukeneet elpymistä. Vaikka rahapolitiikan odotetaan säilyvän tulevina vuosina elvyttävänä, alhainen korkotaso ja inflaation viimeaikainen hivuttautuminen ylöspäin rajoittavat rahapolitiikan keventämismahdollisuuksia. Voi olla siis tarpeen säilyttää finanssipolitiikan vakauttava rooli, jos heikkenemisriskejä ilmenee, vaikka varovainen finanssipolitiikka normaaliaikoina luo luottamusta finanssipolitiikan toimivuuteen kriisiaikoina.

Makrotalouden epätasapainojen ehkäiseminen ja korjaaminen on edelleen olennaisen tärkeää. Ensinnäkin talouden heikko elpyminen voi aiheuttaa yritysten konkurssien jyrkän lisääntymisen, mikä johtaa siihen, että työpaikkoja menetetään, kriisiin liittyviä yrityslainojen takauksia vaaditaan yhä useammin maksettaviksi ja investoinnit vähenevät. Toiseksi epäsuotuisa talouskehitys voisi pahentaa valtioiden ja pankkien välistä noidankehää. Kolmanneksi kestämätön omaisuuserien ja asuntojen hintojen nousu saattaa lisätä kotitaloussektorin haavoittuvuutta. Nämä riskit voivat vaikuttaa kielteisesti julkisen talouden velkakestävyyteen ja rajoittaa finanssipoliittisia mahdollisuuksia vastata tuleviin haasteisiin. Kasautuneiden haavoittuvuuksien purkaminen auttaa myös vakauttamaan elpymistä ja vahvistamaan pitkän aikavälin kasvua. Talouden rakenteiden suurempi samankaltaisuus ja synkronoidummat suhdannevaihtelut lisäävät osaltaan yhteisen rahapolitiikan toimivuutta.

Elpymis- ja palautumistukivälineellä edistetään investointivetoista elpymistä ja siten makrotalouden vakautta. Elpymis- ja palautumissuunnitelmien tuloksellinen täytäntöönpano tekee EU:n taloudesta kestävämmän, osallistavamman ja palautumiskykyisemmän sekä helpottaa valmistautumista vihreään siirtymään ja digitaaliseen muutokseen. Se auttaa myös lieventämään EU:n sisäisten erojen riskiä, sillä elpymis- ja palautumistukivälineen avustukset kohdennetaan jäsenvaltioihin, joiden BKT asukasta kohden on alhaisempi ja työttömyysaste korkeampi ja jotka kärsivät covid-19-kriisistä eniten. Toisin kuin maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisinä vuosina, suuremmat julkiset investoinnit tukevat pandemian jälkeistä elpymistä. Elpymis- ja palautumistukivälineestä maksettavilla avustuksilla rahoitetaan laadukkaita investointihankkeita ja mahdollistetaan tuottavuutta lisäävien uudistusten toteuttaminen ilman, että kansallinen alijäämä tai velkasuhde kasvaa. Näiden avustusten ja muiden EU:n rahoituslähteiden arvioidaan lisäävän julkisia investointeja jäsenvaltioissa keskimäärin noin 0,5 prosenttia suhteessa BKT:hen vuosina 2021 ja 2022.

Makrotalouden epätasapainojen ehkäiseminen ja korjaaminen parantaa jäsenvaltioiden kykyä reagoida häiriöihin ja tukee talouksien lähentymistä. Kasautuneiden epätasapainojen purkaminen tai

ehkäiseminen auttaa osaltaan vakauttamaan elpymistä ja vahvistamaan pitkän aikavälin kasvua. Maiden, joilla on epätasapainoja, on palattava pandemiaa edeltävään korjauskehitykseensä, jota tuetaan potentiaalisen kasvun tukemiseen tähtäävällä politiikalla. Epätasapainojen vähentyminen voi myös tuottaa myönteisiä heijastusvaikutuksia muissa maissa. Talouden ja rahoitusmarkkinoiden syvempi yhdentyminen ja suhdannejaksojen synkronoiminen lisäävät osaltaan yhteisen rahapolitiikan vaikuttavuutta erityisesti euroalueen jäsenvaltioiden tapauksessa. Tämän ansiosta euroalue pystyy vastaamaan tuleviin haasteisiin aiempaa paremmin.

Tämän varoitusmekanismia koskevan kertomuksen päätelmä on, että perusteellinen tarkastelu on aiheellista tehdä seuraavista 12 jäsenvaltiosta: Alankomaat, Espanja, Irlanti, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Romania, Ruotsi ja **Saksa**. Näistä maista tehtiin perusteellinen tarkastelu myös makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä vuotuisella valvontakierroksella, jolloin epätasapainoja katsottiin olevan Alankomailla, Espanjalla, Irlannilla, Kroatialla, Portugalilla, Ranskalla, Romanialla, Ruotsilla ja Saksalla ja liiallisia epätasapainoja Italialla, Kreikalla ja Kyproksella. Uusissa perusteellisissa tarkasteluissa arvioidaan, miten epätasapainot ovat kehittyneet, analysoidaan niiden vakavuutta, kehittymistä ja jäsenmaiden toteuttamia politiikkatoimia. Tarkoituksena on päivittää nykyisiä arvioita ja arvioida mahdollisia jäljellä olevia toimenpidetarpeita. Jaksossa 3 esitetään yhteenveto siitä, miten epätasapainot ovat kehittyneet, ja jaksossa 4 käsitellään maakohtaisia tietoja.

Lisäksi useissa jäsenvaltioissa, jotka eivät olleet perusteellisen tarkastelun kohteena edellisellä kierroksella, on kehitystä, johon on kiinnitettävä erityistä huomiota. Slovakialle on ominaista asuntojen hintojen voimakas nousu sekä kotitalouksien lainanoton jatkuva, joskin hidastuva kasvu. Vienti on keskittynyt selvästi muutamille sektoreille ja kustannuskilpailukyky heikentynyt, mutta vientimarkkinaosuudet eivät tähän mennessä ole kärsineet. **Unkarin** kohdalla on syytä kiinnittää huomiota valtion lainanoton ja ulkoisen rahoituksen keskinäiseen suhteeseen tilanteessa, jossa ulkomaanvaluutan määräinen velka on huomattava. Asuntojen hintojen nousu on ollut voimakasta. Kustannuskilpailukykyyn kohdistuvat paineet ovat lisääntymässä, mutta vientimarkkinaosuuteen ei ole tähän mennessä kohdistunut kielteisiä vaikutuksia.

Myös muissa jäsenvaltioissa on tarpeen seurata – usein asuntomarkkinoihin liittyviä – riskejä Tanskassa ja Luxemburgissa asuntomarkkinoiden kehitys viittaa riskien kasautumiseen. Vaikka mieltymysten muuttuminen, suotuisat rahoitusolot ja tarjontapuolen rajoitteet voivat pitää asuntojen hintojen nousua yllä, asuntojen hintojen alenemisriskiä ei voida sulkea pois, millä voi olla vaikutuksia talouteen laajemminkin. Tšekille on tyypillistä asuntojen hintojen voimakas nousu ja jatkuva kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen, joka on ollut joitakin vuosia merkittävää. Maltassa erityisiä haavoittuvuustekijöitä luo yksityissektorin velan kasvu yhdistettynä maksukyvyttömyysjärjestelmän heikkouksiin. Kehitystä näissä kuudessa jäsenvaltiossa olisi seurattava ja valvottava tiiviisti ja varmistettava, onko kehitys makrotalouden vakauden kanssa johdonmukaista ja edistääkö se sitä. Riskitasapaino ei nykyisellään edellytä perusteellista tarkastelua. Jaksossa 4 esitetään lisätietoja maakohtaisesta kehityksestä.

1. MAKROTALOUDELLINEN TOIMINTAYMPÄRISTÖ JA EPÄTASAPAINOJEN KEHITYS EUROALUEELLA

Taloudellinen tausta

Tämän varoitusmekanismia koskevan kertomuksen taloudellisena taustana on covid-19-pandemia. Aluksi pandemian vaikutus oli jyrkkä taantuma, sillä viruksen leviämisen hillitsemiseksi toteutetuilla rajoittavilla toimenpiteillä oli merkittävä vaikutus talouden toimeliaisuuteen vuonna 2020. Tämän seurauksena BKT supistui EU:ssa 5,9 prosenttia ja euroalueella 6,4 prosenttia vuonna 2020, tosin maiden välillä oli huomattavia eroja. Joissakin maissa BKT supistui kymmenen prosenttia ja ylikin, toisissa taantuma oli lievä. Terveystilanteen paraneminen mahdollisti rajoittamistoimien helpottamisen vuoden 2020 toisesta neljänneksestä alkaen, josta alkoi elpyminen. Pandemian aaltoilu aiheutti sen, että elpyminen oli epätasaista vuoden 2021 alkupuolelle saakka. Rokotusta eteneminen, toimiva ja kohdennettu strategia viruksen leviämisen estämiseksi sekä laajat julkiset tukitoimenpiteet mahdollistivat liikkumisen lisääntymisen ja talouden toimeliaisuuden odotettua voimakkaamman elpymisen keväästä 2021 alkaen. Kaiken kaikkiaan BKT kasvaa komission syksyn 2021 talousennusteen mukaan euroalueella ja koko EU:ssa 5 prosenttia vuonna 2021 ja 4,3 prosenttia vuonna 2022. Useimpien jäsenvaltioiden ennustetaan saavuttavan kriisiä edeltäneen tuotantotasonsa vuoden 2021 loppuun mennessä, vain muutamat maat vasta ensi vuonna (kuvio 1.1 a). ([1])

Vaikka määrätietoiset politiikkatoimet ovat lieventäneet vaikutuksia, pandemia kärjistää euroalueen maiden välisiä eroja. Tämä kuvastaa pandemian epätasaista vaikutusta ja eroja talouden rakenteissa. Rajoitukset ovat haitanneet lähikontaktia edellyttäviä palveluja enemmän kuin valmistusteollisuutta. Tämän vuoksi talouden suorituskyvyssä on suuria eroja sekä maiden sisällä että niiden välillä. Maissa, joissa on merkittävä ulkomaanmatkailun sektori ja jotka ovat sen vuoksi kärsineet liikkumisrajoituksista erityisen paljon, BKT supistui keskimääräistä enemmän ja maksutase heikkeni huomattavasti. Näin tapahtui Espanjassa, Kreikassa ja Portugalissa. Taantuma on koetellut myös maita, joiden kotimainen velka on suuri, kuten Ranskaa ja Italiaa (ks. kuvio 1.1 b). Näissä maissa myös yksityinen, julkinen tai ulkomainen velka kuuluu EU:n suurimpiin. Joissakin näistä maista elpymisen ennustetaan olevan muita hitaampaa.

Poikkeukselliset politiikkatoimet ovat olleet ratkaisevan tärkeitä covid-19-kriisin vaikutusten lieventämisen ja elpymisen tukemisen kannalta, ja niillä on ollut myönteinen vaikutus makrotaloudelliseen vakauteen. Jäsenvaltioiden hallitukset ovat antaneet ennennäkemätöntä finanssipoliittista tukea suojellakseen työpaikkoja ja toimeentuloa sekä tukeakseen yrityksiä, jotta yritysten konkurssien riski vähenisi. Kotitalouksien ja yritysten veronmaksuun ja velkojen takaisinmaksuun on myönnetty lykkäyksiä, ja pankkilainoille on annettu valtion takauksia. Tämän ansiosta kotitalouksien käytettävissä olevat bruttotulot pysyivät vuonna 2020 pohjimmiltaan vakaina EU:ssa kokonaisuutena selvästä taantumasta huolimatta. EU:n työttömyysaste nousi ainoastaan 0,4 prosenttiyksikköä, ja yrityksiä ajautui konkurssiin vain vähän, sillä hallitukset ottivat vastaan suuren osan vaikutuksista.

Politiikkatoimia on koordinoitu EU:n tasolla ennennäkemättömällä tavalla. Vakaus- ja kasvusopimuksen yleinen poikkeuslauseke aktivoitiin heti pandemian puhjettua finanssipoliittisten toimenpiteiden tukemiseksi. Tilapäisistä valtiontukipuitteista aikaansaadun sopimuksen ansiosta jäsenvaltiot ovat pystyneet hyödyntämään valtiontukisääntöjen mukaista joustovaraa täysimääräisesti. Työpaikkoja on suojeltu eurooppalaisen hätätilasta aiheutuvien työttömyysriskien lieventämisen tilapäisen tukivälineen (SURE) avulla. Koronaviruksen vaikutusten lieventämistä koskevilla investointialoitteilla (CRII ja CRII +) ja REACT-EU-välineellä on mobilisoitu ja täydennetty

([1]) Euroopan komissio, European Economic Forecast, Autumn 2021, Institutional Paper 160, marraskuu 2021. Ks. myös Croitorov O. et al. (2021): ”The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area”, *Quarterly Report on the Euro Area*, talouden ja rahoituksen pääosasto, Euroopan komissio, nide 20, nro 2, osa I.

koheesiopolitiikan varoja julkisen terveydenhuollon, yritysten ja heikoimmassa asemassa olevan väestön tukemiseksi. Euroopan vakausmekanismi ja Euroopan investointipankki ovat asettaneet rahoitusvälineitä saataville. Elpymis- ja palautumissuunnitelmien tuloksellinen täytäntöönpano auttaa tekemään EU:n taloudesta kestävämmän, osallistavamman ja palautumiskykyisemmän sekä helpottaa valmistautumista vihreään siirtymään ja digitaaliseen muutokseen asiaa koskevien unionin tavoitteiden mukaisesti.

Yhteensovitetut maailmanlaajuiset rahapoliittiset toimet ovat johtaneet elvyttäviin rahoitusoloihin. Euroopan keskuspankki (EKP) on toteuttanut monenlaisia toimenpiteitä rahoitusvakauden säilyttämiseksi ja rahoitusmarkkinoiden sujuvan toiminnan varmistamiseksi. Se on lisännyt pankkien likviditeettiä, helpottanut vakuusvaatimuksia ja tehnyt huomattavia julkisen ja yksityisen sektorin omaisuuserien lisäostoja. Elvyttävä rahapolitiikan viritys on tukenut rahoitusmarkkinoiden suotuisaa mielialaa ja auttanut välttämään luottolaman, ja monilla joukkolaina- ja osakemarkkinoilla arvostukset ovat ylittäneet pandemiaa edeltäneen tason. Yhdessä pitkän aikavälin tekijöiden (muun muassa euroalueen liiallinen säästäminen investointeihin nähden) kanssa hyvä markkinoiden likviditeetti on pitänyt valtioiden lainanottokustannukset alhaisina ja joissakin tapauksissa jopa alhaisempina kuin ennen kriisin puhkeamista. Myös euroalueen sisäiset korkoerot ovat kaventuneet. Vahvan elpymisen odotukset ovat lisänneet myönteistä mielialaa markkinoilla, ja tätä vahvisti rokotteiden kehityksen läpimurto syksyllä 2020.

Rahoitusolot ovat edelleen historiallisen kevyet, mutta kiristymisen merkkejä olisi seurattava. Vaikka valtion joukkolainojen tuotot ovat nousseet hieman vuonna 2021, ne jäävät yleensä selvästi alle pitkän aikavälin keskiarvon. Luottoluokitukseltaan vahvimpien valtioiden velkojen korot ovat negatiiviset tai lähellä nollaa, kun taas joidenkin jäsenvaltioiden velkojen korot, erityisesti euroalueen ulkopuolella, ovat jonkin verran nousseet. Yritysten joukkolainamarkkinoilla rahoitusolot ovat olleet suotuisat, joskin ne ovat tiukentuneet hieman. Pankkien antolainauskorot ovat olleet EU:n kaikkien aikojen alhaisimmalla tasolla tai lähellä sitä. Euro vahvistui vuoden 2020 jälkipuoliskolla ja heikkeni sitten jonkin verran, mikä näkyi muutamien euroalueen ulkopuolisten maiden valuutoissa.

Inflaatio kiihtyi vuonna 2021, mutta sen odotetaan olevan enimmäkseen tilapäistä. Euroalueen kuluttajahintainflaatio on viime kuukausina ollut nopeinta kymmeneen vuoteen, kun sitä ennen inflaatio oli lähes vuosikymmenen ajan alle tavoitetason. Se on ylittänyt tavoitetason useissa euroalueen ulkopuolisissa jäsenvaltioissa. Energian hinnan nousu on vaikuttanut merkittävästi inflaation kiihtymiseen, ja pohjainflaation kiihtyminen on ollut hitaampaa. Inflaation kiihtymisen odotetaan olevan enimmäkseen ohimenevää, vaikka ei välttämättä lyhytkestoista. Jotkin ongelmat liittyvät fossiilisista polttoaineista luopumiseen, ja ne saattavat kestää jonkin aikaa. Talouden uudelleenavautuminen on lisännyt huomattavasti kysyntää, mutta tarjonnan pullonkaulat rajoittavat toimeliaisuutta. On todennäköistä, että nousevat kustannukset siirtyvät jossakin määrin joihinkin kuluttajahintoihin, vaikka on epävarmaa, missä määrin. Osa hintojen noususta saatetaan kompensoida myös voittomarginaaleja pienentämällä. Pitkäkestoisen kiihtyvän inflaatiokehityksen riskit näyttävät tällä hetkellä olevan hallinnassa, sillä euroalueen inflaatio-odotukset ovat pysyneet entisellään ja heijastelevat yleisesti ottaen paluuta pandemiaa edeltäneeseen kehitykseen. Rakenteellinen sopeutuminen, kuten kulutustottumusten reaktio pandemiatilanteeseen ja toimialakohtainen osaamisvaje, voivat kuitenkin vaikuttaa suhteellisiin hintoihin ja palkkoihin, mikä voi lisätä inflaation vaihtelua. Inflaation kiihtymisen pitkittyminen voi johtaa muutoksiin rahapolitiikan normalisoimisen ajoituksessa, minkä seurauksena rahoitusolot voivat tiukentua ja lainanottokustannukset nousta.

EU:n talous elpyy odotettua nopeammin, mutta talousnäkymät ovat edelleen epävarmat. Rokotusten eteneminen kaikkialla EU:ssa on vähentänyt tarvetta toteuttaa tiukkoja rajoittamistoimenpiteitä tulevien infektioaaltojen torjumiseksi. Maailmanlaajuisesti pandemiaan liittyvät riskit ovat edelleen merkittävät alhaisemman rokotekattavuuden vuoksi. Kaupankäynti elpyy edelleen pandemiaan liittyvistä rajoituksista, ja sitä ovat haitanneet tarjontapuolen pullonkaulat. Ne vaikuttavat toimintaan, joka on pitkälle integroitunut maailmanlaajuisiin arvoketjuihin. Arvoketjujen pysyvä uudelleensuuntaaminen aiheuttaa kustannuksia ja voi tuoda EU-maille mukanaan sekä riskejä että mahdollisuuksia. Yritysten kannattavuuden rapautuminen ja vivutuksen lisääntyminen ovat vähentäneet yksityisiä investointeja. Tämä voi hidastaa elpymistä ja vaikeuttaa yritysten velkavivun purkamista. Tukitoimien lopettaminen voi johtaa riskin uudelleenhinnoitteluun. Epävarmuus voi lisätä

rahoitusmarkkinoiden volatiliteettia ja vaikuttaa kielteisesti rahoitus- ja kiinteistöomaisuuden hintoihin, kun arvopaperien hinnat irtautuvat yleisesti talouden perustekijöistä. ([2]) ([3]) ([4]) Toisaalta pandemian nopeampi hillitseminen kaikkialla maailmassa sekä kunnianhimoisten ja koordinoitujen uudistusten ja investointien toteuttaminen EU:ssa voisivat mahdollistaa pitkäkestoisen elpymisen.

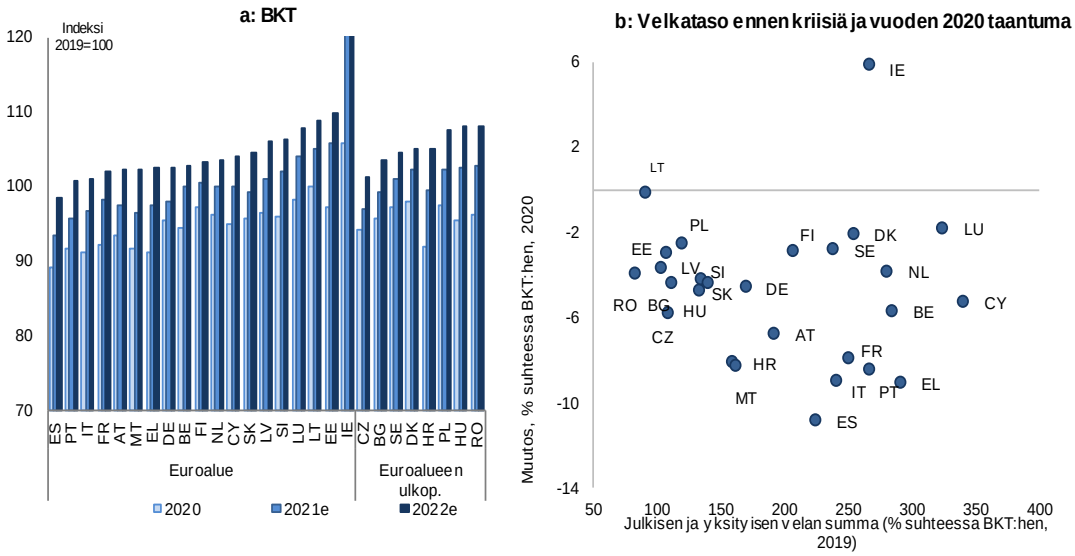
Vahva elpyminen tukee makrotalouden vakautta, mutta taantuman toisen kierroksen vaikutukset saattavat tulle esiin viiveellä ja aiheuttaa edelleen riskejä. BKT:n vahvan kasvun myötä suuret julkisen ja yksityisen sektorin velkasuhteet eivät useimmissa EU-maissa enää kasva tai ne ovat supistumassa hieman viime vuoden tuntuvan kasvun jälkeen. Politiikkatuen poistaminen paljastaa väistämättä mahdollisia haavoittuvuuksia toimialoilla ja alueilla, joihin covid-19 on vaikuttanut eniten. Velan takaisinmaksun lykkäysten poistaminen voisi johtaa yritysten ja kotitalouksien velanhoitovaikeuksiin ja lopulta yritysten maksukyvyttömyyteen ja työttömyyteen. Valtion ja yksityisen sektorin velan sekä rahoitusalan väliset kytkökset ovat mekanismi riskien siirtämiseksi. Julkisen ja yksityisen sektorin omaisuuserien laadun heikkeneminen saattaa vaikuttaa sellaisten rahoituslaitosten taseisiin, joiden jo ennestään heikko kannattavuus on heikentynyt pandemian aikana lisää. Velanhoitovaikeudet voivat vähentää investointeja, kotitalouksien tuloja ja kulutusta, hidastaa talouskasvua ja haitata velkavivun purkamista. Pandemia on heikentänyt kustannuskilpailukykyä monissa maissa, joissa työvoimakustannukset olivat nousseet voimakkaasti jo ennen kriisiä, ja joissakin tapauksissa nousun ennustetaan jatkuvan. Asuntojen hinnat nousevat nopeinta vauhtia yli kymmeneen vuoteen, mikä on jatkunut tai jopa kiihtynyt pandemian aikana. Toisin kuin velkaantuneisuuden lisääntyminen, talouden elpyminen ei todennäköisesti johda asuntohintojen korjausliikkeisiin, vaikka jotkin tarjontapuolen lyhyen aikavälin ongelmat saattavatkin helpottua. Asuntojen hintojen nousu aiheuttaa huolta makrotalouden vakaudesta erityisesti, kun siihen liittyy kotitalouksien suuri velka ja luotonannon voimakas lisääntyminen. Kohtuuhintaisten asuntojen saatavuuden heikkenemisestä voi aiheutua taloudellisia kustannuksia, koska se vähentää kulutusta ja heikentää työvoiman liikkuvuutta. Samaan aikaan kiinteistöjen ja muiden omaisuuserien hintojen korjausliikkeet voivat johtaa rahoituslaitosten taseiden heikkenemiseen.

([2]) Euroopan arvopaperiviranomainen (2021), ESMA Risk Dashboard, 3. kesäkuuta 2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf

([3]) Yhdysvaltain keskuspankin toteuttama rahapolitiikan kiristäminen voisi vaikuttaa myös euroalueen yrityssektorin rahoitusoloihin, varsinkin kun globalisaatio on muuttanut rahapolitiikan välittymismekanismia ja sen heijastusvaikutuksia muihin maihin. Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikalla on huomattava vaikutus muiden maiden taloudellisiin muuttujiin, kuten yritysten joukkolainojen tuottoeroihin. Ca'Zorzi M. et al. (2021), Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's, ECB's Research Bulletin nro 83, 15. huhtikuuta 2021, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415~8639b73bb6.en.html

([4]) Ks. myös Kansainvälinen valuuttarahasto (2021), Global Financial Stability Report, lokakuu 2021.

Kuvio 1.1: **BKT suhteessa pandemiaa edeltäneeseen tasoon sekä kriisiä edeltänyt velkataso ja covid-19-pandemian aiheuttama taantuma**



Lähde: AMECO-tietokanta, Eurostat ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennusteet.

Heijastusvaikutukset ja euroalueen sopeutusongelmat ([5])

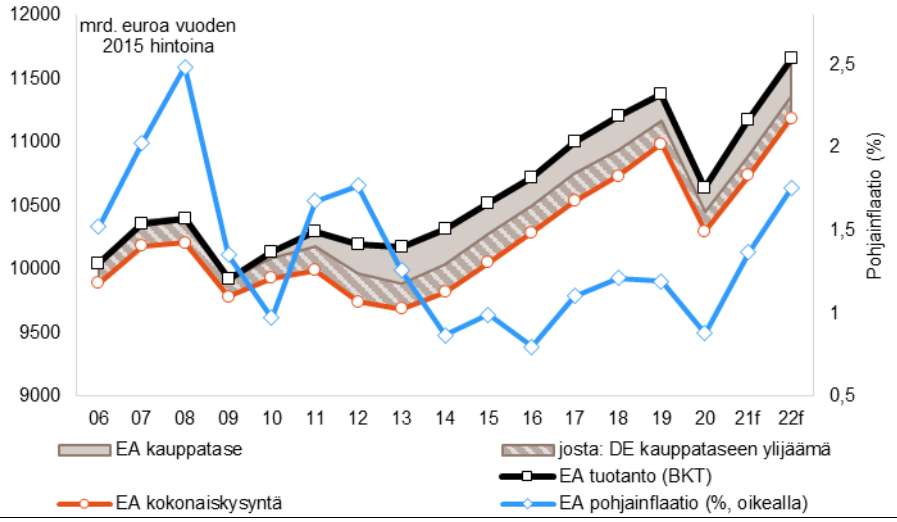
Covid-19-kriisi on kärjistänyt epätasapainoja euroalueella. Suurimalla osalla maista, joihin covid-19-kriisi on vaikuttanut eniten, oli pandemian alkaessa muita suurempi julkinen, yksityinen tai ulkomainen velka. Joissakin tapauksissa sitä on vielä pahentanut potentiaalisen BKT:n vähäinen kasvu. Covid-19-kriisi on vaikuttanut ulkoiseen rahoitusasemaan selvästi nettoluotonottajamaissa, joilla on suuri matkailusektori. Vaikutukset muiden maiden maksutaseeseen ovat vähäisemmät. Jotkin taantuman pahiten koettelemista maista elpyvät nopeasti, mutta toisissa elpyminen etenee hitaammin. Tämä viittaa siihen, että talouskasvun vaikutus varantoepätasapainojen korjaamiseen voi olla vähäisempi ainakin lähitulevaisuudessa, ja osoittaa tuloksellisten uudistusten ja investointien merkityksen rakenteellisten heikkouksien korjaamiseen ja potentiaalisen BKT:n kasvun vauhdittamiseen tulevaisuudessa. ([6])

Euroalueen kauppatase kasvoi hieman vuonna 2020, kun tuotanto supistui kysynnän vähentyessä. Tavaroiden ja palvelujen vienti ja tuonti vähenivät vuonna 2020. Tavarakaupan ylijäämä vahvistui pitkälti energian hintojen laskun tukemana, kun taas palvelukaupan ylijäämä pieneni pääasiassa kansainvälisen matkailun vähenemisen vuoksi. Kaiken kaikkiaan tämä keskeytti vuonna 2017 alkaneen euroalueen kauppataseen ylijäämän supistumisen. Kauppataseen ennustetaan kasvavan hieman vuonna 2021 ja pysyvän suurin piirtein ennallaan vuonna 2022 (kuvio 1.2). Vaikka tuotantokuilu on edelleen huomattava, euroalueen pohjainflaation (kuluttajahintainflaatio ilman energiaa ja jalostamattomia elintarvikkeita) odotetaan kiihtyvän vuonna 2021, mutta pysyvän inflaatiotavoitteen alapuolella.

([5]) 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”. Tässä kertomuksessa esitetty analyysi täydentää arviointia, joka on esitetty euroalueen talouden analyysia koskevassa Euroopan komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa, joka liittyy komission suositukseen neuvoston suosituksesta euroalueen talouspolitiikasta.

([6]) Ks. myös E. Meyermans, V. Rutkauskas ja W. Simons (2021), ”The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area”, *Quarterly Report on the Euro Area*, talouden ja rahoituksen pääosasto, Euroopan komissio, nide 20, nro 2, osa II.

Kuvio 1.2: **Euroalueen tuotanto, kotimainen kysyntä, kauppatase ja pohjainflaatio**



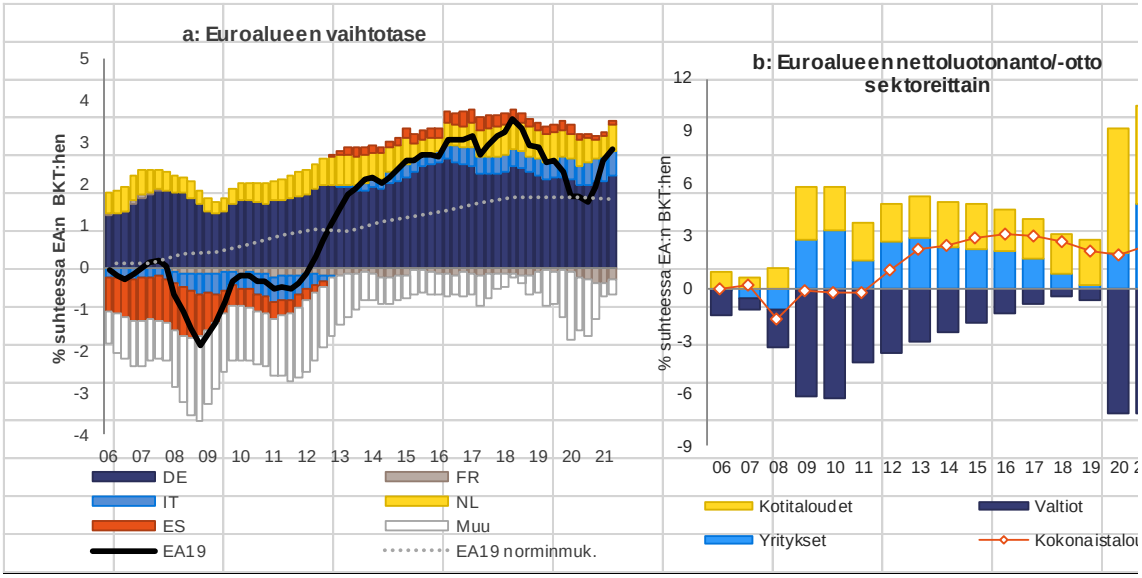
Huom. Määritelmän mukaan BKT:n ja kotimaisen kysynnän erotuksen pitäisi olla yhtä kuin kauppatase. Data ei kuitenkaan ole aivan yhdenmukaista euroalueen sisäiseen raportointiin liittyvän epäsymmetrian vuoksi.
Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste

Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä supistui vuonna 2020 edelleen asteittain tasolle, joka vastaa euroalueen perustekijöiden mukaista tasoa, mutta kasvaa jälleen vuonna 2021. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä vuonna 2020 oli 2 prosenttia suhteessa BKT:hen (kuvio 1.3 a). ([7]) Vaikka kauppatase on jonkin verran kasvanut, tulotase on hieman pienentynyt, mikä on johtanut vaihtotaseen hienoiseen heikkenemiseen. Sekä suhdannekorjaamaton että suhdannekorjattu vaihtotase, joka oli 1,6 prosenttia suhteessa BKT:hen, oli lähellä euroalueen talouden perustekijöiden mukaista vaihtotaseen normitasoa, jonka on arvioitu olevan 1,7 prosenttia suhteessa BKT:hen. ([8]) Tämä heijasti kotimaisen kysynnän pysymistä paremmalla tasolla kuin useimmilla kauppakumppaneilla. Vuoden 2021 alkupuoliskoa koskeva data osoittaa kuitenkin euroalueen vaihtotaseen ylijäämän kasvaneen lähinnä palvelutaseen kohentumisen vuoksi. Kaiken kaikkiaan euroalueen vaihtotaseen ennustetaan palaavan vuonna 2021 vuoden 2019 tasolle. Tämä kuvastaa BKT:n ja kokonaiskysynnän välisen eron palautumista pandemiaa edeltäneelle tasolle eli myös kotimaisen kysynnän jatkumista vaimeana (kuvio 1.2).

([7]) Tässä mainittu ja käytetty euroalueen vaihtotase on otettu euroalueen maksutasetilastoista. Se vastaa lukuja, jotka jäsenvaltiot ilmoittavat vaihtotaseekseen suhteessa euroalueen ulkopuolisiin kumppaneihin (nk. ”yhteisön käsitteen” mukaan). Tämä euroalueen vaihtotaseluku voi poiketa jäsenvaltioiden vaihtotaseiden summasta kansallisten tilastolaitosten ilmoittamien euroalueen sisäisten taseiden epäsymmetrioiden vuoksi.

([8]) IMF:n mallissa euroalueen norminmukaisen vaihtotaseen arvioidaan olevan 1 prosentti suhteessa BKT:hen vuonna 2020 (ks. IMF:n (2021) External Sector Report, elokuu 2021), mikä merkitsisi, että ero suhdannekorjattuun vaihtotaseeseen on 0,8 prosenttia suhteessa BKT:hen (kyseisessä raportissa 1,8 prosenttia suhteessa BKT:hen). Kun lukuun tehdään covid-19-kriisin vaikutuksen tilapäisyyteen perustuva mukautus, arvioitu ero pienenee 0,6 prosenttiin.

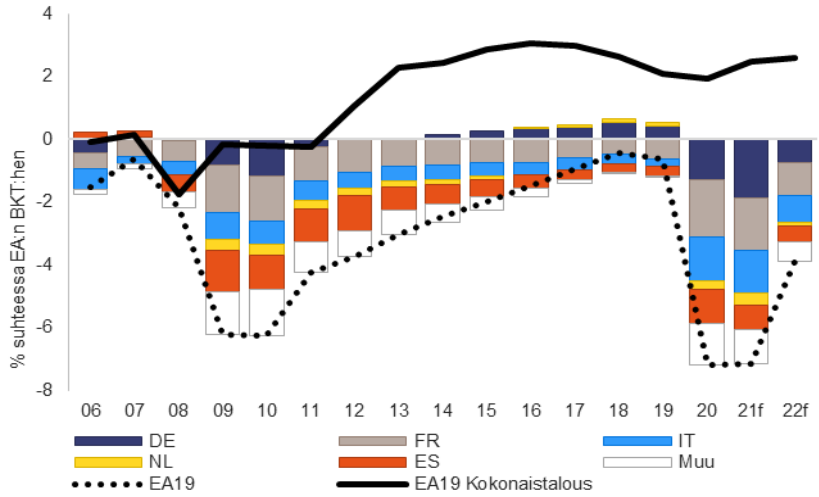
Kuvio 1.3: **Euroalueen vaihtotaseen kehitys maittain ja nettoluotonanto ja -otto sektoreittain**



Huom. b: Ennen vuotta 2021 euroalueen koko taloutta koskevat luvut vastaavat Eurostatin maksutasedatan nettoluotonantoa/-ottoa. Euroalueen koko taloutta koskevat luvut vuosilta 2021 ja 2022 vastaavat Euroopan komission syksyn 2021 talousennusteen vaihtotase- (mukautettu) ja pääomataselukujen summaa. Kotitalouksien ja yrityssektorin data vuosilta 2021 ja 2022 on laskettu euroalueen maiden summana ilman Maltaa, josta ei ole saatavilla dataa.
Lähde: Eurostatin maksutaseluvut, AMECO ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste.

Vuonna 2020 suurimmat muutokset ulkoisessa tasapainossa olivat pikemminkin sektorikohtaisia kuin maantieteellisiä. Euroalueen ylijäämän suurimpien aiheuttajien, Saksan ja Alankomaiden, vaihtotaseen ylijäämät (kuvio 1.3 a) supistuivat edelleen vuonna 2020. Italian positiivinen ja Ranskan negatiivinen vaikutus kasvoivat jonkin verran. Euroalueen ylijäämän kasvu vuoden 2021 alkupuoliskolla johtui suurelta osin Irlannin vaihtotaseen huomattavasta kasvusta. Myös Saksan ja Alankomaiden vaikutus euroalueen ylijäämään kasvoi ja palasi vuoden 2019 tasolle. Italian ylijäämä kasvoi edelleen, ja sen osuus saavutti Alankomaiden osuuden. Euroalueen ylijäämän maantieteellisen koostumuksen ennustetaan tällä hetkellä pysyvän jokseenkin vakaana. Sen sijaan sektorikohtainen vaikutus ulkoiseen tasapainoon muuttui huomattavasti vuonna 2020 (kuvio 1.3 b). Kotitalouksien ja vähemmässä määrin myös yritysten säästöjen kasvua tasoitti vahva elvyttävä finanssipolitiikka. Yksityisen sektorin nettoluotonannon ennustetaan kasvavan edelleen vuonna 2021 pääasiassa yrityssektorin vaikutuksesta ja huolimatta siitä, että varovaisuussäästäminen vähenee ja kotitalouksien kulutus kasvaa. Julkisen talouden nettoluotonoton ennustetaan pysyvän miltei muuttumattomana, ja Saksan alijäämän huomattava kasvu vaikuttaa voimakkaasti euroalueen suureen julkisen talouden nettoluotonottoon (kuvio 1.4). Julkisen talouden rahoitusasemien odotetaan supistuvan huomattavasti vuonna 2022 (ks. myös julkista sektoria koskeva 2.4 jakso). Koska yksityisen sektorin nettoluotonannon ennustetaan supistuvan saman verran, ulkoisen rahoitusaseman ennustetaan pysyvän vakaana.

Kuvio 1.4: **Julkisen sektorin nettoluotonoton maantieteellinen jakautuminen euroalueella**



Huom. Ennen vuotta 2021 euroalueen 19 jäsenvaltion koko taloutta koskevat luvut vastaavat Eurostatin maksutasedatan nettoluotonantoa/-ottoa. Euroalueen 19 jäsenvaltion koko taloutta koskevat luvut vuosilta 2021 ja 2022 vastaavat Euroopan komission syksyn 2021 talousennusteen vaihtotase- (mukautettu) ja pääomataselukujen summaa.
Lähde: Eurostatin maksutase ja AMECO.

Politiikkatoimet

Pandemia on tuonut esiin suhdanteita tasoittavan päätösperäisen finanssipolitiikan, kasvua edistävän rahapolitiikan ja eurooppalaisen koordinoinnin myönteisen roolin talouskriisiin vastaamisessa. Covid-19-kriisi on osoittanut, että mittavat päätösperäiset finanssipoliittiset toimet voivat olla tuloksellisia, kun lievennetään laajan häiriön välittömiä vaikutuksia ja tasoitetaan tietä nopealle elpymiselle. EU:n sääntelykehysten lieventäminen on vahvistanut välittömiä kansallisia finanssipoliittisia toimia. Kollektiivinen reagointi loi yleistä luottamusta talouteen. Rahapoliittisilla toimenpiteillä autettiin säilyttämään suotuisat rahoitusehdot kaikilla talouden aloilla pandemian aikana, tuettiin talouden toimeliaisuutta ja turvattiin keskipitkän aikavälin hintavakaus. Finanssi- ja rahapolitiikan toisiaan vahvistavat vaikutukset ovat olleet ratkaisevan tärkeitä kriisin vaikutusten lieventämiseksi ja ne tukeneet elpymistä. Vaikka rahoitusehtojen odotetaan säilyvän suotuisina, alhainen korkotaso ja inflaation viimeaikainen hivuttautuminen ylöspäin rajoittavat rahapolitiikan keventämismahdollisuuksia. Voi olla siis tarpeen säilyttää finanssipolitiikan vakauttava rooli, jos heikkenemisriskejä ilmenee, vaikka varovainen finanssipolitiikka normaaliaikoina luo luottamusta finanssipolitiikan toimivuuteen kriisiaikoina.

Makrotalouden epätasapainojen ehkäiseminen ja korjaaminen on edelleen olennaisen tärkeää. Ensinnäkin talouden heikko elpyminen voi aiheuttaa yritysten konkurssien jyrkän lisääntymisen, mikä johtaa siihen, että työpaikkoja menetetään, kriisiin liittyviä yrityslainojen takauksia vaaditaan yhä useammin maksettaviksi ja investoinnit vähenevät. Toiseksi epäsuotuisa talouskehitys voisi pahentaa valtioiden ja pankkien välistä noidankehää. Kolmanneksi kestämätön omaisuuserien ja asuntojen hintojen nousu saattaa lisätä kotitaloussektorin haavoittuvuutta. ([9]) Nämä riskit voivat vaikuttaa kielteisesti julkisen talouden velkakestävyyteen ja rajoittaa finanssipoliittisia mahdollisuuksia vastata tuleviin haasteisiin. Kasautuneiden haavoittuvuuksien purkaminen auttaa myös vakauttamaan elpymistä ja vahvistamaan pitkän aikavälin kasvua. Talouden rakenteiden suurempi samankaltaisuus ja synkronoidummat suhdannevaihtelut lisäävät osaltaan yhteisen rahapolitiikan toimivuutta.

Sekä julkisen että yksityisen sektorin velan suuren määrän vähentäminen riippuu ratkaisevasti elpymisen kehittymisestä kestäväksi kasvuksi, mikä edellyttää tuottavia investointeja. Ensin mainittu edellyttää kasvua tukevaa politiikan viritystä elpymisen aikana ja kriisin johdosta annetun poikkeuksellisen politiikkatuen lopettamista oikeaan aikaan. Talouden laajenemisen vahvuus riippuu perustekijöiden kohentamisesta, mikä edellyttää asianmukaisten uudistusten ja investointien toteuttamista. Tämä on entistäkin tärkeämpää sen vuoksi, että monissa maissa on suuri julkisen ja yksityisen sektorin velka ja suhteellisen vähäinen potentiaalinen kasvu. Tämä vaikeuttaa niiden velkataakan keventämistä ja edellyttää uskottavaa paluuta maltillisella tasolla oleviin keskipitkän aikavälin rahoitusasemiin, kun talouden olosuhteet sen sallivat.

Koska euroalueen taloudet ovat yhteydessä toisiinsa, tarvitaan jäsenvaltioiden makrotalouspolitiikkojen asianmukaista yhdistelmää elpymisen ylläpitämiseksi samalla kun epätasapainoja korjataan ja uusiin riskeihin puututaan. Euroalueen nettoluotonantajamaiden talouden kasvu muun muassa kasvua tukevien kysyntäolosuhteiden pohjalta hyödyttäisi paitsi näitä maita, myös nettoluotonottajamaita, sillä nopeampi kasvu euroalueella tukee kasvua ja velkavivun purkamista sekä ulkoisen rahoitusaseman kohentumista jälkimmäisissä maissa. Kriisin edellyttämien ylimääräisten tukitoimien lopettaminen mukauttamistarpeiden mukaan ajoitettuna auttaisi tässä suhteessa. Tuottavuuden ja kilpailukyvyn tuntuva ja pysyvä paraneminen nettoluotonottajamaissa edistäisi myös ulkoisen tasapainon palauttamista ja helpottaisi velkataakan keventämistä. Euroalueen ja EU:n tasolla käyttöön otettujen välineiden tuloksellinen käyttö sekä tarvittavien uudistusten ja investointien tuloksellinen toteuttaminen auttaisivat edistämään kestävää elpymistä ja vahvistamaan palautumiskykyä esimerkiksi puuttumalla epätasapainoihin ja uusiin riskeihin. On ratkaisevan tärkeää, että Next Generation EU -rahoitus käytetään kokonaan ja kanavoidaan kaikkein tuottavimpiin käyttötarkoituksiin. Tämä sekä vahvistaisi varojen taloudellista vaikutusta että estäisi suljetun sektorin toiminnan liiallisen kasvun ja ulkoisten epätasapainojen riskiä maissa, joissa EU:lta saatujen varojen osuus suhteessa BKT:hen on suuri.

([9]) Euroopan komissio (2020): Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes, *Report on Public Finances in EMU*, Institutional Paper 133, osa III.

Elpymis- ja palautumistukivälineestä rahoitettavien uudistusten ja investointien tuloksellinen täytäntöönpano edistää investointivetoista elpymistä ja vahvistaa palautumiskykyä ja parantaa näin makrotalouden vakautta. Elpymis- ja palautumissuunnitelmien tuloksellinen täytäntöönpano tekee EU:n taloudesta kestävämmän, osallistavamman ja palautumiskykyisemmän sekä helpottaa valmistautumista vihreään siirtymään ja digitaaliseen muutokseen. Se auttaa myös lieventämään EU:n sisäisten erojen riskiä, sillä elpymis- ja palautumistukivälineen avustukset kohdennetaan jäsenvaltioihin, joiden BKT asukasta kohden on muita alhaisempi ja jotka kärsivät covid-19-kriisistä eniten. Elpymis- ja palautumissuunnitelmien täytäntöönpanon avulla voitaisiin parantaa velkakestävyyttä tukemalla potentiaalista kasvua erityisesti niissä jäsenvaltioissa, joilla julkisen talouden riskit ovat suurimmat ja yksityissektorin velkaantuminen liian suurta. Toisin kuin maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeisinä vuosina, suuremmat julkiset investoinnit tukevat pandemian jälkeistä elpymistä. Elpymis- ja palautumistukivälineestä maksettavilla avustuksilla rahoitetaan laadukkaita investointihankkeita ja mahdollistetaan tuottavuutta lisäävien uudistusten toteuttaminen ilman, että kansallinen alijäämä tai velkasuhde kasvaa. Näiden avustusten ja muiden EU:n rahoituslähteiden arvioidaan lisäävän julkisia investointeja jäsenvaltioissa keskimäärin noin 0,5 prosenttia suhteessa BKT:hen vuosina 2021 ja 2022.

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

2.1. KATSAUS TULOSTAULUJEN TIETOIHIN

Varoitusmekanismia koskeva kertomus perustuu talouspoliittisiin päätelmiin, jotka on laadittu 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 ja julkisen sektorin velkaa, asuntomarkkinoita, pankkisektoria ja työllisyyttä. Datan vakauden ja maiden yhdenmukaisen kohtelun varmistamiseksi tulostaulu perustuu laadukkaisiin tilastotietoihin. Makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annetun asetuksen (asetus (EU) N:o 1176/2011) mukaisesti komission roolina on, että se tekee tulostaulun arvoista talouspoliittisia päätelmiä, joiden avulla voidaan paremmin ymmärtää yleistä taloudellista tilannetta ja ottaa huomioon maakohtaiset näkökohdat. Tulostaulun indikaattoreita ei ole tarkoitus lukea mekaanisesti. ([10]) Tulostaulun pohjalta tehtäviä päätelmiä täydennetään 28 lisäindikaattorilla.

Lisäksi tässä kertomuksessa käytetään ennusteita, pikaestimaatteja ja lyhyin aikavälein julkistettavaa dataa, jotta makrotalouden vakauteen kohdistuvien riskien mahdollista kehittymistä voidaan mitata tarkemmin. Varoitusmekanismia koskevan kertomuksen virallinen tulostaulu sisältää dataa vuoteen 2020 asti. Kun otetaan huomioon covid-19-kriisin kokonaisvaikutukseen liittyvä huomattava epävarmuus, tähän kertomukseen sisältyy ennakoiva arviointi kriisin mahdollisista vaikutuksista makrotalouden vakauteen ja makrotalouden olemassa olevan epätasapainon kehittymisestä. Tämä vastaa marraskuussa 2020 julkaistussa varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa noudatettua lähestymistapaa. Vuotta 2021 ja sitä seuraavia vuosia koskevien tulostaulun muuttujien arvojen arvioinnissa on käytetty komission ennustedataa, ja pikaestimaatit perustuvat vuodesta tähän mennessä saatuihin tietoihin (ks. tarkemmat tiedot liitteestä 1). Ennusteiden taustalla on huomattavaa epävarmuutta, mikä on tarpeen pitää mielessä, jotta voidaan noudattaa analyysin ja käytetyn datan läpinäkyvyyttä koskevia periaatteita ja varovaisuutta niistä tehtyjen johtopäätösten suhteen. Lisäksi aikaisempien vuosien tapaan varoitusmekanismia koskevaa kertomusta varten tehdyssä arvioinnissa otetaan huomioon myös arviointikehysten sekä olemassa olevien perusteellisten tarkastelujen ja relevanttien analyysien havainnot.

Tulostaulun data viittaa siihen, että covid-19-kriisi on keskeyttänyt varantoepätasapainojen viimeaikaisen korjaantumisen, ja pääasiassa asuntomarkkinoihin liittyvä ylikuumenemisen riski on saattanut levitä. Kun lasketaan varoitusmekanismia koskevan kertomuksen tulostaulun kynnysarvot ylittävät arvot eri vuosilta, ilmi tulee seuraavassa esitettäviä seikkoja (kuvio 2.1.1).

- Talouden laajentuminen vuosina 2013–2019 auttoi pienentämään yksityistä ja julkista velkaa suhteessa BKT:hen. Tästä merkkinä oli vuoteen 2019 asti niiden jäsenvaltioiden määrän väheneminen, joiden velkasuhde ylitti kynnysarvot. Covid-19-kriisi keskeytti tämän vähenemisen. Yhä useamman maan yksityistä ja julkista velkaa koskevat lukemat ovat tai niiden odotetaan olevan kynnysarvojen yläpuolella.

- Asuntojen hintojen nousu on johtanut siihen, että yhä useammat maakohtaiset lukemat ovat viime vuosina ylittäneet kynnysarvot. Tästä kehityksestä tuli selvästi näkyvämpää vuonna 2020, kun yhä useammat maat ylittivät kynnysarvon.

([10]) 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).

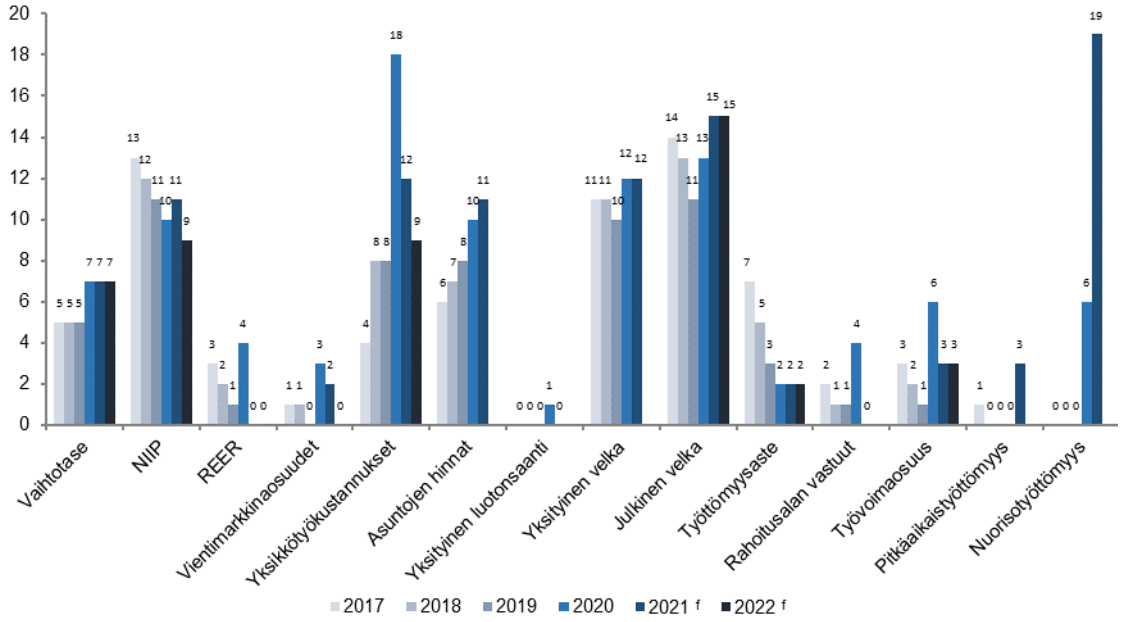
- Yksikkötyökustannusten kasvu (joka perustuu kolmen vuoden aikana tapahtuneisiin kumulatiivisiin muutoksiin) oli ylittänyt kynnysarvot useita kertoja ennen covid-19-kriisiä, ja kasvu nopeutui edelleen jyrkästi vuonna 2020. Tämä johtui pääasiassa mekaanisista vaikutuksista, kun tuottavuus aleni huomattavasti toimeliaisuuden vähennyttyä tilanteessa, jossa työvoiman ylimitoitus oli merkittävää. Yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan hidastuvan, sillä elpymisen myötä myös kokonaistuottavuuden on mahdollista elpyä. Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin ja vientimarkkinaosuuden kynnysarvot ylittyivät yhä useammin vuonna 2020, mutta niiden tilanteen odotetaan paranevan suhteellisen nopeasti.

- Useiden jäsenvaltioiden vaihtotase ylittää (kolmen vuoden keskiarvojen perusteella) edelleen joko ylemmän tai alemman kynnysarvon. Viime vuosina on ollut enemmän maita, joiden vaihtotaseen ylijäämä ylittää ylemmän kynnysarvon, kuin maita, joiden alijäämä alittaa alemman kynnysarvon. Covid-19-kriisi ei ole muuttanut vaihtotasetilannetta juurikaan, vaikka muutamat maat ovat ylittäneet kynnysarvot marginaalisesti. ([11]) Elpymisen odotetaan vähentävän sellaisten tapausten määrää, joissa ulkomainen nettovarallisuusasema on erittäin negatiivinen suhteessa BKT:hen. Tämä tarkoittaisi, että pandemiaa edeltävä ulkoisen rahoitusaseman kohenemistrendi jatkuisi.

- Kriisi vaikuttaa työmarkkinoihin. Vaikka työttömyysaste on pysynyt yleisesti hallinnassa, työvoimaosuus on pienentynyt ja ylittänyt sitä koskevan kynnysarvon muutamissa jäsenvaltioissa, kun yhä useammat ihmiset poistuvat työmarkkinoilta. Tämä on myös kokonaistyöttömyysasteen maltillisemman nousun takana. Pitkäaikaistyöttömyys ja erityisesti nuorisotyöttömyys osoittavat, kuten yleensäkin, merkittävää herkkyyttä työmarkkinatilanteen muutoksille.

Varoitusmekanismia koskevan kertomuksen loppuosassa tarkastellaan tarkemmin näitä ja muita asiaan liittyviä kysymyksiä.

Kuvio 2.1.1: **Niiden jäsenvaltioiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kynnysarvon**



Huom. Niiden maiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kyseisen 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. Tulostaulun indikaattoreita koskevissa vuosien 2021 ja 2022 ennusteissa noudatetusta lähestymistavasta ks. liite 1. Seuraavia indikaattoreita koskevat ennusteet on tehty ainoastaan vuodesta 2021: asuntojen hinnat, yksityinen luotonsaanti, yksityissektorin velka, rahoitusalan vastuut, pitkäaikaistyöttömyys, nuorisotyöttömyys.
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat (ks. liite 1).

([11]) Kuviosta 2.1.1 ilmi tuleva niiden jäsenvaltioiden määrän kasvu, joiden vaihtotaselukemat ylittävät kynnysarvot vuosien 2019 ja 2020 välillä, johtuu pääasiassa tietojen tarkistuksista.

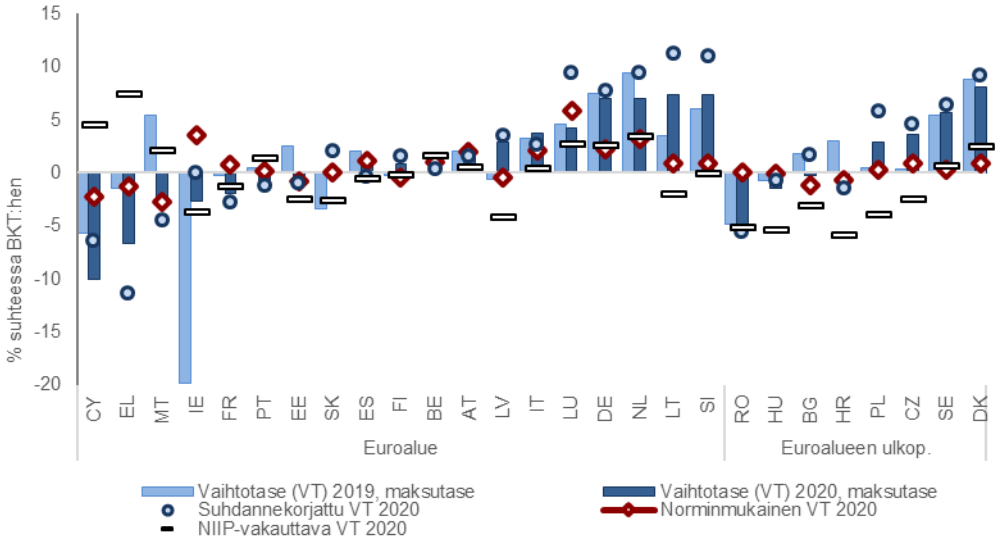
2.2. ULKOINEN SEKTORI JA KILPAILUKYKY

2.2.1. ULKOINEN SEKTORI

Covid-19-kriisi on vaikuttanut haitallisesti useiden sellaisten jäsenvaltioiden vaihtotaseisiin, joilla on tyypillisesti paljon ulkomaanvelkaa, kun taas useiden maiden vaihtotaseen ylijäämä pysyi suurena. Vaihtotase kehittyi vuonna 2020 eri puolilla EU:ta eri suuntiin, ja matkailupalvelujen viennistä voimakkaasti riippuvaisten maiden vaihtotase heikkeni selvästi. Tämä koski Kreikkaa, Kroatiaa, Kyprosta ja Maltaa sekä vähäisemmässä määrin Espanjaa ja Portugalia (kuvio 2.2.1). Maltaa lukuun ottamatta niillä kaikilla oli suuri määrä ulkomaanvelkaa ennen covid-19-kriisiä. Sitä vastoin Latviassa, Liettuassa, Puolassa ja Tšekissä vaihtotase on kohentunut huomattavasti pääasiassa kauppataseen kohentumisen vuoksi. Tukena on ollut sijoitustulojen taseen paraneminen, kun ulkomaisten sijoittajien tulot ovat kriisin yhteydessä pienentyneet. Suuret vaihtotaseen ylijäämät ovat supistuneet pandemian aikana Saksassa, Tanskassa ja erityisesti Alankomaissa, mutta ne ovat edelleen mittavia. Slovenian vaihtotaseen ylijäämä kasvoi edelleen. Alhaisemmat energian hinnat vuonna 2020 kasvattivat lähes kaikkien jäsenvaltioiden vaihtotasetta.

Vaikka muutokset ulkoisessa tasapainossa pysyivät enimmäkseen vähäisinä ja tilapäisinä talouden häiriön suuruuteen nähden, eri sektoreiden osuudet EU-maiden ulkoisissa virroissa ovat muuttuneet paljon. Kotitalouksien säästäminen lisääntyi varovaisuussyistä ja rajallisten kulutusmahdollisuuksien vuoksi, kun taas yritykset tyypillisesti vähensivät investointejaan epävarmuuden vuoksi, mikä johti yksityisen sektorin nettoluotonannon/-oton kasvuun (kuvio 2.2.3 a, b ja c). Sen sijaan valtiot tukivat taloutta kriisissä samalla kun niiden tulot vähenivät, mikä johti kaikissa EU-maissa julkisen talouden suureen nettoluotonottoon. Suuret sektorikohtaiset heilahtelut kompensoivat toisensa pääpiirteissään eivätkä näin ollen useimmissa jäsenvaltioissa johtaneet merkittäviin muutoksiin niiden yhteenlasketussa nettoluotonannossa ja -otossa.

Kuvio 2.2.1: **Vaihtotaseet ja vertailuarvot vuosina 2019 ja 2020**



Huom. Maat esitetään vuoden 2020 vaihtotaseen mukaisessa järjestyksessä. Norminmukaiset vaihtotaseet: ks. alaviite 12. Suhdannekorjatut vaihtotaseet: ks. alaviite 15. 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.
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.

Kolmen jäsenvaltion vaihtotase alitti vuonna 2020 makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun alemman kynnysarvon, joka vastaa kolmen vuoden keskiarvoa. Kyproksen suuri vaihtotaseen alijäämä heikkeni edelleen vuonna 2020 ja oli –10,1 prosenttia suhteessa BKT:hen.

Tämä johtui pääasiassa kansainvälisen matkailun vähenemisestä mutta myös ensitulojen taseen alijäämän syvenemisestä. Kolmen vuoden keskiarvo pieneni yhä enemmän makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon alapuolelle. Vaihtotase on norminmukaisen tasonsa alapuolella samoin kuin sen tason alapuolella, joka tarvitaan ulkomaisen nettovarallisuusaseman saattamiseksi varovaisuusvertailuarvon tasolle seuraavien kymmenen vuoden aikana. ([12]) ([13]) Romanian vaihtotase jatkoi tasaista laskusuuntaustaan, sillä se supistui hieman, 5 prosenttia suhteessa BKT:hen, mikä kasvatti hieman eroa norminmukaiseen lukemaan nähden. Irlannin vaihtotase oli –2,7 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ja kolmen vuoden keskiarvo oli lähes –6 prosenttia, mikä johtui poikkeuksellisen suuresta alijäämästä vuonna 2019. ([14])

Vaihtotase ylitti makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn ylemmän kynnysarvon neljässä jäsenvaltiossa vuonna 2020. Tilanne on ollut tämä Alankomaissa, Saksassa ja Tanskassa lähes vuosikymmenen ajan. Vuonna 2020 Tanskan ylijäämä oli 8,1 prosenttia ja Saksan 6,9 prosenttia suhteessa BKT:hen, mikä oli vähemmän kuin vuonna 2019. Alankomaiden ylijäämä supistui 9,4 prosentista 7 prosenttiin suhteessa BKT:hen osittain monikansallisten yritysten toiminnan vuoksi. Tanskan ylijäämä supistui kauppataseen pienenemisen vuoksi, kun taas Alankomaissa ja Saksassa supistuminen johtui pääasiassa sijoitustulojen pienenemisestä. Slovenian suuri ylijäämä kasvoi 6 prosentista 7,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen kriisin aikana, kun kauppatase ja ensitulojen tase vahvistuivat. Ylijäämät olivat kaikissa neljässä maassa edelleen huomattavasti niiden norminmukaisia vaihtotaseita ja ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttavan vaihtotaseen vertailuarvoja suurempia.

Useimpien muiden EU-maiden vaihtotase ylitti perustekijöiden mukaisen maakohtaisen tason vuonna 2020, mutta muutamia merkittäviä poikkeuksiakin oli. Useimmissa jäsenvaltioissa sekä suhdannekorjaamaton että suhdannekorjattu vaihtotase ylittivät perustekijöiden mukaisen vaihtotaseen tai olivat lähellä sekä ylittivät ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttavan vaihtotaseen (kuvio 2.2.1). ([15]) Merkittäviä poikkeuksia olivat Kreikka ja Portugali, joiden vaihtotase oli alle sekä norminmukaisen lukeman että lukeman, joka tarvitaan ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvon saavuttamiseksi 10 vuoden aikana. Molemmissa maissa ja erityisesti Kreikassa covid-19-kriisi on heikentänyt vaihtotasetta huomattavasti monen vuoden merkittävän vahvistumisen jälkeen.

Niissä maissa, joissa on merkittävä ulkomaanmatkailun sektori, vaihtotaseen alijäämän ennustetaan kohenevan hitaasti vuosina 2021 ja 2022, ja suurimpien ylijäämien odotetaan suurimmaksi osaksi pienenevän hieman, joskaan ei kaikissa tapauksissa (kuvio 2.2.2). Kansainvälisen matkailun odotetaan elpyvän jatkossa asteittain. Tämä elpyminen saattaa kuitenkin olla epätasaista ja jäädä ennustejaksolla vajaaksi (ks. matkailua koskeva laatikko 1). Elpyminen tukee vaihtotaseen parantamista maissa, jotka ovat vahvasti riippuvaisia matkailuviennistä, erityisesti Kreikassa, Kroatiassa ja Kyproksessa. Kyproksen vaihtotaseen suuren alijäämän supistumisen odotetaan kuitenkin olevan hidasta. Romanian vaihtotaseen ennustetaan heikkenevän edelleen. Sitä vastoin Irlannin epävakaan vaihtotaseen ennustetaan olevan ennustejaksolla merkittävästi ylijäämäinen. Tanskan, Saksan ja Slovenian suurten ylijäämien ennustetaan supistuvan, vaikkakin Saksan kohdalla hyvin vähän. Alankomaiden ylijäämän puolestaan ennustetaan palautuvan vuoteen 2022 mennessä lähes vuoden 2019 tasolle.

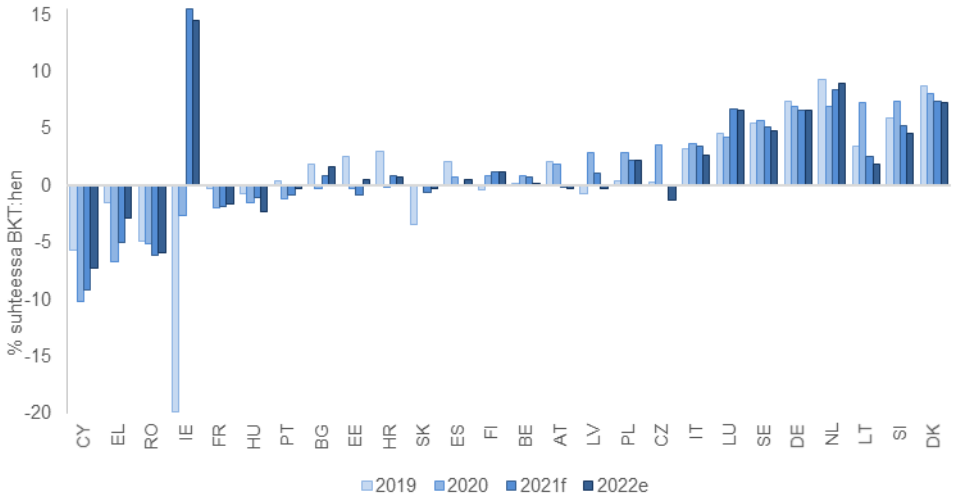
([12]) Perustekijöiden mukaiset (norminmukaiset) vaihtotaseet on johdettu redusoiduilla regressiomalleilla, jotka kattavat säästöjen ja investointien tasapainon kannalta tärkeimmät vaikutustekijät, kuten perustekijät, politiikkatekijät ja rahoitusalan maailmanlaajuisen tilanteen. Ks. L. Coutinho ym. (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).

([13]) Ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvot määritetään maksimoimalla signaalien voimakkuus ennustettaessa maksutasekriisiä. Laskennassa otetaan huomioon maakohtaiset tiedot, jotka esitetään asukasta kohden laskettuna tulotasona. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvojen laskennassa käytetyn menetelmän osalta ks. A. Turrini ja S. Zeugner (2019), ”Benchmarks for Net International Investment Positions”, European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

([14]) Vaihtotaseen alijäämä oli –19,9 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019. Irlannin ulkoista sektoria koskevan datan suuri vaihtelu liittyy vahvasti monikansallisten yritysten toimintaan.

([15]) 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.

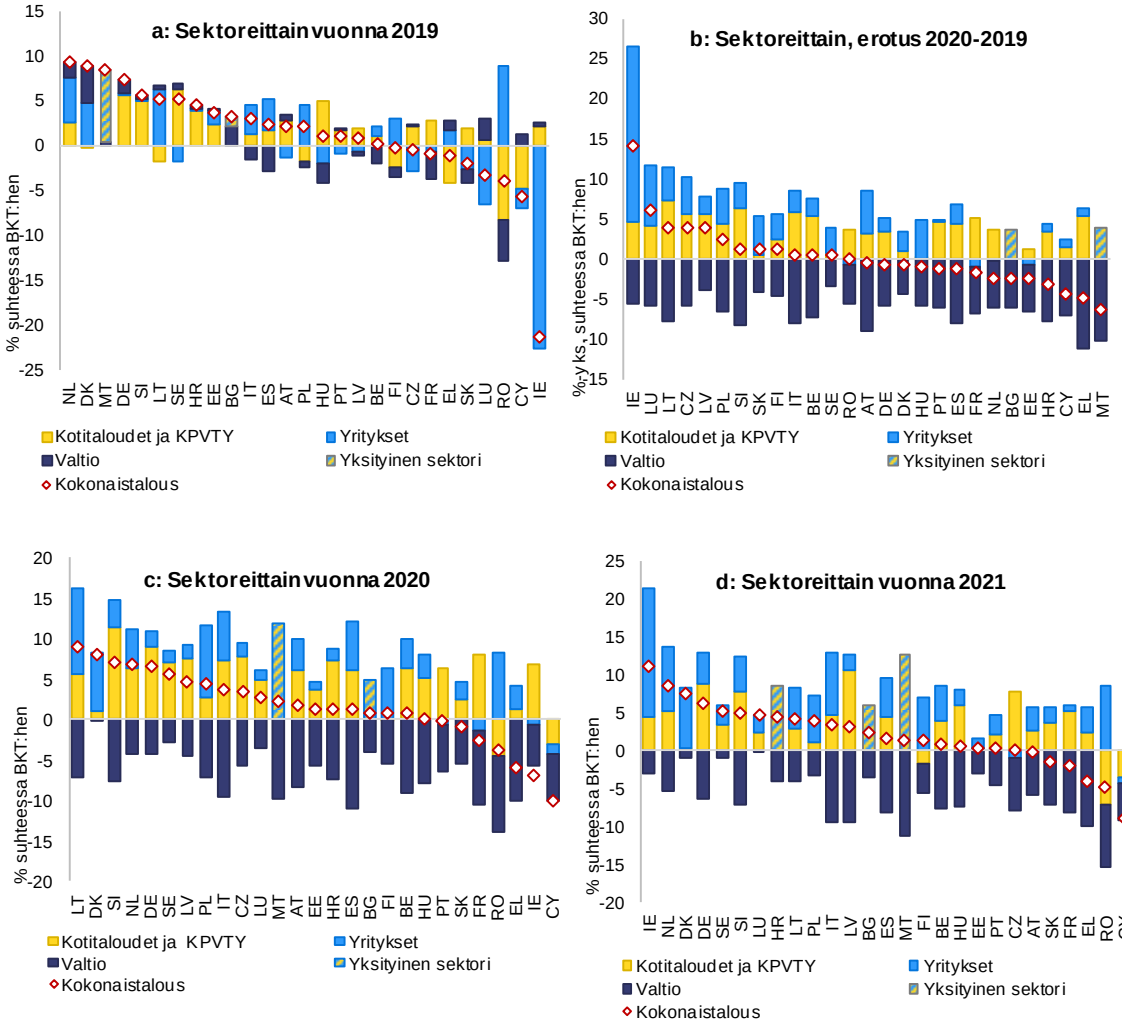
Kuvio 2.2.2: **Vaihtotaseiden kehitys**



Huom Maat esitetään nousevassa järjestyksessä vuoden 2020 vaihtotaseen perusteella.
Lähde: Eurostat, Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste ja komission yksiköiden laskelmat.

Eri sektoreiden vaikutus ulkoiseen rahoitusasemaan ei todennäköisesti muutu merkittävästi useimmissa jäsenvaltioissa säästöjen ja investointien osalta. Yksityisen sektorin odotetaan enimmäkseen pysyvän nettoluotonantajan roolissa ja valtioiden nettoluotonottajan roolissa vuonna 2021 (kuvio 2.2.3 d). Yksityisellä sektorilla useimmissa jäsenvaltioissa yritysten nettoluotonannon ennustetaan kasvavan ja kotitalouksien nettoluotonannon jonkin verran supistuvan. Valtioiden nettoluotonoton odotetaan keskimäärin vähenevän hieman. Julkisella sektorilla jäsenvaltioiden, joiden vaihtotaseen ylijäämä on suuri, nettoluotonannolla on vaikutusta niiden ulkoiseen rahoitusasemaan.

Kuvio 2.2.3: **Nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain vuosina 2019–2021**

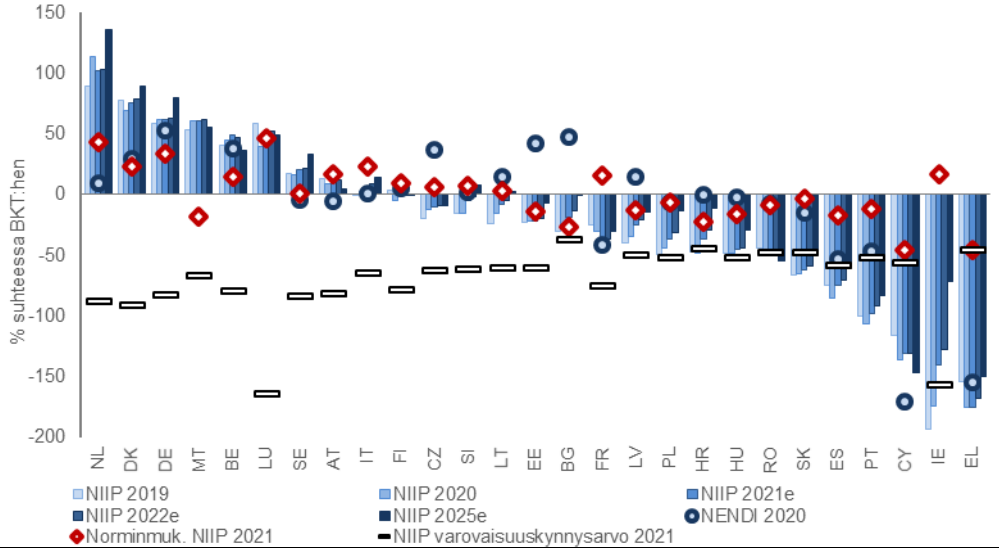


Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste

Vuonna 2020 ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni useimmissa suurissa nettoluotonottajamaissa ja koheni suurimassa osassa maita, joilla oli suuri positiivinen asema. Vuonna 2019 ulkomainen nettovarallisuusasema parani kaikissa EU-maissa neljää lukuun ottamatta, mutta vuonna 2020 kehityksessä oli huomattavia maakohtaisia eroja, ja lähes puolessa jäsenvaltioista ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni. Ulkomainen nettovarallisuusasema oli vuonna 2020 kymmenessä jäsenvaltiossa heikompi kuin tulostaulun kynnysarvo, joka on –35 prosenttia suhteessa BKT:hen. Vuonna 2019 näitä jäsenvaltioita oli yksi vähemmän. Kaikissa näissä maissa ulkomaisen nettovarallisuusaseman odotetaan vuonna 2021 jäävän alle perustekijöiden mukaisen tason, ja kuudessa maassa ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan alittavan varovaisuuskynnysarvon (kuvio 2.2.4). ([16]) Suurien negatiivisten ulkomaisten nettovarallisuusasemien ennustetaan pääasiassa paranevan. Keskipitkällä aikavälillä kolmen jäsenvaltion, joiden ulkomainen nettovarallisuusasema oli alle –35 prosentin rajan vuonna 2020, odotetaan ylittävän rajan. Suurten positiivisten ulkomaisten nettovarallisuusasemien ennustetaan kasvavan edelleen tai pysyvän suurin piirtein ennallaan.

([16]) Perustekijöiden mukainen ulkomainen nettovarallisuusasema (ns. norminmukainen ulkomainen nettovarallisuusasema) saadaan norminmukaisten vaihtotaseiden arvon kasautuessa ajan mittaan (ks. myös alaviite 12). Perustekijöiden mukaisen 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.

Kuvio 2.2.4: **Ulkomaiset nettovarallisuusasemat (NIIP) 2019–2022 ja 2025 sekö vertailuarvot vuonna 2021**



Huom. Maat esitetään laskevassa järjestyksessä sen perusteella, mikä ulkomaisen nettovarallisuusaseman suhde BKT:hen oli vuonna 2020. NENDI on ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvon ja norminmukaisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman osalta ks. alaviitteet 13 ja 16. Irlannin (IE), Luxemburgin (LU) ja Maltan (MT) NENDI on asteikon ulkopuolella.
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat (ks. myös liite 1).

Ulkomainen nettovarallisuusasema supistui vuonna 2020 eniten jäsenvaltioissa, joiden ulkomainen nettovarallisuusasema on eniten negatiivinen, mutta elpymisen odotetaan mahdollistavan tilanteen paranemisen useimmissa jäsenvaltioissa. Irlannissa, Kreikassa, Kyproksessa ja Portugalissa ulkomainen nettovarallisuusasema on alle –100 prosenttia suhteessa BKT:hen ja alittaa perustekijöihin perustuvat ja varovaisuuskynnysarvot. Espanjan ulkomainen nettovarallisuusasema on noin –85 prosenttia suhteessa BKT:hen. Irlantia lukuun ottamatta tilanne heikkeni näissä jäsenvaltioissa voimakkaasti, Kreikassa ja Kyproksessa noin 20 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen. Tärkeimpiä syitä olivat nimellisen BKT:n supistuminen (erityisesti Kreikassa) ja suuri vaihtotaseen alijäämä (erityisesti Kyproksessa). Irlannin ja Kyproksen ulkomainen nettovarallisuusasema on suuressa määrin osoitus myös monikansallisten yritysten ja erillisyhtiöiden rajatylittävistä rahoitussuhteista. Kaikille näille viidelle maalle on tunnusomaista suhteellisen suuri negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI), eli niiden ulkoisessa rahoitusasemassa on suuri osuus nettovelkaa. ([17]) Suurin osa Kreikan ulkomaanvelasta muodostuu edullisin ehdoin saadusta julkisesta velasta. Joidenkin jäsenvaltioiden, joilla on suuri negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, ulkoista kestävyyttä tuetaan monivuotisen rahoituskehyksen mukaisten EU:n varainsiirtojen lisäksi elpymis- ja palautumistukivälineestä myönnettävillä avustuksilla, jotka ovat joissakin tapauksissa huomattavia. Tämänhetkiset ennusteet viittaavat kuitenkin siihen, että Kyproksen ulkomainen nettovarallisuusasema polkee paikallaan, myös keskipitkällä aikavälillä. Sen sijaan muiden sellaisten maiden, joiden ulkomainen nettovarallisuusasema on erittäin negatiivinen, tilanne paranee vähitellen vuotta 2022 kohti ja keskipitkällä aikavälillä BKT:n voimakkaan kasvun ja aiempaa paremman vaihtotaseen ansiosta. Irlannissa odotettu edistyminen on poikkeuksellisen nopeaa, sillä vaihtotaseen ennustetaan olevan pitkälti ylijäämäinen.

Tilanne ei vuonna 2020 muuttunut merkittävästi useimmissa niissä EU-maissa, joiden ulkomainen nettovarallisuusasema oli kohtalaisen negatiivinen. Ennusteiden mukaan useimmissa niistä tilanne paranee. Kaikkien näiden maiden eli Kroatian, Puolan, Romanian, Slovakian ja Unkarin ulkomaisen nettovarallisuusaseman odotetaan olevan perustekijöihin vertailuarvojen alapuolella vuonna 2021, mutta vain Romanian ja Slovakian ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan olevan tasolla, joka alittaa

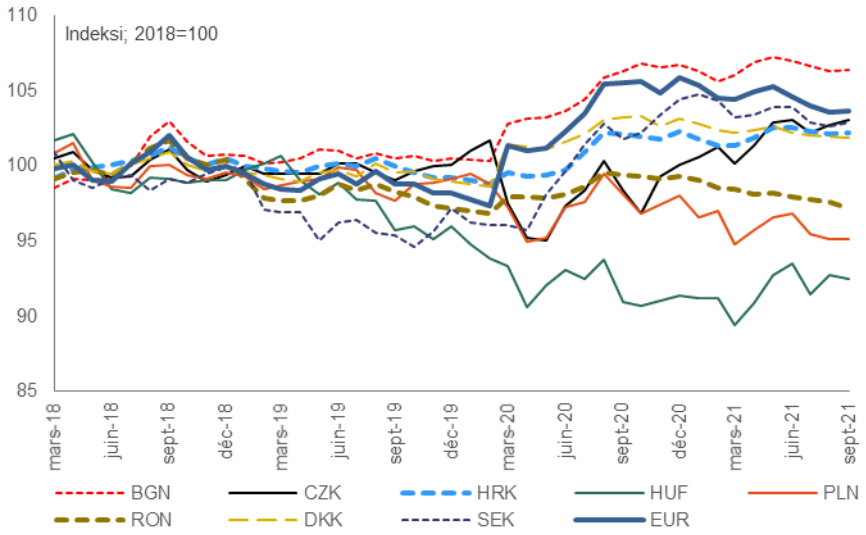
([17]) NENDI on ulkomaisen nettovarallisuusaseman osa, joka ei sisällä oman pääoman ehtoisia osia, eli suorien ulkomaisten sijoitusten (FDI) muodossa annettavaa omaa pääomaa ja kantaosakkeita ja suorina ulkomaisina sijoituksina annettavia yritysten sisäisiä valtioiden rajat ylittäviä velkoja. Se on ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja. Ks. myös Euroopan komissio, ”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.

varovaisuuskynnysarvon. Kaikkien näiden jäsenvaltioiden sekä muiden Keski- ja Itä-Euroopan maiden ja Baltian maiden ulkomaiselle nettovarallisuusasemalle on luonteenomaista niihin tehtyjen suorien ulkomaisten sijoitusten suuri määrä ja NENDI-asema, joka on paljon parempi kuin niiden ulkomainen nettovarallisuusasema. Lisäksi nämä maat saavat monivuotisen rahoituskehyksen puitteissa verrattain paljon varainsiirtoja EU:lta, mikä tukee niiden ulkoista rahoitusasemaa selvästi. Myös elpymis- ja palautumistukivälineen avustukset, jotka myönnetään monivuotisen rahoituskehyksen varainsiirtojen lisäksi, tukevat useimpien näiden maiden ulkomaisen nettovarallisuusaseman kohenemista. Ennusteiden mukaan näiden maiden ulkomaiset nettovarallisuusasemat kaiken kaikkiaan paranevat lukuun ottamatta Romaniaa, jonka tilanteen odotetaan heikkenevän hieman (kuvio 2.2.4).

Myös niiden jäsenvaltioiden ryhmässä, joilla on suuri positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, kehitys on vuonna 2020 ollut vaihtelevaa. Alankomaiden, Saksan, Maltan ja Belgian ulkomainen nettovarallisuusasema koheni edelleen; Alankomaissa ja Saksassa vaihtotaseen edelleen huomattavan ylijäämän vuoksi ja kaikissa neljässä maassa nimellisen BKT:n supistumisen edistämänä. Erityisesti Alankomaissa, mutta myös Maltassa, oli myös merkittäviä positiivisia arvostusvaikutuksia. Sitä vastoin negatiiviset arvostuksen muutokset rajoittivat Saksan ulkomaisen nettovarallisuusaseman kohenemista. Tanskan ja Luxemburgin suuri positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni negatiivisten arvostuksen muutosten vuoksi, vaikka niiden vaihtotase oli vahvasti ylijäämäinen.

Ulkoisen rahoituksen ehdot saattavat jatkossa kiristyä, millä voi olla vaikutuksia joihinkin euroalueen ulkopuolisiin maihin. Covid-19-kriisin puhjetessa maailmanlaajuisten rahoitusmarkkinoiden jännitteet tuntuivat useissa euroalueen ulkopuolisissa maissa. Tuolloin joidenkin euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden valuuttoihin, erityisesti Unkarin forinttiin, kohdistui paineita, ja ne heikkenivät maalis- ja huhtikuussa 2020, mutta elpyivät ja vakautuivat jo toukokuussa (kuvio 2.2.5), kun maailmanlaajuinen riski-ilmapiiri parani ja pääomavirrat vakautuivat. Pääomavirtojen uutta volatiliteettia tai ulkoisen rahoituksen ehtojen kiristymistä ei voi sulkea jatkossakaan pois. Tämä johtuu osittain Yhdysvaltain ja muiden kehittyneiden talouksien rahapolitiikan odotetusta kiristymisestä. Tässä tilanteessa euroalueen ulkopuoliset maat, joilla on ennusteiden mukaan suuri nettoluotonantoasema, ovat vähemmän alttiita mahdollisille uudelleen esiin tuleville ulkoisille (jälleen)rahoitusriskeille samoin kuin jäsenvaltiot, joilla on huomattavia valuuttavarantoja. Merkitystä on myös sekä yksityisen että julkisen sektorin ulkoisella rahoitustarpeella (ks. julkista sektoria koskeva 2.4 jakso).

Kuvio 2.2.5: **Nimelliset efektiiviset valuuttakurssit**



Lähde: Euroopan komissio.

2.2.2. KILPAILUKYKY

Yksikkötyökustannukset nousivat kaikkialla EU:ssa, kun työn kokonaistuottavuus laski covid-19-kriisin vuoksi tilapäisesti huomattavasti. Tulostaulu osoittaa vuotta 2020 edeltäneiden kolmen vuoden kumulatiivisen kasvun perusteella yksikkötyökustannusten kasvaneen yli kynnysarvon 18 jäsenvaltiossa, kun vuosi sitten näitä maita oli kahdeksan. Ennen vuotta 2020 joissakin maissa oli merkkejä mahdollisista ylikuumenemispaineista. Näitä maita olivat Bulgaria, Latvia, Liettua, Luxemburg, Malta, Romania, Slovakia, Tšekki, Unkari ja Viro. Pelkästään vuonna 2020 yksikkötyökustannusten kasvu kiihtyi 22 jäsenvaltiossa. Tämän poikkeuksellisen kasvun arvioidaan kuitenkin taittuvan osittain monissa maissa vuosina 2021 ja 2022 yksikkötyökustannusten heilahtelun lisääntyessä yleisesti.

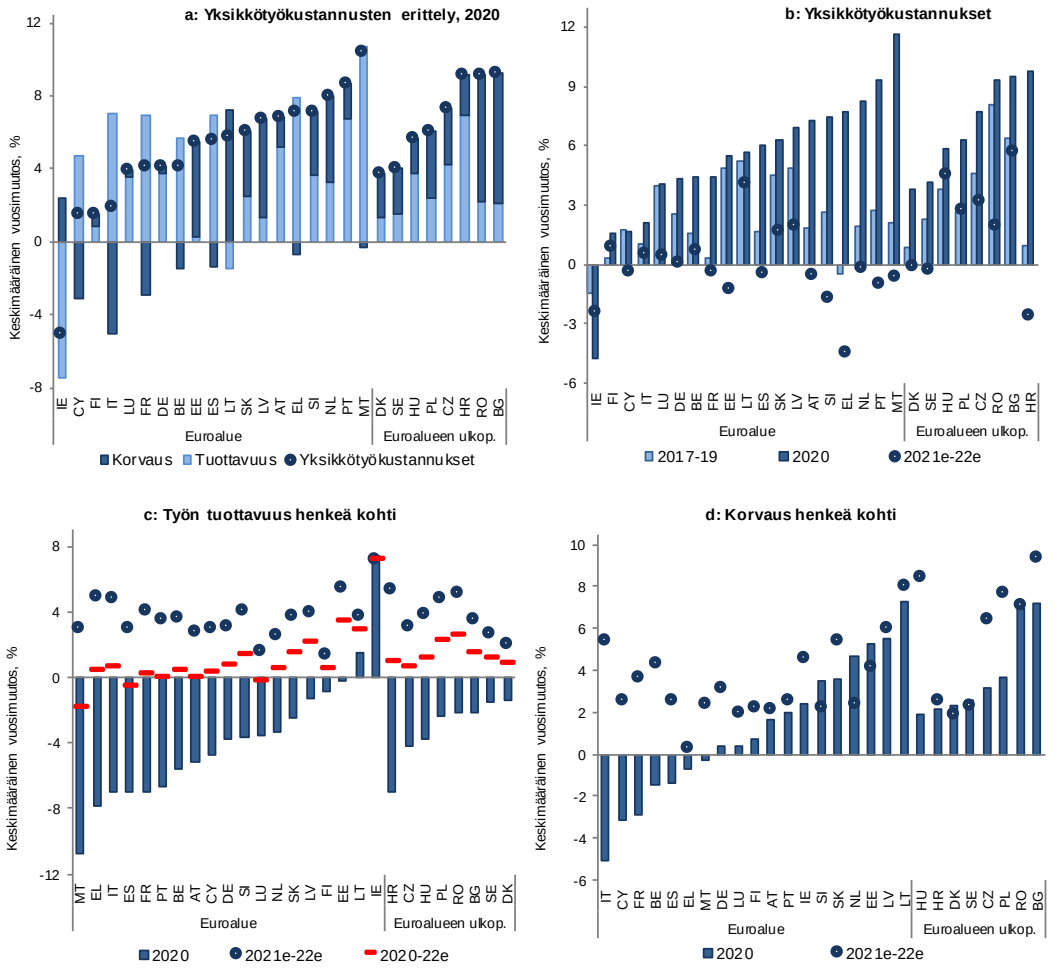
Covid-19-pandemian vaikutuksen ja elpymisen yhteydessä esiin tulevien rakenteellisten ongelmien vuoksi kustannuskilpailukyvyn muutoksia on vaikea arvioida. Yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui selvästi vuonna 2020, mutta tilanteen odotetaan kääntyvän osittain päinvastaiseksi useimmissa maissa vuosina 2021 ja 2022. Tähän kehitykseen vaikuttaa tilastovaikutus, joka johtuu mittavasta työvoiman ylimitoituksesta ja sitä seuranneesta kokonaistuottavuuden alenemisesta henkeä kohti (kuvio 2.2.6). Tämä aiheutui valtion tuesta työpaikkojen säilyttämistä edistäville ohjelmille, pääasiassa tilapäisesti laajennetuille työajan lyhentämisjärjestelyille, joissa suosittiin työtuntien vähentämistä työllisyystasoon vaikuttamisen sijaan. Työmarkkinoiden ylikapasiteetin ja osaamisvajeen yhdistelmä viittaa siihen, että yksikkötyökustannusten kehitys on jatkossa epävakaata ja epävarmaa. Tämä liittyy toimitusketjuongelmiin ja talouden epätasaisesta elpymisestä johtuvaan kitkaan sekä digitaalisen muutoksen nopeutumiseen ja pitkän aikavälin rakenteellisiin muutoksiin. Kun otetaan huomioon viime vuosina monissa maissa koettu voimakas yksikkötyökustannusten kasvu, kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen on edelleen riski, jota on seurattava erityisesti sen selvittämiseksi, missä määrin vuonna 2020 havaittu heikkeneminen kompensoituu elpymisen myötä. Kilpailukykyä ja tuottavuutta edistävät politiikat ovat edelleen erittäin tärkeitä kestävän covid-19-kriisistä elpymisen kannalta.

Työn tuottavuus aleni lähes kaikissa EU-maissa vuonna 2020, mutta sen odotetaan paranevan tänä ja ensi vuonna (kuvio 2.2.6 c). Työvoimapanos on pienentynyt covid-19-kriisin aikana pääasiassa työajan lyhenemisen vuoksi, kun taas työntekijöiden määrä on pienentynyt vain vähän. Tätä on tuettu julkisilla toimenpiteillä, kuten laajennetuilla työajan lyhentämisjärjestelyillä, joiden käyttö on vähentynyt merkittävästi elpymisen myötä. Tämän seurauksena työntekijöiden määrään perustuva työn tuottavuus heikkeni useimmissa maissa voimakkaammin kuin tehtyihin työtunteihin perustuva työn tuottavuus. Vuosina 2021 ja 2022 tuottavuuslukujen odotetaan nousevan elpymisen myötä ja työvoiman ylimitoituksen vaikutuksen kääntyessä päinvastaiseksi. Vuonna 2022 tuottavuuden henkeä kohti ennustetaan olevan vuoden 2019 tasoa korkeammalla kaikissa jäsenvaltioissa Espanjaa, Luxemburgia, Maltaa ja Portugalia lukuun ottamatta.

Palkankorotukset olivat maltillisia vuonna 2020, mutta niiden odotetaan kasvavan, toisinaan huomattavastikin, vuosina 2021 ja 2022. Palkkakehitys oli useimmissa EU-maissa covid-19-kriisin aikana vaimeaa (kuvio 2.2.6 d). Työntekijäkohtaisten palkansaajakorvausten ennustetaan kasvavan vuosina 2021 ja 2022 yli 5 prosenttia Bulgariassa, Italiassa, Latviassa, Liettuassa, Puolassa, Romaniassa, Slovakiassa, Tšekissä ja Unkarissa. Belgian, Irlannin ja Viron osalta nousu lienee keskimäärin 4–5 prosenttia. Bulgariassa, Latviassa, Liettuassa, Romaniassa, Slovakiassa, Tšekissä, Unkarissa ja Virossa palkkojen ja yksikkötyökustannusten jatkuva kasvu oli huolenaihe jo ennen pandemiaa ja herätti kysymyksiä kustannuskilpailukyvystä.

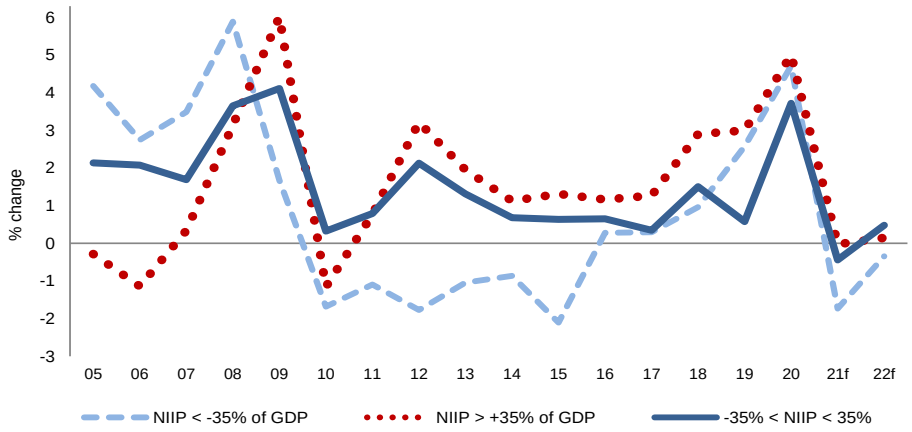
Yksikkötyökustannusten kehityksen pitäisi eri puolilla euroaluetta jälleen tukea ulkoisen tasapainon palauttamista, kun vaikutukset tuottavuuteen ovat poistuneet. Yksikkötyökustannusten kasvu oli vuonna 2020 joissakin nettoluotonottajamaissa, kuten Espanjassa, Kreikassa ja Portugalissa, muita voimakkaampaa, sillä niissä taantuma oli jyrkempi ja työvoiman ylimitoitus merkittävää. Vuoteen 2022 mennessä yksikkötyökustannusten kasvun muutos tukee ulkoisen tasapainon palauttamista jälleen enemmän, sillä sen ennustetaan olevan nettoluotonottajamaissa hieman pienempi kuin nettoluotonantajamaissa (kuvio 2.2.7). Vaikutus tasapainon palauttamiseen on ollut pandemiaa edeltänyttä aikaa rajallisempi, missä näkyy edelleen havaittava vaikutus tuottavuuteen, johon olisi puututtava olemassa olevien erojen poistamiseksi. Sitä vastoin palkansaajakorvausten ennustetaan olevan nettoluotonantajamaissa suuremmat kuin nettoluotonottajamaissa.

Kuvio 2.2.6: **Yksikkötyökustannusten, palkansaajakorvausten ja tuottavuuden kasvu**



Huom. Kasvuvauhti useiden vuosien ajalta vuotuistetaan.
Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste

Kuvio 2.2.7: **Yksikkötyökustannusten kasvu euroalueella**



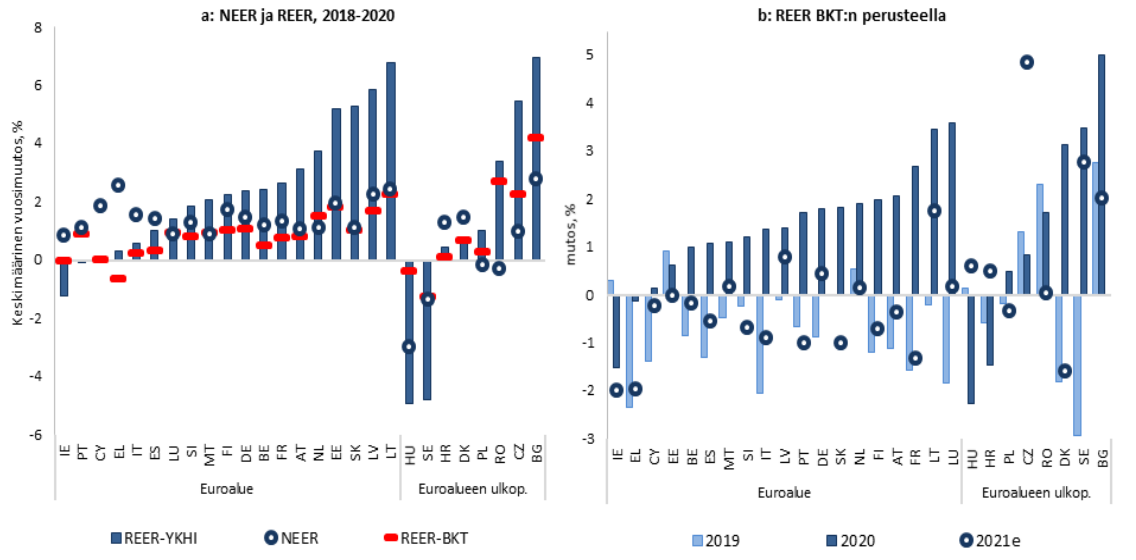
Huom. Maat, joissa ulkomainen nettovarallisuusasema (NIIP) > +35 % suhteessa BKT:hen: DE, LU, NL, BE, MT. Maat, joissa NIIP on 35 %:sta –35 %:iin suhteessa BKT:hen: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Muissa maissa NIIP < –35 % suhteessa BKT:hen. Maakohtainen jako perustuu keskimääräisiin NIIP-arvoihin kaudella 2017–2019. Nettoluotonantajamaissa vaihtotase oli samalla kaudella keskimäärin ylijäämäinen. Luvut ovat BKT-painotettuja keskiarvoja kaikkien kolmen maaryhmän osalta.
Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste

Nimelliset efektiiviset valuuttakurssit vahvistuivat useimmissa maissa vuonna 2020. Eniten ne vahvistuivat Bulgariassa, Kreikassa, Latviassa, Liettuassa ja Ruotsissa. Vain Unkarissa ja vähäisemmässä määrin myös Puolassa ja Tšekissä todettiin nimellistä heikkenemistä. Nimellisten efektiivisten valuuttakurssien vahvistumisessa näkyy myös euron vahvistuminen covid-19-pandemian alussa ja siihen liittyvä euron pitäminen turvasatamana. Nimelliset efektiiviset valuuttakurssit ovat vuonna 2021 tähän mennessä vahvistuneet useimmissa EU-maissa, joskin useimmissa tapauksissa maltillisemmin kuin vuonna 2020.

Yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin (YKHI) perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui maltillisesti vuonna 2020, mikä osittain kuvaa nimellistä heikkenemistä. YKHIin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi heikkeni ainoastaan Kroatiassa ja Unkarissa. Eniten se vahvistui Bulgariassa, Kreikassa, Latviassa, Liettuassa ja Ruotsissa. Ennen tätä maltillista vahvistumista useimmissa jäsenvaltioissa todettiin maltillinen heikkeneminen vuonna 2019. BKT-deflaattoriin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, jota koskevia ennusteita on saatavilla vuodelle 2021, viittaa siihen, että reaalisten valuuttakurssien voidaan odottaa nousevan maltillisesti ja vahvistuvan huomattavasti vain Bulgariassa, Liettuassa, Ruotsissa ja Tšekissä (kuvio 2.2.8 b).

Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin kehitys tukee ulkoisen tasapainon palauttamista, mutta vain vähäisessä määrin. Joissakin nettoluotonantajamaissa, kuten Alankomaissa, Maltassa, Saksassa ja Tanskassa reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui hieman EU:n keskiarvoa enemmän vuonna 2020. Joissakin suurissa nettoluotonottajamaissa ja maissa, joihin covid-19-pandemian aiheuttama taantuma on vaikuttanut muita enemmän (kuten Espanja, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros ja Portugali) kilpailukyky parani jonkin verran nettoluotonantajamaita enemmän hitaamman inflaation ansiosta. Tämä näkyy maltillisempana reaalisen efektiivisen valuuttakurssin kehityksenä (kuvio 2.2.8). Tämä suuntaus näyttää jatkuvan myös vuonna 2021, mikä viittaa siihen, että reaalisen efektiivisen valuuttakurssin kehitys edelleen tukee maltillisesti ulkoisen tasapainon palauttamista lyhyellä aikavälillä.

Kuvio 2.2.8: **Nimellisten (NEER) ja reaalisten (REER) efektiivisten valuuttakurssien kehitys**



Huom. Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ja nimellinen efektiivinen valuuttakurssi lasketaan 42 kauppakumppanin osalta.
Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste

Vientimarkkinaosuudet vaihtelivat voimakkaasti vuonna 2020, ja kolmessa jäsenvaltiossa osuuksien menetykset ylittivät tulostaulun kynnysarvon. Viiden vuoden aikana tapahtuneen kumulatiivisen muutoksen perusteella Espanjan, Kreikan ja Ranskan vientimarkkinaosuudet pienenivät merkittävästi kynnysarvon alapuolelle. Monissa maissa oli toisaalta myös merkittävää kasvua, Irlannissa, Liettuassa ja Puolassa jopa yli 30 prosentin. Vientimarkkinaosuudet vaihtelivat voimakkaasti vuonna 2020. EU-maat keskimäärin kasvattivat pelkästään vuonna 2020 jonkin verran vientimarkkinaosuuttaan, mutta maiden välillä oli suuria eroja.

Joidenkin maiden, jotka menettivät vientimarkkinaosuuksiaan merkittävästi vuonna 2020, odotetaan saavan takaisin vain osan menetetystä osuudesta lähitulevaisuudessa. Itävallan ja Viron lisäksi palvelutaseen jyrkkä heikkeneminen covid-19-kriisin yhteydessä pysähtyi viimeisimpinä vuosineljänneksinä Bulgariassa, Espanjassa, Italiassa, Kreikassa, Kroatiassa, Kyproksessa, Maltassa, Portugalissa ja Unkarissa. Saksan palvelutase on vuoden 2020 alussa alkaneen voimakkaan kohenemisen jälkeen edelleen hieman ylijäämäinen. Tavarakaupan taseet ovat kehittyneet vuoden 2019 jälkeen useissa maissa aiempaa suotuisammin ja tasoittaneet osittain palvelutaseen heikkenemistä. Vientimarkkinaosuuksien odotetaan kasvavan erityisen voimakkaasti Espanjassa, Kreikassa ja Kroatiassa vuosina 2021 ja 2022, kun matkustaminen ulkomaille elpyy, mutta ne eivät aina riitä kattamaan kaikkia vuonna 2020 koettuja menetyksiä. Kaikkiaan vientimarkkinaosuuksien odotetaan vuosina 2020–2022 kasvavan eniten Irlannissa, Liettuassa, Luxemburgissa, Puolassa ja Virossa ja supistuvan Espanjassa, Kreikassa, Portugalissa ja Ranskassa.

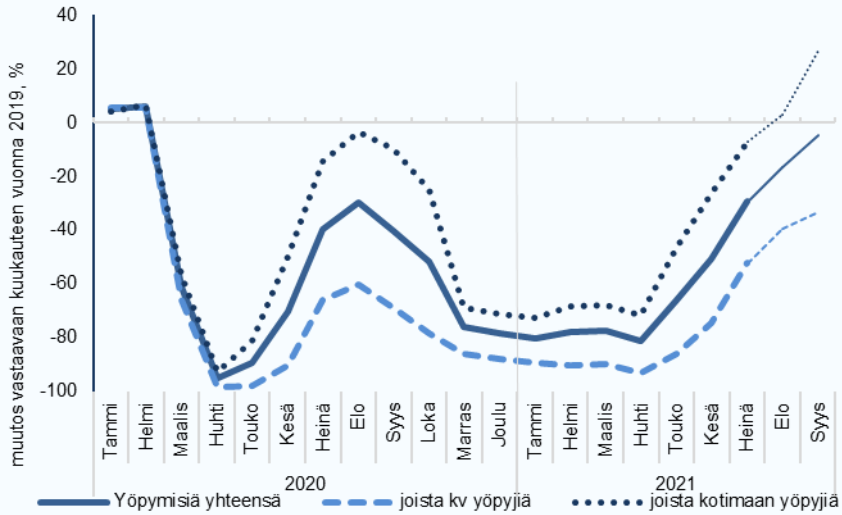
Vientimarkkinaosuuksien kehitys saattaa jatkossa jonkin verran edistää ulkoisen tasapainon palauttamista. Maiden, joiden vaihtotaseen ylijäämä on suuri, kuten Alankomaiden, Saksan ja Tanskan, odotetaan menettävän vientimarkkinaosuuksiaan vuosina 2020–2022. Vuoden 2021 toista neljännestä koskeva data osoittaa palvelutaseen olevan Saksassa ja Alankomaissa edelleen ylijäämäinen suhteessa BKT:hen, kun tavarakaupan taseet vahvistuvat. Nämä maat kuitenkin todennäköisesti menettävät osan covid-19-pandemian aikana koetusta palvelujen vientimarkkinaosuuksien kasvusta, kun matkailuvirrat elpyvät.

Laatikko 1: **Matkailu covid-19-kriisin aikana**

Matkailu on ollut yksi eniten kärsineistä elinkeinoista covid-19-kriisin aikana, sillä pandemian hillitsemistoimiin on sisältynyt hotelli- ja ravintola-alaan ja kansainväliseen matkustamiseen sovellettuja rajoituksia. Haitallisen vaikutuksen laajuus näkyy matkailijoiden yöpymisten merkittävänä vähenemisenä (kuvio 1): huhtikuussa 2020 yöpymiset majoitusliikkeissä vähenivät 95 prosenttia huhtikuusta 2019. Kesäkuukausina tapahtui huomattavaa elpymistä, ja kotimaanmatkailu oli elokuussa 2020 lähellä vuoden 2019 tasoa. Sitä vastoin elokuun sesongin aikana ulkomaisten matkailijoiden yöpymisten määrä oli edelleen 60 prosenttia pienempi kuin elokuussa 2019. Pandemian toisen aallon myötä matkustaminen hiipui jälleen.

Voimakkaampi elpyminen, myös ulkomaanmatkailun alalla, alkoi toukokuussa 2021. Sitä ennen oli saatu aikaan merkittävää edistymistä rokottamisessa ja ulkomaille matkustamista koskevien sääntöjen koordinoinnissa EU:n tasolla, kun käyttöön otettiin *EU:n digitaalinen koronatodistus*. Sekä kotimaan- että ulkomaanmatkailu lisääntyivät heinäkuussa vuoden 2020 tasosta, ja näistä ulkomaanmatkailu piristyi voimakkaammin. Kun otetaan huomioon myös elo- ja syyskuuta koskevat pikaestimaatit, matkailutoiminta kasvoi kokonaisuutena kesällä 2021 noin 30 prosenttia vuodesta 2020, mutta oli edelleen 16 prosenttia alle vuoden 2019 tason. Myös matkailutoiminnan koostumus on muuttunut. ([1]) Vaikka kotimaanmatkailu näyttää vuoden 2021 kesäkuukausina ja erityisesti syyskuussa ylittäneen kesän 2019 tason, ulkomaille matkustaminen jää edelleen yli 40 prosenttia pandemiaa edeltävästä tasosta. Vuoden 2021 ensimmäisten yhdeksän kuukauden vertailu samaan ajanjaksoon vuonna 2020 osoittaa, että matkailutulokset kasvoivat vuonna 2021 vain noin 12 prosenttia. Tämä johtuu osittain siitä, että pandemia ei juurikaan vaikuttanut vuoden 2020 ensimmäiseen neljännekseen.

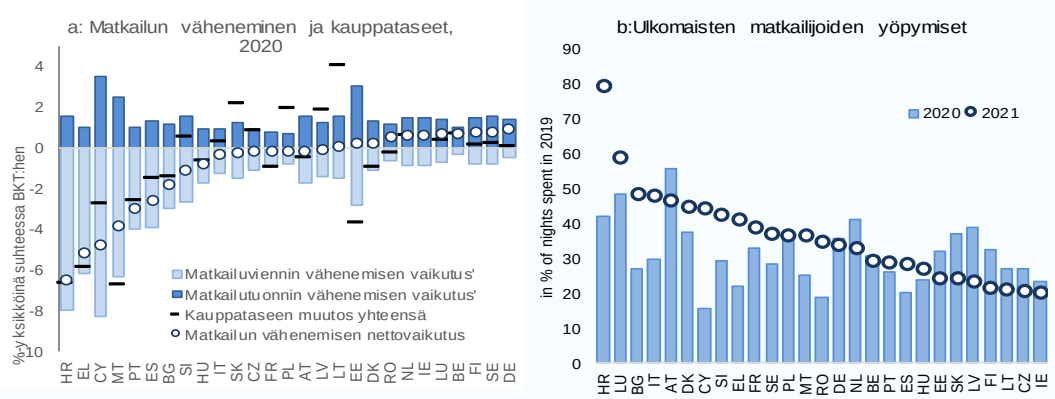
Kuvio 1: **Matkailijoiden yöpymiset EU:ssa vuosina 2020 ja 2021**



Huom. Eurostatin kautta saatu majoitusliikkeissä yöpymisten määrä, johon on lisätty elo- ja syyskuussa 2021 tehtyjen AirBnB-arvosteluihin perustuvat pikaestimaatit. Irlantia, Kyprosta ja Ranskaa koskevat estimaatit perustuvat kansallisten tilastolaitosten dataan. Ks. myös alaviite 1.
Lähde: Eurostatin ja Euroopan komission arviot.

Matkailupalvelujen viennistä voimakkaasti riippuvaiset jäsenvaltiot kärsivät erityisen paljon, kun matkustaminen ulkomaille romahti pandemian vuoksi. Kansainvälisen matkailun huomattava väheneminen vaikutti erityisen voimakkaasti tiettyihin nettoluotonottajamaihin, kuten Espanjaan, Kreikkaan, Kroatiaan, Kyprokseen ja Portugaliin, joissa matkailupalvelujen kauppa on ollut selvästi ylijäämäistä, sekä Maltaan (kuvio 2 a). ([2]) Useimmissa näistä maista kansainvälisen matkailun vähenemisen vaikutus kauppataseeseen on pitkälti syynä niiden kokonaiskauppataseen heikkenemiseen vuonna 2020. ([3]) ([4]) Matkailupalvelujen suuriin viejiin kohdistuvat kielteiset vaikutukset ovat vähitellen päättymässä vuonna 2021, kun ulkomaanmatkailun elpyminen nopeutuu. Toisessa ääripäässä ovat maat, joissa matkailupalvelujen tuonti on tavallisesti suurempaa kuin vienti. Kansainvälisen matkailun väheneminen on vaikuttanut osittain myönteisesti niiden kauppataseeseen, kun matkailijat ovat löytäneet kotimaan kohteet.

Kuvio 2: **Matkailun vähenemisen vaikutus kauppataseeseen ja vuoden 2021 yöpymisennusteisiin**



Huom. a) Arvioidut vaikutukset koskevat ainoastaan palvelukauppaa, joka on kirjattu maksutasetilastojen matkustamista koskevaan erään. Ne perustuvat osittaisen tasapainon mallilla tehtyyn analyysiin, jossa käytetään kaupan arvonlisää koskevaa dataa ja jossa otetaan huomioon suorat ja välilliset vaikutukset. Ks. alaviitteet 3 ja 4. b) Vuoden 2021 ennusteet perustuvat Eurostatin kautta saatuihin tietoihin ulkomailla asuvien henkilöiden yöpymisten määristä majoitusliikkeissä syyskuuhun asti, ja jos tietoja ei ole, niihin on lisätty AirBnB-arviointeihin perustuvat pikaestimaatit. Irlantia, Kyprosta ja Ranskaa koskevat arviot perustuvat kansallisten tilastolaitosten dataan. Vuoden 2021 viimeisen neljänneksen osalta ennusteessa oletetaan matkailutoiminnan olevan samalla tasolla kuin vuoden 2021 kolmatta neljännestä koskevassa datassa (ja pikaestimaateissa) prosenttiosuutena vuoden 2019 yöpymisistä.
Lähde: Eurostatin ja Euroopan komission arviot.

Alustavat vuotta 2021 koskevat tiedot osoittavat kansainvälisen matkailun osittaista ja asteittaista elpymistä, joka kuitenkin vaihtelee eri maissa. Ulkomaisten matkailijoiden majoitusliikkeissä yöpymisten määrän arvioidaan vuonna 2021 lisääntyvän huomattavasti Kreikassa, Kroatiassa ja Kyproksessa ja hieman vähemmän Espanjassa (kuvio 2 b). ([5]) Samaan aikaan vaikuttaa siltä, että kansainvälisen matkailutoiminnan palautuminen on Portugalissa vaimeampaa, mutta taso on edelleen hieman Espanjan ennustettua tasoa korkeammalla. Myös Bulgariaan, Italiaan, Romaniaan ja Sloveniaan suuntautuvan ulkomaanmatkailun ennustetaan lisääntyvän merkittävästi, mutta esimerkiksi Alankomaihin ja Itävaltaan sekä muutamaan muuhun jäsenvaltioon suuntautuvan matkailun odotetaan sen sijaan vähenevän, mikä johtuu todennäköisesti ulkomaisten matkailijoiden erilaisesta kausijakautumisesta sekä matkustuksen uudelleensuuntautumisen vaikutuksista vuosina 2020 ja 2021.

([1]) Tarkempia tietoja AirBnB:n datasta ja selvitykset pikaestimaattien menetelmistä on saatavilla Euroopan komission julkaisussa European Economic Forecast, Autumn 2020, ”Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data”, Special Topic 3.3. Institutional Paper 136, marraskuu 2020. Pikaestimaateissa käytetään arvosteluissa käytettyä kieltä erottamaan kotimaisten matkailijoiden ja ulkomailla asuvien yöpymiset toisistaan.

([2]) Ilmaisulla ’kansainvälinen matkailu’ tarkoitetaan kansainvälistä matkailupalvelujen kauppaa, joka kirjataan maksutasetilastojen matkustamista koskevaan erään.

([3]) Arviot kansainvälisen matkustamisen vähenemisen vaikutuksesta kauppataseeseen perustuvat osittaisen tasapainon mallilla tehtyyn analyysiin, jossa kauppaa tarkastellaan arvonlisän kautta ottamalla huomioon ulkomaisten matkailijoiden käyttämien tavaroiden ja palvelujen tuotannossa käytettyjen tuotantopanosten tuonti. Analyysissä otetaan huomioon ulkomaisten matkailijoiden aikaansaaman kysynnän muuttumisen suorat ja välilliset vaikutukset eli myös taaksepäin suuntautuvat yhteydet niihin talouden sektoreihin, joihin matkailijoiden aikaansaama kysyntä ei vaikuta suoraan. Analyysissä oletetaan, että rahat, jotka ovat jääneet käyttämättä ulkomailla matkustamiseen, jäävät säästöön. Ks. lisätietoja osoitteessa L. Coutinho, G. Vukšić ja S. Zeugner (2021), ”International tourism decline and its impact on external balances in the euro area”, *Quarterly Report on the Euro Area*, talouden ja rahoituksen pääosasto, Euroopan komissio, nide 20, nro 2, osa III.

([4]) Osittainen esimerkki on Kypros, jossa kansainvälisten matkustajaliikennepalvelujen suuri nettotuonti supistui voimakkaasti vuonna 2020, mikä lievensi kokonaisvaikutusta kauppataseeseen. Kansainvälinen matkustajaliikenne on maksutaseen erillinen luokka, mutta se liittyy kansainväliseen matkailuun. Koska näitä palveluja koskevat vuoden 2020 tiedot eivät ole saatavilla monesta EU-maasta, niitä ei ole sisällytetty analyysiin. Niiden maiden osalta, joista tiedot ovat saatavilla, tämän luokan huomioon ottaminen ei muuta merkittävästi tuloksia. Maltassa kauppataseeseen ovat vaikuttaneet verrattain voimakkaasti myös muutokset muissa kuin matkustamista koskevissa erissä.

([5]) Kun verrataan vuotta 2021 (ennusteita) koko vuoteen 2020, olisi muistettava, että miltei koko vuoden 2020 ensimmäinen neljännes säästyi pandemian vaikutukselta ja että matkailutoiminta oli tuolloin lisääntymässä vuoteen 2019 verrattuna.

2.3. YKSITYISSEKTORIN VELKA JA ASUNTOMARKKINAT

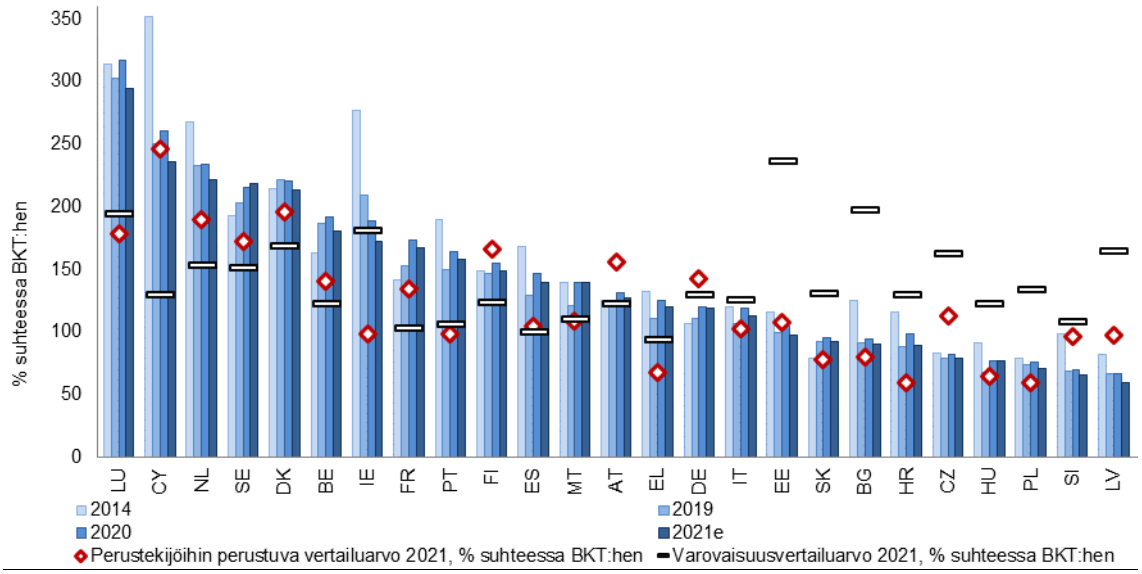
2.3.1. YKSITYISSEKTORIN VELKA

Yksityisen sektorin velkasuhteet kasvoivat huomattavasti covid-19-kriisin myötä, mutta niiden ennustetaan palaavan useimmissa maissa laskusuuntaan vuonna 2021. Vuonna 2020 yksityissektorin velka suhteessa BKT:hen kasvoi kaikissa EU-maissa Irlantia, Liettuaa ja Tanskaa lukuun ottamatta (kuvio 2.3.1), mikä keskeytti monissa maissa käynnissä olleen velkavivun purkamisen. Kasvu vuonna 2020 johtui pääasiassa BKT:n supistumisesta, mutta myös lainanotto lisääntyi useimmissa maissa, erityisesti yrityksissä. Velan takaaminen ja velan takaisinmaksun lykkäykset olivat covid-19-kriisin alussa tärkeitä politiikkatoimia likviditeettivajeen poistamiseksi, mutta ne ovat myös osaltaan lisänneet velan määrää. Yksityissektorin velka suhteessa BKT:hen ylitti 12 jäsenvaltiossa (Alankomaat, Belgia, Espanja, Kypros, Irlanti, Luxemburg, Malta, Portugali, Ranska, Ruotsi, Suomi ja Tanska) tulostaulun kynnysarvon, joka on 133 prosenttia suhteessa BKT:hen. Viime vuonna maita oli 10, ja vain Espanja ja Malta olivat alle kynnysarvon (kuvio 2.3.1). Muissa kynnysarvon alapuolelle jäävissä jäsenvaltioissa velka kasvoi huomattavasti. Yksityissektorin velan kokonaismäärä vaikuttaa suurelta verrattuna vertailuarvoihin, jotka kuvaavat maakohtaisia talouden perustekijöitä, ja kynnysarvoihin, jotka osoittavat ongelmia varovaisuusnäkökohdissa. ([18]) Tämä koskee Alankomaita, Belgiaa, Espanjaa, Kyprosta, Irlantia, Kreikkaa, Luxemburgia, Maltaa, Portugalia, Ranskaa, Ruotsia ja Tanskaa.

Kaiken kaikkiaan covid-19-kriisi on lisännyt yksityissektorin velkatasoon liittyviä riskejä. Yksityissektorin velan ennustetaan alkavan supistua suhteessa BKT:hen vuonna 2021 koko EU:ssa talouden elpyessä (kuvio 2.3.1). Useimmissa EU-maissa velkasuhteiden odotetaan kuitenkin pysyvän vuoden 2019 tason yläpuolella. Kun valtion tukitoimenpiteet lakkautetaan asteittain, yritysten ja kotitalouksien takaisinmaksukyky saattaa vaarantua. Tämä koskee erityisesti aloja, joita covid-19-kriisi on koetellut ankarammin ja joiden taseet olivat heikentyneet jo ennen kriisiä, mikä on heikentänyt velan laatua. Lisäksi yritysten, kotitalouksien, julkisen sektorin ja pankkien velan kasvu lisäsi myös sektoreiden välisiä kytköksiä, mikä saattaa nopeuttaa häiriöiden leviämistä eri sektoreiden välillä. Globaaleihin arvoketjuihin kohdistuvat häiriöt ja epäyhtenäisestä talouden elpymisestä johtuvat jännitteet digitaalisen muutoksen samalla kiihtyessä aiheuttavat riskejä ja johtavat rakenteellisiin muutoksiin sekä yritysten ja työpaikkojen vaihtuvuuteen.

([18]) Euroopan komissio on kehittänyt maakohtaiset velan vertailuarvot yhteistyössä talouspoliittisen komitean LIME-työryhmän kanssa (Euroopan komissio, ”Benchmarks for the assessment of private debt”, muistio talouspoliittiselle komitealle, ARES (2017) 4970814). Ks. myös J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini ja S. Zeugner, ”Is Private Debt Excessive?”, *Open Economies Review*, 3, 471–512, 2020. 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 2.3.1: **Yksityissektorin velka**



Lähde: Eurostat, AMECO, Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste ja komission yksiköiden arviot yksityissektorin velasta vuonna 2021 (ks. liite 1). Velka sisältää lainat (F4) ja velkapaperit (F3).

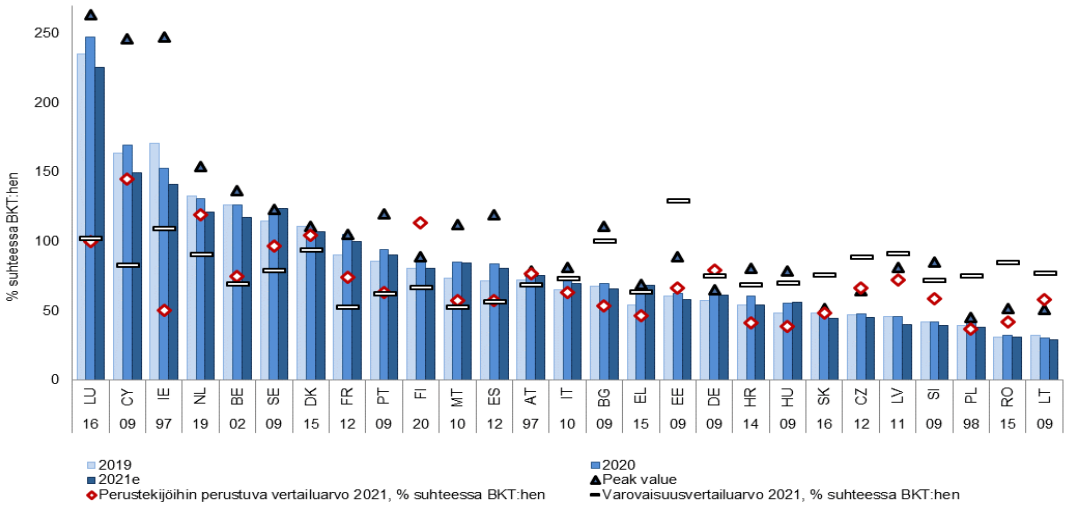
2.3.1.1. Finanssialan ulkopuolisten yritysten velka

Yritysten velkaantuneisuus lisääntyi useimmissa EU-maissa vuonna 2020, toisinaan jyrkästi. Yritysten velka suhteessa BKT:hen kasvoi 19 jäsenvaltiossa vuonna 2020 erityisesti BKT:n voimakkaan supistumisen vuoksi. Kuitenkin myös yritysten nettoluottovirrat vaikuttivat vuonna 2020 velkaantuneisuuden kasvuun tilanteessa, jossa tulonmenetykset olivat huomattavia ja likviditeetistä oli pulaa. Tämä lisäsi myös yritysten talletusten määrää voimakkaasti. Finanssialan ulkopuolisten yritysten velkasuhteet kasvoivat erityisen voimakkaasti useissa maissa, joissa yritysten velkaantuneisuus oli jo ennestään suurta tai joissa taantuma koetteli voimakkaasti merkittävää matkailualaa (kuvio 2.3.3 a). Näitä maita ovat Espanja, Italia, Kreikka, Kypros, Malta, Portugali ja Ranska. Yrityksillä on edelleen erittäin paljon velkaa Alankomaissa, Belgiassa, Irlannissa ja Luxemburgissa, mutta haavoittuvuutta osittain lieventää lainojen muodossa tehtyjen suorien ulkomaisten sijoitusten ja rajat ylittävän yritysten sisäisen lainanoton huomattava osuus.

Finanssialan ulkopuolisten yritysten velka suhteessa BKT:hen on edelleen suuri monissa jäsenvaltioissa, ja velkasuhteet ylittivät sekä talouden perustekijöihin perustuvat että varovaisuuskynnysarvot 14 maassa vuonna 2020. Nämä maat ovat Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Kreikka, Kypros, Luxemburg, Malta, Portugali, Ranska, Ruotsi ja Tanska, ja vähäisemmässä määrin Italia ja Itävalta (kuvio 2.3.2) . Finanssialan ulkopuolisten yritysten velka on useimmissa maissa edellistä huippua pienempi, sillä viime vuosina velkavipua on purettu huomattavasti. Pandemia on osittain kumonnut tämän kehityksen vaikutuksen. Joissakin maissa, kuten Belgiassa, Italiassa, Itävallassa, Kreikassa, Luxemburgissa, Puolassa, Ranskassa, Ruotsissa, Saksassa, Slovakiassa, Suomessa ja Tanskassa yritysten velka on suurimmillaan tai lähes suurimmillaan sitten 1990-luvun puolivälin.

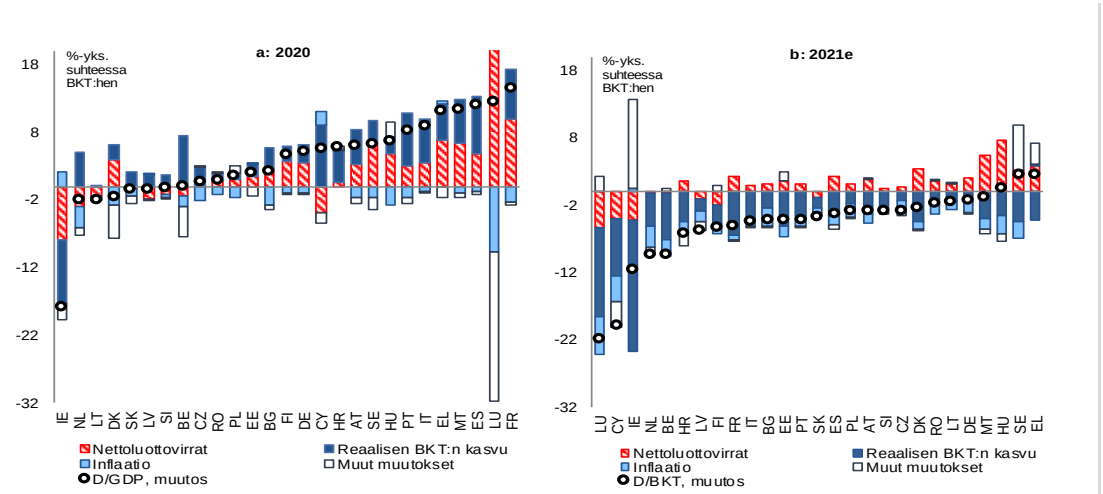
Nimellisen BKT:n merkittävä kasvu pienentää jatkossa mekaanisesti velkasuhdetta vuonna 2021 ja sen jälkeen, mutta velan lähtötaso on korkeampi. BKT:n voimakkaan elpymisen vuoksi yritysten velkasuhteet todennäköisesti supistuvat – joissakin tapauksissa merkittävästi – vuonna 2021 kaikissa EU-maissa Kreikkaa, Ruotsia ja Unkaria lukuun ottamatta (kuvio 2.3.3 b). Luottovirtojen odotetaan ylittävän pandemiaa edeltäneet tasonsa yli puolessa jäsenvaltioista. Nimellisen BKT:n merkittävä kasvu pienentää mekaanisesti velkasuhdetta vuonna 2021 ja sen jälkeen. Vuonna 2020 käyttöön otetuista poikkeuksellisista toimenpiteistä luovutaan asteittain, mikä lisää velan takaisinmaksua. Lisäksi epävarmuuden vähentyessä finanssialan ulkopuoliset yritykset voivat käyttää vuonna 2020 keräämiään huomattavia likviditeettipuskureita vaihtoehtona uudelle lainanotolle, mikä voi osaltaan auttaa vähentämään velkavipua.

Kuvio 2.3.2: **Finanssialan ulkopuolisten yritysten velka**



Huom. Maiden lyhenteiden alapuolella olevat luvut osoittavat, minä vuonna velkasuhde on ollut korkeimmillaan vuosia 1997–2020 koskevan datan perusteella. Maat esitetään finanssialan ulkopuolisten yritysten vuoden 2020 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä.
Lähde: Eurostat, AMECO, Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste ja komission yksiköiden arviot finanssialan ulkopuolisten yritysten velasta vuonna 2021 (ks. liite 1). Velka sisältää lainat (F4) ja velkapaperit (F3).

Kuvio 2.3.3: **Finanssialan ulkopuolisten yritysten velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (2020 ja 2021)**



Huom. Nettoluottovirrat (velkatransaktiot) vastaavat lainoja (F4) ja velkapapereita (F3) koskevia transaktioita Eurostatin sektorikohtaisilla rahoitustileillä. Vuonna 2020 Luxemburgin nettoluottovirtojen osuus oli 40,1 prosenttiyksikköä.
Lähde: AMECO-tietokanta, Eurostat ja komission yksiköiden arviot ja laskelmat, jotka perustuvat EKP:n tasetilastotietokannan kuukausittaiseen dataan rahalaitoslainoista ja velkapaperitransaktiosta (virrat) yksityisen sektorin kanssa, Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste.

Kaiken kaikkiaan luottovirroilla finanssialan ulkopuolisille yrityksille covid-19-kriisin alusta lähtien on ollut erilaisia erityispiirteitä pandemian eri vaiheissa (kuvio 2.3.3 b). ([19]) Pankkien finanssialan ulkopuolisille yrityksille myöntämät lainat lisääntyivät vuonna 2020 yli kahdessa kolmasosassa jäsenvaltioista, myös monissa jäsenvaltioissa, joissa finanssialan ulkopuolisten yritysten velka on suuri, kuten Alankomaissa, Espanjassa, Italiassa, Kreikassa, Maltassa, Portugalissa, Ranskassa, Ruotsissa ja Tanskassa. Tämä tapahtui tilanteessa, jossa valtion myöntämät lainojen takaukset auttoivat

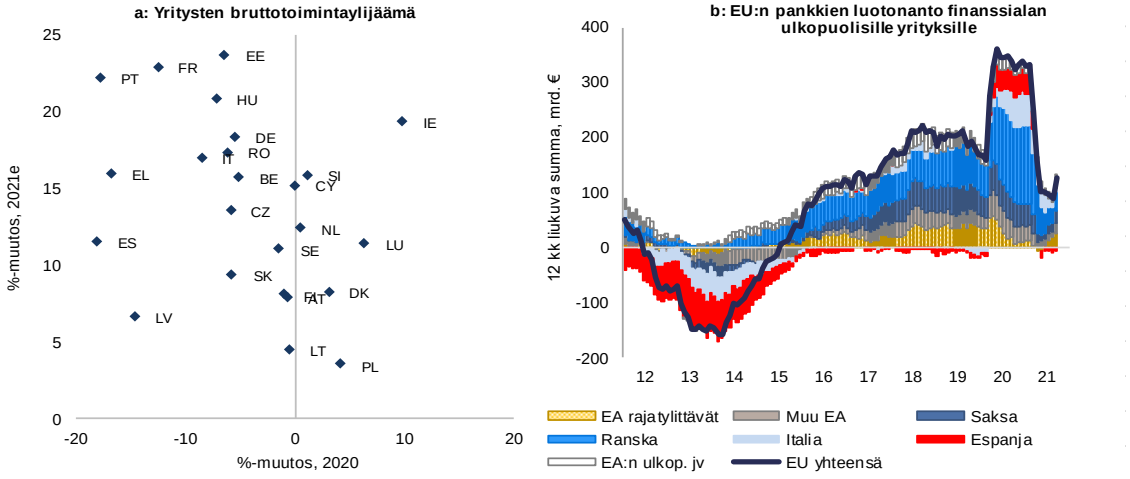
([19]) Pandemian puhjettua maaliskuussa 2020 finanssialan ulkopuolisille yrityksille myönnetty pankkilainanano kasvoi ensimmäisinä kuukausina nopeasti. Suurista euroalueen jäsenvaltioista kasvu oli erityisen merkittävää Ranskassa ja Espanjassa (kuvio 2.3.4 b). Kasvu oli vaimeampaa Saksassa, hitaampaa Italiassa ja vähemmän selvää euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa. Samaan aikaan euroalueen sisällä lainananto muihin maihin lisääntyi kriisin alkaessa. Tämän jälkeen luotonannon kasvu hidastui jyrkästi, ja useimmissa tapauksissa kasvu alitti vuoden 2021 alkuun mennessä pandemiaa edeltäneen tason. Tämä on hyvin merkittävä poikkeama, sillä luotonanto yrityksille on viime vuosina lisääntynyt vähitellen, mutta ollut pitkälti vakaata.

pitämään yllä luottovirtoja, ja velan takaisinmaksun lykkäykset pitivät nimelliset velat suurempina kuin mitä ne olisivat muutoin olleet. Finanssialan ulkopuolisille yrityksille suunnatun luotonannon kasvu on kuitenkin joissakin suurissa jäsenvaltioissa viime aikoina selvästi hidastunut, ja useimmissa tapauksissa kasvu oli alle pandemiaa edeltäneen tason viimeistään vuoden 2021 alussa. Tilanne oli pienemmissä jäsenvaltioissa päinvastainen (kuvio 2.3.4 b). Vaikka luottojen kysyntä finanssialan ulkopuolisten yritysten taholta vähenee, jos yritykset käyttävät kertyneitä likviditeettipuskureita, luottovirrat saattavat aikanaan kasvaa. Luotonannon väheneminen kokonaisuudessaan voi kuitenkin olla merkki luottojen kysynnän tai tarjonnan vaimeudesta, mikä puolestaan saattaa viitata investointien vähäisyyteen jatkossa.

Luottojen takaukset ja velan takaisinmaksun lykkäykset ovat auttaneet finanssialan ulkopuolisia yrityksiä selviytymään pandemiasta, mutta velan takaisinmaksuun liittyviä vaikeuksia saattaa esiintyä jatkossa edelleen. Luottojen takaukset ja velan takaisinmaksun lykkäykset olivat covid-19-kriisin alussa tärkeitä politiikkatoimia likviditeettivajeen poistamiseksi, mutta ne ovat myös osaltaan lisänneet velan määrää. Joissakin tapauksissa elinkelvottomat ja teknisesti maksukyvyttömät yritykset ovat pystyneet pysymään markkinoilla, lykkäämään maksuvelvoitteitaan ja viivästyttämään selvitystilaan asettamista, joka muutoin olisi tapahtunut. Finanssialan ulkopuolisten yritysten velkojen takaisinmaksun lykkääminen kaikkialla EU:ssa joko valtion toimenpiteenä tai lainanantajien vapaaehtoisesta aloitteesta on merkinnyt velkakannan mekaanista lisääntymistä. Lainojen takaisinmaksun lykkäysten asteittainen lopettaminen vuoden 2021 aikana saattaa paljastaa velkojen takaisinmaksuvaikeuksia joissakin yrityssektorin osissa. Covid-19-kriisi ei ole tähän mennessä johtanut yritysten maksukyvyttömyystapausten lisääntymiseen, mutta niitä voi tulla esiin normaalitilanteen alkaessa, mikä saattaa aiheuttaa riskejä rahoitusalalle.

Yritysten suuri velkaantuneisuus ja heikko kannattavuus joillakin aloilla saattavat jatkossa heikentää investointeja ja velan takaisinmaksunäkymiä. Yritysten kannattavuus heikkeni useimmissa jäsenvaltioissa vuonna 2020 (kuvio 2.3.4 a). Vaikka kannattavuus parani vuoden 2021 ensimmäisinä kuukausina lähes kaikissa jäsenvaltioissa, pandemialle alttiimmilla palvelualoilla on edelleen haavoittuvuuksia. Pitkäkestoinen kiihtyvä inflaatiokehitys voi myös johtaa joidenkin yritysten voittomarginaalien supistumiseen ja velan takaisinmaksuun liittyviin vaikeuksiin, jos kustannukset kasvavat tuloja enemmän. Energian hintojen viimeaikainen kehitys on riskitekijä. Laitteisiin tehtävät investoinnit ovat vähentyneet vuoden 2019 lopusta alkaen kaikissa jäsenvaltioissa Kyprosta lukuun ottamatta. Vähentyminen oli voimakasta useissa maissa, joissa yritysten velat ovat suuret, kuten Alankomaissa, Belgiassa, Irlannissa ja Luxemburgissa, sekä joissakin maissa, joissa matkailusektori on suuri, kuten Espanjassa, Italiassa, Maltassa ja Portugalissa. Yritysten suuri velkaantuneisuus on jatkossa riskitekijä yksityisille investoinneille, erityisesti kun otetaan huomioon tarve tukea vihreää siirtymää ja digitaalista muutosta. Elpymisen edetessä kehittymässä on merkkejä mahdollisista rakenteellisista muutoksista tilanteessa, jossa toimitusketjuissa on häiriöitä yhä enemmän. Tästä ovat osoituksena kireys ja ylikapasiteetti työmarkkinoilla sekä jatkuva osaamisen kohtaanto-ongelma.

Kuvio 2.3.4: **Yritysten bruttotoimintaylijäämä ja pankkien luotonanto finanssialan ulkopuolisille yrityksille**



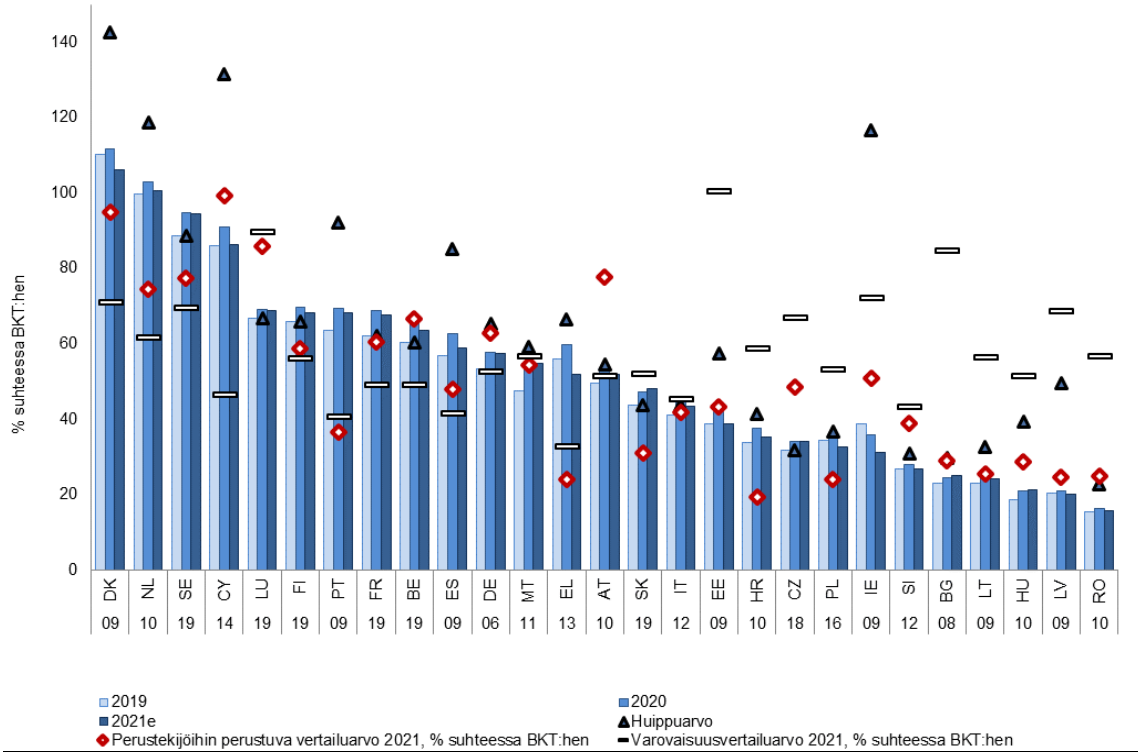
(1) Finanssialan ja finanssialan ulkopuolisten yritysten bruttotoimintaylijäämä kansallisena valuuttana. Tietoja bruttotoimintaylijäämästä ei ole käytettävissä Bulgarian, Kroatian ja Maltan osalta. EU:n pankkien luotonanto viittaa 12 kuukauden liukuvaan summaan, mrd. euroa.
Lähde: AMECO ja EKP, tasetilastotietokanta.

2.3.1.2. Kotitalouksien velka

Kotitalouksien velka on kasvanut pandemian myötä lähes kaikissa EU-maissa. Useimmissa EU-maissa kotitalouksien velkavipu oli juuri ennen pandemiaa vähenemässä, mutta niiden velkaantuneisuus oli silti edelleen suurta (kuvio 2.3.5). Pandemia keskeytti kotitalouksien velkavivun purkamisen tai kiihdytti kotitalouksien velkaantumista entisestään maissa, joissa velka oli jo valmiiksi lisääntymässä (kuvio 2.3.6). Kotitalouksien velkasuhteen kasvu vuonna 2020 johtui useimmissa tapauksissa BKT:n merkittävästä supistumisesta (kuvio 2.3.7). Tämä vaikutus kääntyy päinvastaiseksi ainakin osittain vuonna 2021, kun taloudet alkavat elpyä. Monissa maissa luotonannon, erityisesti asuntolainojen, dynaaminen kasvu todennäköisesti kasvattaa velkasuhdetta aiempaa pysyvämmin kiinteistömarkkinoiden voimakkaan toimeliaisuuden ja asuntojen hintojen nousun vuoksi (kuvio 2.3.7 b). Kaiken kaikkiaan kotitalouksien velka on edelleen suuri monissa maissa, erityisesti niissä, joissa se ylitti maakohtaiset vertailuarvot suhteessa BKT:hen ennen pandemiaa.

Kotitalouksien velkaantuneisuus ylitti vuonna 2020 kahdeksassa maassa sekä perustekijöihin perustuvat että varovaisuuskynnysarvot. Kuten vuonna 2019, nämä maat olivat Alankomaat, Espanja, Kreikka, Portugali, Ranska, Ruotsi, Suomi ja Tanska (kuvio 2.3.5). Kotitalouksien velka ylittää edelleen varovaisuustason Belgiassa ja Kyproksessa, vaikka onkin lähellä perustekijöillä selitettävissä olevaa tasoa. Kroatiassa ja Slovakiassa taas kotitalouksien velka ylittää merkittävästi perustekijöihin perustuvat vertailuarvot, , vaikka onkin edelleen varovaisuustasojen alapuolella. Joissakin maissa velkasuhde on huomattavasti suurempi, kun se lasketaan suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin bruttotuloihin. Tämä on tilanne Irlannissa, Luxemburgissa ja Maltassa, joissa kotitalouksien velan arvioidaan olevan yli 100 prosenttia kotitalouksien käytettävissä olevista bruttotuloista. ([20])

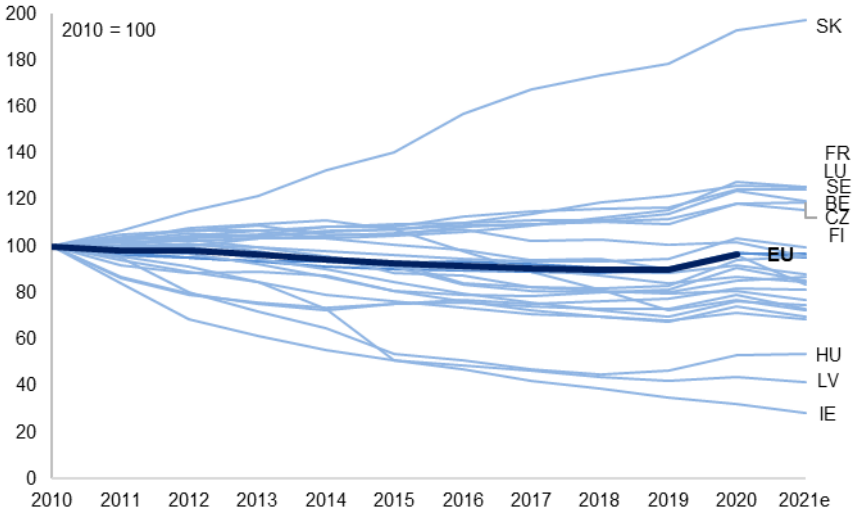
Kuvio 2.3.5: **Kotitalouksien velka**



Huom. Maiden lyhenteiden alapuolella olevat luvut osoittavat, minä vuonna velkasuhde on ollut korkeimmillaan vuosia 1997–2020 koskevan datan perusteella. Maat esitetään kotitalouksien vuoden 2020 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä.
Lähde: Eurostat, AMECO, Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste ja komission yksiköiden arviot kotitalouksien velasta vuonna 2021 (ks. liite 1). Velka sisältää lainat (F4) ja velkapaperit (F3).

([20]) Maltan luku on likiarvo, koska sen kotitalouksien käytössä olevat bruttotulot eivät ole saatavilla Eurostatin alakohtaisesta kansantalouden tilinpidosta. Arvio on saatu käyttämällä kotitalouksien käytössä olevien bruttotulojen suhdetta BKT:hen, ja se on laskettu Eurostatin datasta, joka koskee reaalisia bruttotuloja henkeä kohti (B6G_R_HAB).

Kuvio 2.3.6: **Kotitalouksien velan kehitys suhteessa BKT:hen EU:ssa**



Esiin on otettu vain maat, joiden kehitys poikkeaa merkittävästi koko EU:n kehitystasosta.
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden arviot.

Pandemia on vaikuttanut vähemmän kotitalouksien kuin yritysten nettoluottovirtoihin. Vuonna 2020 lainojen takaisinmaksun lykkääminen ja lyhennysten pienentäminen auttoi pitämään kotitalouksien nettoluottovirtaa yllä, vaikka jäsenvaltioiden välillä oli jonkin verran vaihtelua. Luxemburgissa ja Ruotsissa, joissa kotitalouksien velka on suhteellisen suuri (Luxemburgissa suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin bruttotuloihin), kotitalouksien nettoluottovirta oli vuonna 2020 noin 4–5 prosenttia suhteessa BKT:hen. Muissa maissa, joissa kotitalouksien velka on suhteellisen suuri, kuten Belgiassa, Ranskassa ja Suomessa, nettovirrat olivat maltillisempia ja vaihtelivat 2–3 prosentin välillä suhteessa BKT:hen. Tilanne oli tämä myös Slovakiassa, jossa kotitalouksien velka on edelleen varovaisuusvertailuarvon alapuolella, mutta kasvanut useiden vuosien ajan perustekijöihin perustuvaa tasoa suuremmaksi, ja Maltassa, jossa kotitalouksien velka on myös kasvanut ja on lähellä varovaisuusvertailuarvoa.

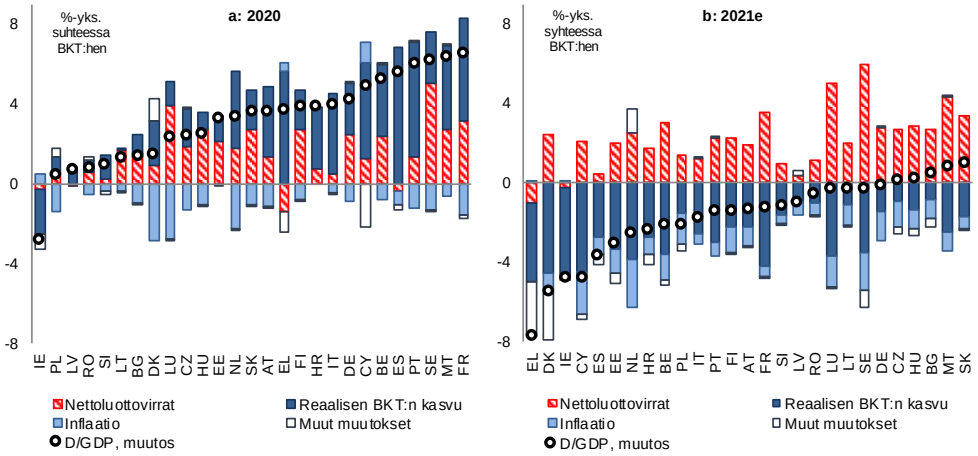
Kokonaisuutena pankkien antolainaus kotitalouksille on palannut aiemman trendin mukaiseksi intensiivisten pandemiakuukausien jälkeen. Pandemia aiheutti pankkilainojen nettovirran tilapäisen supistumisen (kuvio 2.3.8 a). Tämä oli selvintä (suurista euroalueen maista) Espanjassa ja Ranskassa ja kaiken kaikkiaan vastasi kulutusluottojen nettovirran pienenemistä (kuvio 2.3.8 b). Kehityskulku saattoi liittyä liikkumisrajoituksiin, jotka haittasivat kulutusmahdollisuuksia. Sen sijaan asuntolainananto pysyi suhteellisen vakaana ja kiihtyi sitten vuoden 2020 loppua kohti.

Kotitalouksien lainanotosta on tullut dynaamisempaa vuonna 2021. Kotitalouksien nettoluottovirran odotetaan voimistuvan tänä vuonna monissa maissa. EKP:n kuukausittaisiin pankkien antolainaustietoihin perustuvat velka- ja nettoluottovirtojen muutoksia koskevat ennusteet (ks. liite 1) osoittavat, että transaktiot ovat lisääntyneet useimmissa maissa. Eniten kasvua tapahtui Luxemburgissa, Maltassa ja Ruotsissa (yli 4 prosenttia suhteessa BKT:hen). Seuraavina tulivat Belgia, Ranska ja Slovakia (kuvio 2.3.7 b). Niistä maista, joissa kotitalouksien velka on suuri, kotitalouksille suuntautuvan luottovirran odotetaan pysyvän Suomessa lähes 2 prosentissa suhteessa BKT:hen vuonna 2021.

Vaikka kotitalouksien säästöt ovat lisääntyneet, niiden velanhoitokykyyn kohdistuvat riskit voivat silti toteutua. Kotitalouksien säästämisaste kasvoi vuonna 2020 sulkutoimien tai varovaisuussyistä pakotetusti syntyneen säästämisen vuoksi. Myös vuonna 2021 kotitalouksien yhteenlasketun säästöasteen ennustetaan olevan vuoden 2019 tasoa korkeampi. Kotitalouksien säästämisaste on edelleen suhteellisen pieni Kreikassa ja Kyproksessa. Tanskassa säästämisaste on huomattavasti alhaisempi kuin muissa sellaisissa maissa, joissa kotitalouksien velka on suuri suhteessa niiden käytettävissä oleviin bruttotuloihin (kuvio 2.3.9 a). Kotitaloudet kerryttivät vuonna 2020 ja vuoden 2021 alussa rahoitusvaroja, erityisesti talletuksia, mikä johti taloudellisen aseman vahvistumiseen. Kotitalouksien tuloihin kielteisesti

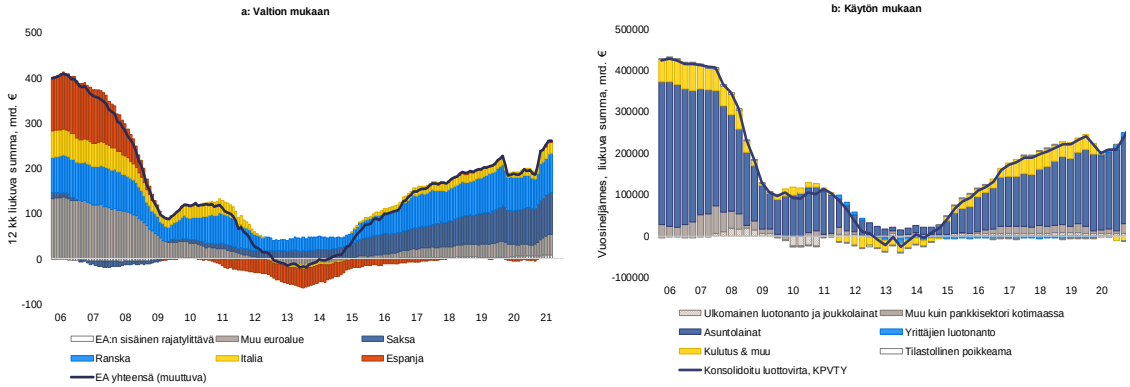
vaikuttavan työttömyyden kasvuun liittyvät velan takaisinmaksuriskit ovat edelleen vähäisiä (kuvio 2.3.9 b). Vaikka kotitalouksille aiheutuu tällä hetkellä hyvin vähän korkorasitusta, rahapolitiikan virityksen muutos saattaa vaikuttaa niiden velanhoitokykyyn erityisesti kun yleisimpiä ovat vaihtuvakorkoiset lainat. ([21])

Kuvio 2.3.7: **Kotitalouksien velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (2020 ja 2021)**



Lähde: Eurostat Nettoluottovirrat (velkatransaktiot) vastaavat lainoja (F4) ja velkapapereita (F3) koskevia transaktioita Eurostatin sektorikohtaisilla rahoitustileillä. Muut lähteet ovat AMECO-tietokanta ja komission yksiköiden arviot ja laskelmat, jotka perustuvat EKP:n tasetilastotietokannan kuukausittaiseen dataan rahalaitoslainoista ja velkapaperitransaktiosta (virrat) yksityisen sektorin kanssa.

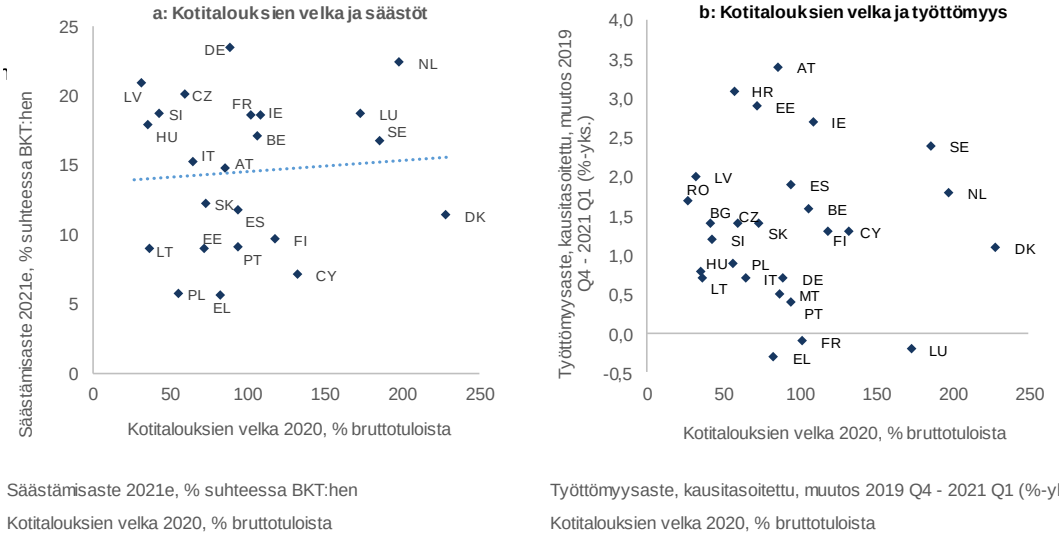
Kuvio 2.3.8: **Pankkilainat kotitalouksille euroalueella**



Huom. Kuvio a: 12 kuukauden liukuva summa ja kuvio b: 4 vuosineljänneksen liikkuva summa
Lähde: EKP

([21]) Uusista asuntolainoista vaihtuvakorkoisten osuus on ollut yli tai lähes 90 prosenttia ainakin vuodesta 2013 lähtien Bulgariassa, Kyproksessa, Latviassa ja Suomessa.

Kuvio 2.3.9: **Kotitalouksien velka ja säästöt sekä työttömyysriskit**



Säästämisaste 2021e, % suhteessa BKT:hen

Kotitalouksien velka 2020, % bruttotuloista

Työttömyysaste, kausitasoitettu, muutos 2019 Q4 - 2021 Q1 (%-yks.)

Kotitalouksien velka 2020, % bruttotuloista

Lähde: Eurostat ja AMECO. Maltan käytettävissä olevien bruttotulojen laskennassa on käytetty kotitalouksien käytössä olevia bruttotuloja suhteessa BKT:hen, jotka on laskettu käytössä olevia reaalisia bruttotuloja koskevasta Eurostatin datasta (B6G_R_HAB) perusteella. Bulgarian ja Kroatian kotitalouksien käytettävissä olevan bruttotulot on laskettu käyttämällä vuoden 2020 BKT:tä ja viimeisintä käytössä olevaa tietoa kotitalouksien käytettävissä olevista bruttotuloista suhteessa BKT:hen, koska näistäkään maista ei ole saatavilla dataa vuonna 2020 käytettävissä olleista bruttotuloista.

2.3.2. ASUMINEN

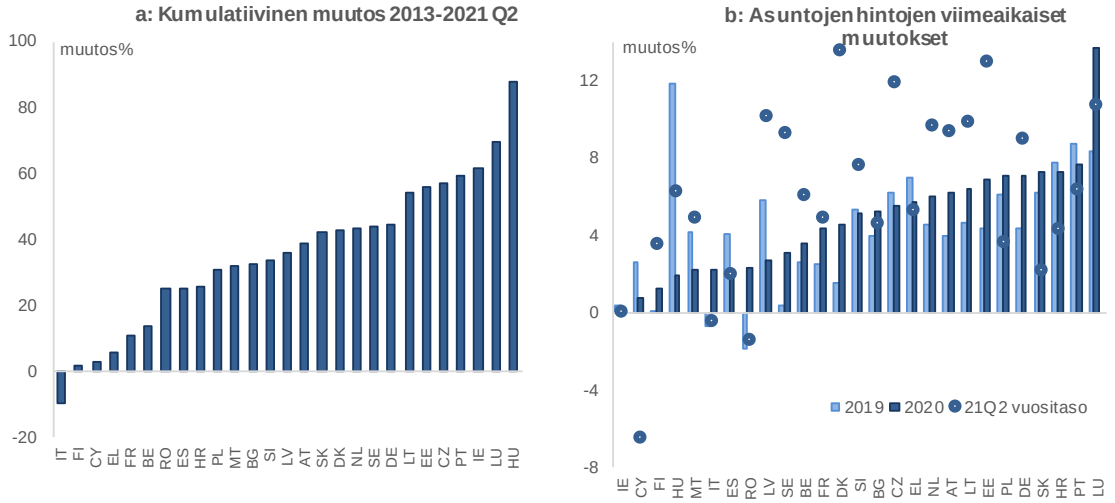
Asuntojen reaalihinnat nousivat vuonna 2020 kymmenessä jäsenvaltiossa yli tulostaulun kynnysarvon eli 6 prosentin. Nämä olivat Alankomaat, Itävalta, Kroatia, Liettua, Luxemburg, Portugali, Puola, Saksa, Slovakia ja Viro (kuvio 2.3.10 b), eli maita on kaksi enemmän kuin vuosi sitten. Kroatiassa, Luxemburgissa, Puolassa ja Slovakiassa tämä oli toinen peräkkäinen vuosi, jona asuntojen hinnat nousivat yli tämän kynnysarvon. Portugalissa nousu on ollut yli 6 prosenttia joka vuosi vuodesta 2016.

Asuntojen hintojen nousu jatkui vuonna 2021 voimakkaana useimmissa jäsenvaltioissa. Asuntojen reaalihinnat ovat nousseet edelleen tämän vuoden alkupuoliskolla, 14 EU-maassa yli 6 prosenttia vuositasolla (kuvio 2.3.10 b). Latviassa, Luxemburgissa, Tanskassa, Tšekissä ja Virossa vuotuinen reaalikasvu oli 10 prosenttia. Asuntojen reaalihinnat laskivat vuoden 2021 kahden ensimmäisen neljänneksen aikana Kyproksessa ja vähäisemmässä määrin Romaniassa. Irlannissa ja Italiassa hinnat ovat pysyneet pitkälti ennallaan.

Asuntojen hintojen nousuun ovat vaikuttaneet useat tekijät, jotka lisäävät kysyntää ja rajoittavat tarjontaa. Rajoitteita tarjonnassa esiintyi ennen jo pandemiaa, ja vaikka sulkutoimet pahensivat niitä väliaikaisesti, niiden voidaan odottaa jatkuvan tulevina vuosina. Pandemia on saattanut johtaa rakenteellisiin muutoksiin asuntojen kysynnässä, koska siirtyminen etätyöskentelyyn voi muuttaa maantieteellisiä mieltymyksiä. Joillakin paikkakunnilla tämä saattaa merkitä sitä, että kysyntä ylittää tarjonnan. Rahoitusolot ovat olleet asuntokaupalle suotuisat, ja kaiken kaikkiaan ne todennäköisesti edelleen tukevat asuntojen suurta kysyntää. Kotitalouksien tulot kasvavat elpymisen myötä, joten asuntojen hintojen nousun jatkuminen vaikuttaa todennäköiseltä.

Asuntojen hintojen viimeaikainen nousu vahvistaa asuntojen hintojen vakaata nousuuntausta, joka on vallinnut kaikkialla EU:ssa vuodesta 2013. Asuntojen reaalihinnat ovat nousseet kaikissa jäsenvaltioissa Italiaa lukuun ottamatta. Eniten nousua on tapahtunut alenevassa järjestyksessä Unkarissa, Luxemburgissa, Irlannissa, Portugalissa, Tšekissä, Virossa ja Liettuassa (kuvio 2.3.10 a). Vuonna 2020 ainoa EU-maa, jossa tämä kasvusuuntaus ei jatkunut, oli Irlanti, jossa hinnat pysyivät jokseenkin vakaina vuosina 2019 ja 2020.

Kuvio 2.3.10: **Asuntojen reaalihintojen muutokset**



Huom. Kreikkaa koskevat tiedot viittaavat vuoden 2021 ensimmäiseen, eivät toiseen, neljännekseen.
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.

Asuntojen hinnoissa vaikuttaa olevan yliarvostusta useimmissa EU-maissa. Verrattaessa asuntojen hintaindeksejä vertailuarvoihin, joissa otetaan huomioon hintojen perustekijät (esim. tulot ja väestörakenne), on saatu laajaa näyttöä yliarvostuksesta. ([22]) Tämä koskee erityisesti Alankomaita, Belgiaa, Itävaltaa, Luxemburgia, Portugalia, Ranskaa, Ruotsia, Saksaa, Tanskaa, Tšekkiä, Slovakiaa ja Unkaria, joissa kaikissa ero on huomattava (kuvio 2.3.11 a). Kohtuuhintaisuus mitataan sen perusteella, kuinka monta vuotta tarvitaan, että keskituloinen voi ostaa 100 neliömetrin asunnon([23]). Näin saadut tiedot osoittavat huomattavaa yliarvostusta Irlannissa, Kroatiassa ja Maltassa, ja 11 muussakin jäsenvaltiossa tarvitaan yli kymmenen vuoden tulot 100 neliömetrin asunnon ostamiseksi. Nämä ovat Alankomaat, Espanja, Itävalta, Kreikka, Kypros, Portugali, Puola, Ranska, Ruotsi, Unkari ja Viro (kuvio 2.3.11 b).

Useissa tapauksissa viitteet asuntojen hintojen mahdollisesta yliarvostuksesta yhdistyvät kotitalouksien suureen velkaantumiseen tai asuntolainojen lisääntymiseen. Luxemburgissa asuntojen hinnat ovat korkeat ja nousevat voimakkaasti edelleen, ja kotitalouksien velkaantuneisuus on erittäin suurta. Alankomaissa, Belgiassa, Itävallassa, Portugalissa, Ranskassa, Ruotsissa, Saksassa ja Tanskassa on merkkejä asuntojen hintojen mahdollisesta yliarvostuksesta ja kotitalouksien huomattavasta – Tanskan tapauksessa hyvin huomattavasta – velkaantuneisuudesta. Slovakiassa asuntojen hinnat ovat mahdollisesti yliarvostettuja ja kotitalouksien velkaantuneisuus on kasvanut eniten viime vuosina, tosin alhaiselta lähtötasolta.

Tarjontapuolen rajoitteet lieventävät riskiä, että asuntojen hintoja tarkistetaan huomattavasti alaspäin, mutta talouteen liittyviä huolenaiheita on edelleen. Monissa jäsenvaltioissa on otettu käyttöön makrovakaustoimenpiteitä, jotka ovat osaltaan vähentäneet asuntomarkkinoihin liittyviä yleiseen rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. ([24]) Vähemmän dynaaminen asuntojen tarjonta on vaikuttanut

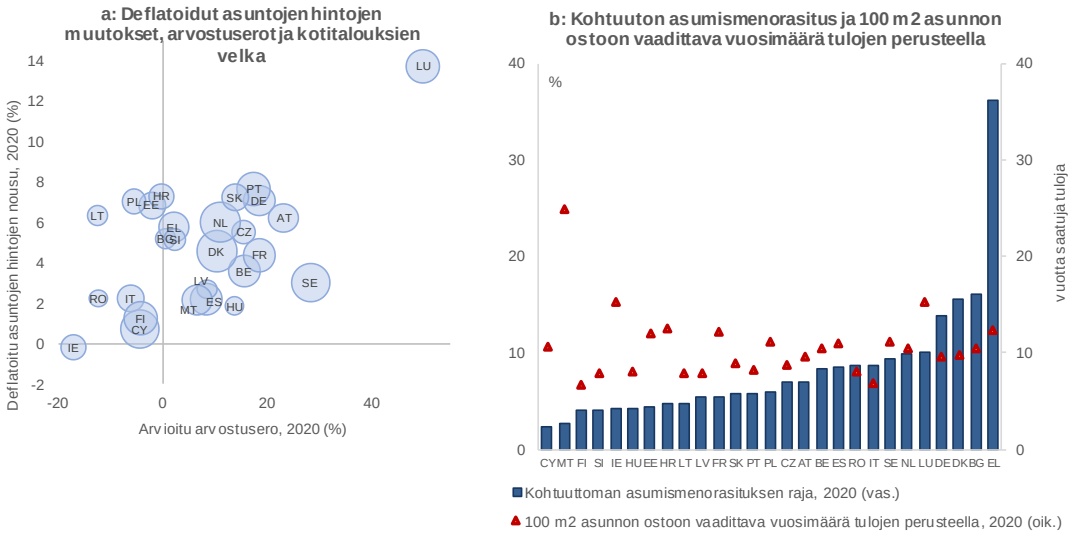
([22]) Asuntojen hintojen arvostuserot lasketaan suhteessa vertailuarvoihin, jotta voidaan ottaa huomioon maakohtaiset vaikutukset. Synteettiset arvostusten erot perustuvat eroon, joka on saatu eri vertailuarvoista: i) hinta-tulosuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan; ii) hinta-vuokrasuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan; iii) poikkeama regressioihin perustuvista vertailuarvoista, joissa 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.

([23]) 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.

([24]) Makrovakaustoimenpiteitä valvoo Euroopan järjestelmäriskikomitea (EJRK). Se 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 edellä mainitut maat sekä Itävalta olivat saaneet Euroopan järjestelmäriskikomitealta varoituksen jo marraskuussa 2016. Makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annetun asetuksen (asetus (EU) N:o 1176/2011) mukaan komission on

hintojen nousuun; rakentamisen hidastuminen kuitenkin vähentää myös asuntojen hintojen korjausliikkeiden suoria taloudellisia vaikutuksia.

Kuvio 2.3.11: **Asuntojen hinnat, arvostusmittarit, kotitalouksien velka ja kohtuuton asumismenorasitus**



Huom. Vasemman paneelikaavion kuplien koko vastaa kotitalouksien velkaa suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Ks. alaviite 22 arvostuseroista. Kohtuuttoman asumismenorasituksen rajan ylittävien osuudella tarkoitetaan sitä osuutta väestöstä, joka elää kotitalouksissa, joiden kokonaisasumismenot (asumistuet vähennettyinä) on yli 40 prosenttia käytettävissä olevista tuloista (ilman asumistukia).
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.

Kohtuuhintaisten asuntojen saatavuus on heikentynyt. Koska asuntojen hinnat ovat nousseet nopeammin kuin kotitalouksien tulot, kohtuuhintaisten asuntojen saatavuus on heikentynyt. Asuntojen hintojen nousu ei yleisesti näy kotitalouksien velkaantuneisuuden kiihtymisenä, mutta näin saattaa käydä tulevaisuudessa, kun asuntojen ostamisesta tulee kalliimpaa. Asuntojen hintojen nousu ylitti vuonna 2020 tulojen kasvun kaikissa EU-maissa Latviaa, Kyprosta ja Irlantia lukuun ottamatta. Luxemburgissa, Saksassa, Tanskassa ja Bulgariassa yli 10 prosenttia väestöstä käyttää vähintään 40 prosenttia käytettävissä olevista tuloistaan asumiskustannuksiin. Kreikassa tämä osuus on yli 36 prosenttia väestöstä (kuvio 2.3.11 b). Tilanteen sosiaaliset vaikutukset ovat ilmeiset, mutta lisäksi sillä voi olla myös merkittäviä makrotaloudellisia vaikutuksia, pääasiassa resurssien epätarkoituksenmukaisen kohdentumisen vuoksi. Asuntojen korkeat hinnat voivat johtaa yksityisen kokonaiskulutuksen vähenemiseen ja lisätä nettomääräisesti kauppatasetta, jos asunnonostajien kulutushalukkuus on keskimääräistä suurempi. Kun siihen liittyy luotonottoa, luotonanto voi ohjautua pois tuottavuutta lisäävistä investoinneista. Kohtuuhintaisten asuntojen puute voi myös vaikuttaa kielteisesti työvoiman liikkuvuuteen ja sitä kautta kilpailukykyyn.

Covid-19-kriisi on vaikuttanut merkittävästi liikekiinteistömarkkinoihin, kun transaktiot ovat vähentyneet huomattavasti ja hintoja on korjattu. Liikekiinteistöjen markkinakehitys on ollut covid-19-pandemian alkamisen jälkeen irrallaan asuinkiinteistöistä. Liikekiinteistöjen kaupat ovat vähentyneet merkittävästi, ja alan vähittäissegmentti on kärsinyt hintojen huomattavasta korjausliikkeestä. Vaikka liikekiinteistöjä koskeva data ei ole täydellistä eikä näin ollen mahdollista riskien ja haavoittuvuuksien perusteellista arviointia, sijoittajille tehdyt kyselytutkimukset viittaavat siihen, että mieliala markkinoilla heikkenee edelleen. ([25]) Tämä saattaa aiheuttaa riskin joillekin pankeille, koska liikekiinteistöjä käytetään yleisesti yritysten lainojen vakuutena. Erityisesti tämä koskee kiinteistörahastoja, joiden suorassa hallinnassa suurin osa liikekiinteistöstä on.

otettava huomioon Euroopan järjestelmäriskikomitean varoitukset ja suositukset jäsenvaltioille, joista on tehty perusteellinen tarkastelu. Vuonna 2019 laadittua kertomusta on tarkoitus päivittää vuoden 2022 alussa.

([25]) EKP (2021): Financial Stability Review, toukokuu 2021, RICS Global Commercial Property Monitorin pohjalta.

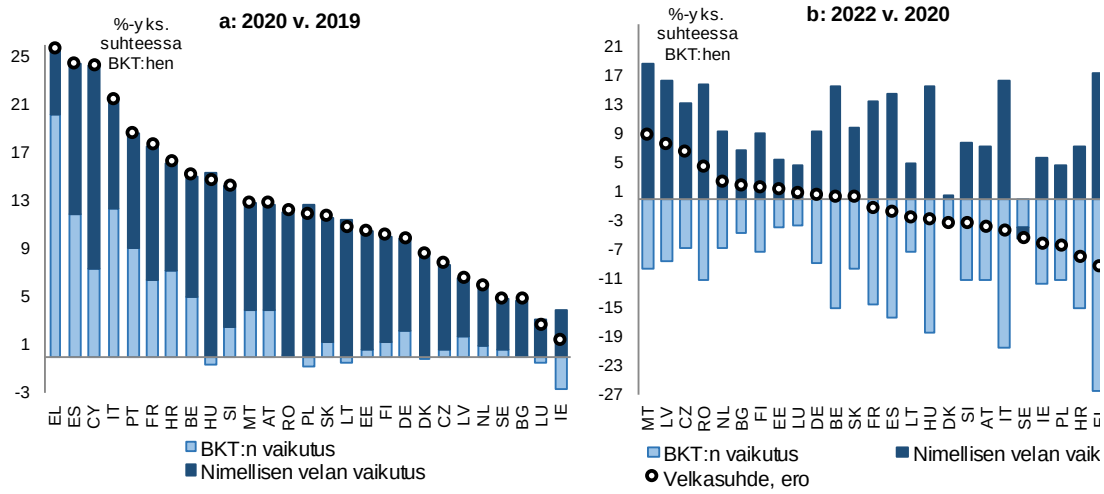
2.4. JULKINEN SEKTORI

Covid-19-kriisillä ja sen lievittämiseksi toteutetuilla julkisen sektorin toimenpiteillä on ollut merkittävä vaikutus julkiseen velkaan, joka kasvoi kaikissa jäsenvaltioissa vuonna 2020. Julkinen velka ylitti vuonna 2020 tulostaulun kynnysarvon (60 prosenttia suhteessa BKT:hen) 13 jäsenvaltiossa (Belgia, Espanja, Italia, Itävalta, Kreikka, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Saksa, Slovenia, Suomi ja Unkari). Jäsenvaltioita on kaksi enemmän kuin vuonna 2019, jolloin Saksa ja Suomi olivat vielä kynnysarvon alapuolella. Vaikka vuonna 2020 käyttöön otetut – enimmäkseen tilapäiset – toimenpiteet kasvattivat velkaa välittömästi velan nimellisarvon nousun myötä, ne vähensivät pandemiasta johtuvan taantuman vaikutusta muihin talouden sektoreihin.

Julkisen velan kasvu vuonna 2020 on ollut suurinta maissa, joihin covid-19-kriisin aiheuttama häiriö on vaikuttanut voimakkaasti. Vuonna 2020 kasvu oli yli 20 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen Espanjassa, Italiassa, Kreikassa ja Kyproksessa. Vuoteen 2022 mennessä BKT:n ennustetaan kasvaneen vuoden 2019 tasosta eniten Belgiassa, Espanjassa, Italiassa, Kreikassa, Maltassa ja Ranskassa. Näistä Belgialla, Espanjalla, Italialla, Kreikalla ja Ranskalla oli pandemian alkaessa suuri velka, jonka kasvun ennustetaan hiipuvan vuoteen 2022 mennessä.

Velan kasvu suhteessa BKT:hen vuosina 2019–2020 johtui nimellisen velan kasvusta ja BKT:n äkillisestä supistumisesta. Useimmissa maissa suurin vaikutus oli nimellisvelan kasvulla, johon sisältyy muiden talouden sektoreiden tukemiseksi toteutettujen toimenpiteiden vaikutus. Italiassa ja Kreikassa yli puolet velkasuhteen kasvusta johtui kuitenkin nimittäjävaikutuksesta, joka on merkittävämpi, kun velkaantumisaste on alun alkaenkin suurempi. Myös taantuma oli näissä maissa voimakkaampi (kuvio 2.4.1).

Kuvio 2.4.1: **Julkisen talouden velkasuhteiden muutos**



Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste

Vuosien 2021 ja 2022 näkymien mukaan julkisen velan kasvu yleisesti hiipuu, vaikka joissakin tapauksissa kasvun odotetaan jatkuvan. Noin puolessa jäsenvaltioista julkisen talouden velan odotetaan ylittävän vuoden 2022 lopussa vuoden 2020 tason (kuvio 2.4.1 b). Useissa maissa julkisen velan ennustetaan kasvavan edelleen vuonna 2021, sillä julkisen talouden alijäämät ovat edelleen huomattavia (kuviot 2.4.2 ja 2.4.3 b). Maltan ja Slovakian velkasuhteen odotetaan nousevan yli 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Vuonna 2022 velkasuhde supistunee useimmissa maissa, vaikkakin Belgiassa, Latviassa, Maltassa, Romaniassa, Tšekissä ja Virossa sen ennustetaan kasvavan, jos politiikka säilyy ennallaan.

Valtion rahoitusolot ovat olleet suotuisat. Valtion joukkolainojen tuotot pysyivät vakaina tai jopa pienenivät hieman vuonna 2020 heti pandemian puhjettua koetun maltillisen kasvupiikin jälkeen. Tuotot

kasvoivat hieman vuonna 2021 ja osoittivat lähentymistä erityisesti euroalueen maissa. Valtion joukkolainojen tuotot ovat kasvaneet Puolassa, Tšekissä ja Unkarissa jonkin verran, kun taas Romaniassa kasvu on ollut selkeämpää. Epävakauden vähentyminen on seurausta politiikkatoimista, joilla on tuettu julkista rahoitusta. EKP:n ja muiden EU:n keskuspankkien harjoittama rahapolitiikka on ollut tässä suhteessa ratkaisevan tärkeää. Kasvua tukeva finanssipolitiikan viritys ja rahapoliittiset toimenpiteet ovat tukeneet toisiaan luottamuksen ja vakauden säilyttämisessä.

Bruttomääräiset rahoitustarpeet kasvoivat merkittävästi vuonna 2020, mutta niiden odotetaan vähenevän tasaisesti tulevina vuosina. Bruttomääräiset rahoitustarpeet kasvoivat pandemian seurauksena huomattavasti kaikissa jäsenvaltioissa, monissa tapauksissa (Espanja, Italia, Itävalta, Kypros, Malta, Puola, Ranska, Slovakia, Slovenia ja Suomi) jopa yli 10 prosenttia suhteessa BKT:hen. Suurimmat bruttorahoitustarpeet vuonna 2020 olivat noin 30 prosenttia suhteessa BKT:hen Italiassa ja Espanjassa (kuvio 2.4.3 a). Useimpien jäsenvaltioiden rahoitustarpeiden ennustetaan alkavan pienentyä vuonna 2021 tai 2022, mikä vastaa alijäämän supistumista tulevina vuosina (kuvio 2.4.3 b). Vuonna 2022 bruttomääräisten rahoitustarpeiden ennustetaan kuitenkin olevan yli 20 prosenttia suhteessa BKT:hen Espanjassa, Italiassa ja Ranskassa.

Julkisen velan rakenne saattaa lisätä riskejä joissakin tapauksissa, kuten Bulgariassa ([26]), Kroatiassa, Romaniassa ja Unkarissa, joissa ulkomaanvaluutan määräisen velan osuus on suurin. **(**[27]**)** Tilanteessa tulee erityisesti esiin ulkomaanvaluutan määräisen velan merkitys euroalueen ulkopuolisille maille sekä suuremmat jälleenrahoitustarpeet, jos velka on rakenteeltaan sellaista, että keskimääräiset maturiteetit ovat lyhyehköjä. Myös vähemmän kehittyneet ja vähemmän likvidit kotimarkkinat saattavat joissakin tapauksissa lisätä rahoitusriskejä.

Myös joitakin lieventäviä tekijöitä on sen suhteen, että julkisen talouden kestävyyteen kohdistuvat riskit ovat suuremmat kuin ennen pandemiaa. Velan ennustetaan pysyvän seuraavan vuosikymmenen aikana jäsenvaltioista noin kolmasosassa suurempana kuin ennen pandemiaa. ([28]) Korkojen ja BKT:n kasvuvauhdin erotus on kuitenkin suotuisa, minkä odotetaan tulevina vuosina tukevan velkasuhteen vakautumista tai supistumista. Julkisen talouden riskejä saattavat lieventää myös pidemmät maturiteetit, suhteellisen vakaat rahoituslähteet ja historiallisen alhaiset lainakustannukset. Elpymis- ja palautumistukivälineen uudistusten ja investointien tuloksellisen täytäntöönpanon olisi samaan aikaan tuettava potentiaalista kasvua ja parannettava velkakestävyyttä.

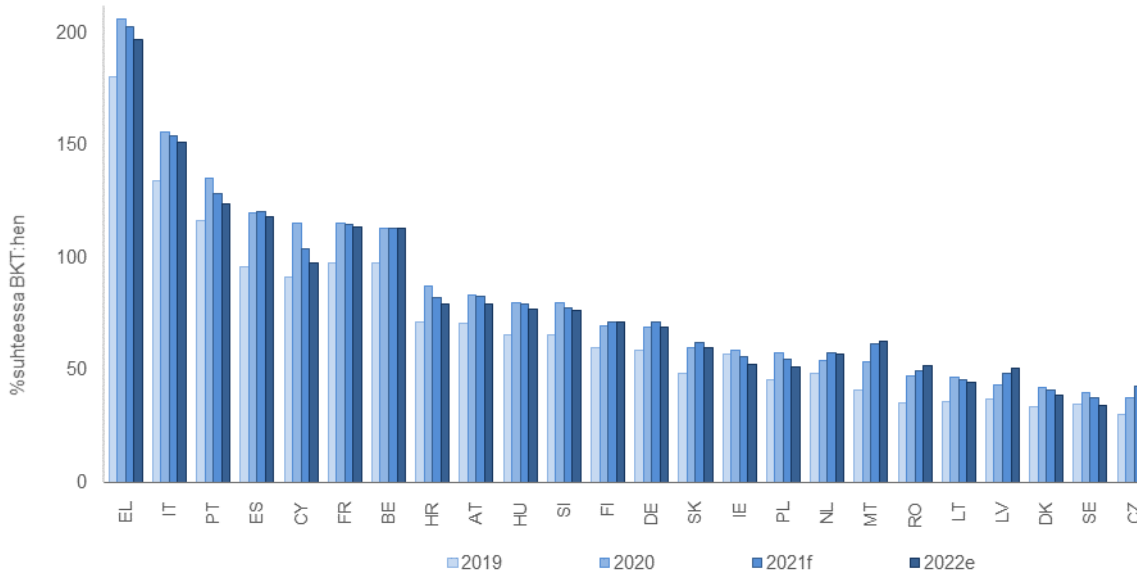
Mahdolliset riskit johtuvat korkojen noususta tai covid-19-pandemiaan liittyvien takausten vastuun toteutumisesta. Korkojen nousu saattaa johtaa korkomaksujen kasvuun erityisesti maissa, joilla on tulevaisuudessa suuria rahoitustarpeita. Takauskanta saattaa myös aiheuttaa julkiselle taloudelle lisäkustannuksia: se kasvoi euroalueella 14 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen vuosien 2019 ja 2020 välillä. Hallitukset, joilla on vähemmän julkisen talouden liikkumavaraa (mukaan luettuina Belgia, Espanja, Italia, Portugali ja Ranska), ovat toteuttaneet avokätisempiä takausjärjestelmiä. Näillä järjestelmillä on voitu myöntää tukea ilman, että sillä on suoraa vaikutusta julkisen talouden rahoitusasemaan, mutta ne lisäävät julkista velkaa, jos niihin joudutaan turvautumaan. ([29])

Talouden elpymisen kannalta on jatkossa tärkeää huolehtia siitä, että julkisen talouden kestävyys saadaan palautettua asianmukaisesti. Vakaus- ja kasvusopimuksen yleinen poikkeuslauseke on antanut jäsenvaltioille mahdollisuuden tukea talouksiaan covid-19-kriisin keskellä. On odotettavissa, että sen soveltaminen lopetetaan vuodesta 2023. Jos talouden olosuhteet sen sallivat, on olennaisen tärkeää saavuttaa maltillisella tasolla oleva julkisen talouden rahoitusasema ja varmistaa julkisen talouden kestävyys keskipitkällä aikavälillä. Suureen julkiseen velkaan liittyvät riskit olisi tasapainotettava niiden riskien kanssa, jotka liittyvät siihen, että covid-19-pandemiaan liittyvistä finanssipoliittisista toimenpiteistä luovutaan liian aikaisin, sillä se voi hidastaa elpymistä([30]) ja vaikuttaa kasvuun ajan

([26]) Bulgariassa valuuttakatejärjestelmä vähentää ulkomaisen velan valuuttakoostumuksesta aiheutuvaa riskiä. Myös Bulgarian ja Kroatian liittyminen ERM II:een voi tasoittaa velanhoitokykyyn liittyviä riskejä alhaisempien riskipreemioiden ansiosta.
([27]) Heinäkuussa 2021 ulkomaanvaluutan määräisen julkisen velan osuus oli Bulgariassa 82 %, Kroatiassa 72,1 %, Romaniassa 51,1 %, Puolassa 22,9 %, Unkarissa 21,7 %, Ruotsissa 20 %, Tanskassa 10,1 % ja Tšekisssä 8 %.
([28]) Euroopan komissio (2021), The 2021 Stability and Convergence Programmes: an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance.
([29]) EKP (2021), Financial Stability Review.
([30]) IMF (2021), Fiscal Monitor, huhtikuu 2021.

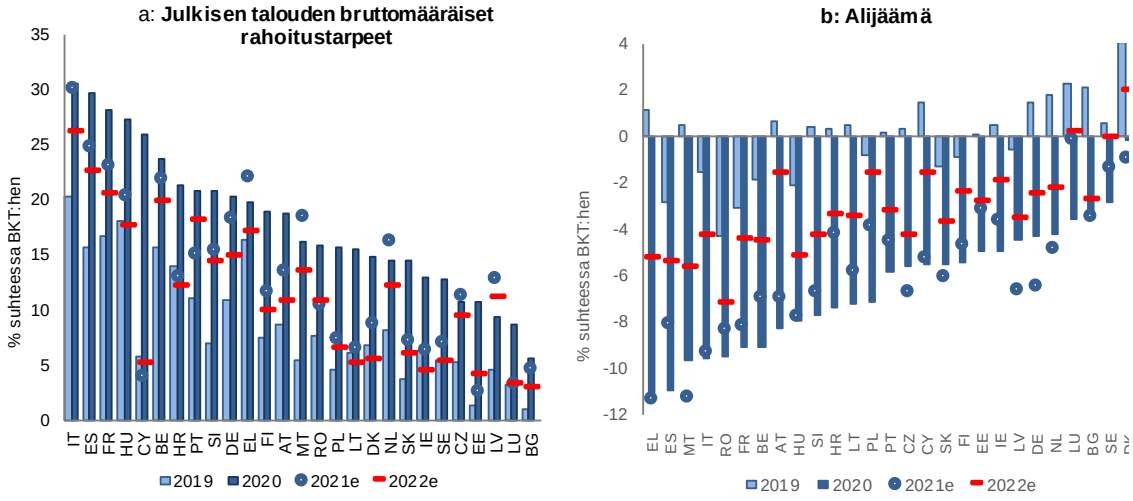
mittaan kielteisesti. Vaikutukset kasvuun voivat olla muita selkeämpiä Belgian, Espanjan, Kyproksen, Portugalin ja Ranskan kaltaisissa maissa, joilla on paljon julkista ja yksityistä velkaa.

Kuvio 2.4.2: **Julkinen velka**



Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste

Kuvio 2.4.3: **Julkisen talouden bruttomääräiset rahoitustarpeet ja alijäämä**



Lähde: AMECO, Euroopan komission syksyn 2021 talousennuste ja komission yksiköiden laskelmat.

2.5. RAHOITUSSEKTORI

Tähän asti EU:n pankkisektori on osoittanut kykynsä sietää pandemiaa, vaikka sitä vaivaavat edelleen jo ennen pandemiaa olemassa olleet haasteet, kuten heikko kannattavuus. EU:n pankkisektori kohtasi pandemian hyvin pääomitettuna, sillä pääomapohjaa oli vahvistettu useiden vuosien ajan maailmanlaajuisen finanssikriisin ja valtionvelkakriisin rajujen seurausten vuoksi. Sektorin vakaus on kuitenkin vaihdellut maittain, ja joissakin maissa järjestämättömien lainojen määrä on edelleen merkittävä ja heikko kannattavuus on laaja huolenaihe.

- **EU:n pankkisektori on pysynyt häiriönsietokykyisenä sekä vahvan lähtötilanteensa että pandemian aikana käyttöön otettujen politiikkatoimenpiteiden vuoksi.** Pandemiaa edeltäneinä vuosina rakennettiin vahvoja pääomapuskureita, ja ydinpääoma (CET1) ja vakavaraisuussuhde paranivat edelleen vuonna 2020, mihin vaikutti myös osingonjaon rajoittaminen lainsäädännöllä. Järjestämättömät lainat ovat vähentyneet edelleen, kun vanhoista heikkolaatuisista omaisuuseristä on päästy eroon, ja uusien järjestämättömien lainojen syntymistä on hillitty pandemian puhjettua käyttöön otetulla lainojen takaisinmaksun lykkäämisellä. Uutta luotonantoa on puolestaan tuettu valtion takauksilla yrityslainoille ja tilapäisellä makrovakauspolitiikan höllentämisellä, ja rahoitusolosuhteet pysyivät vuonna 2021 löysinä. Rahoitussektorin velkojen kasvu pysyi vähäisenä vuonna 2020, ja vain Kreikka, Liettua, Unkari ja Viro ylittivät tulostaulun kynnysarvon. Euroopan pankkiviranomaisen (EPV) hiljattain tekemät stressitestit osoittavat, että EU:n pankkisektori on yleisesti ottaen häiriönsietokykyinen, mutta pankkien välillä on suuria eroja, ja pankeissa, jotka keskittyvät kotimaiseen luotonantoon tai joiden nettokorkotulot ovat pienemmät, pääoma vähenisi enemmän. ([31])

- **EU:n pankkisektorin suurimpana haasteena on edelleen sen heikko kannattavuus** (kuvio 2.5.1 a). Oman pääoman tuotto, joka on ollut pitkään alhainen useimmissa jäsenvaltioissa, aleni vuonna 2020 edelleen, kun luottotappiovaraukset kasvoivat ja tulot pienenivät. Kannattavuus kääntyi negatiiviseksi Espanjassa, Irlannissa, Kreikassa, Kyproksessa ja Portugalissa. Kannattavuuden elpymisestä vuonna 2021 on merkkejä. ([32]) Tämä varovaisen myönteinen kehitys näkyy myös EU:n pankkien markkina-arvossa. Markkina-arvot ovat viime syksystä lähtien vähitellen elpyneet pandemiaa edeltäneelle tasolle, mutta jäävät edelleen jonkin verran alle osakemarkkinoiden yleisen tason.

- **Joidenkin EU-maiden pankkisektoriin kohdistuu edelleen haasteita, joissa yhdistyvät hyvin heikko kannattavuus, keskimääräistä pienempi vakavaraisuussuhde tai suuri järjestämättömien lainojen määrä** (kuvio 2.5.1). ([33]) Kreikassa järjestämättömien lainojen osuus on pienentynyt

([31]) Euroopan pankkiviranomainen (EPV) julkaisi heinäkuussa 2021 tulokset EU:n laajuisesta stressitestistä, jossa oli 15:stä EU- ja ETA-maasta mukana 50 pankkia, joiden osuus EU:n pankkisektorin omaisuuseristä on 70 prosenttia. Testissä keskityttiin erityisesti lainoihin, joihin sovelletaan takaisinmaksun lykkäystä ja joilla on julkinen takaus. Tämän vuoden stressitestissä tarkasteltiin pitkittynyttä covid-19-skenaariota ”pidempään alhaisen” korkotason ympäristössä, jossa EU:n BKT:n odotettiin supistuvan 3,6 prosenttia kolmen vuoden aikana. Tulokset viittaavat siihen, että EU:n pankkisektorin ydinvakavaraisuussuhde pysyisi yli 10 prosentissa, ja pääoma vähenisi 265 miljardia euroa lähtökohtana olleesta 15 prosentin ydinvakavaraisuussuhteesta. Suurin osa pääoman ehtymisestä selittyisi luottotappioilla. Skenaario johtaisi myös siihen, että jatkuvista toiminnoista ja erityisesti nettokorkotuloista saatavien voittojen osuus pienenisi merkittävästi.

([32]) EU:n pankkien oman pääoman mediaanituotto, joka vuonna 2019 oli 5,8 prosenttia, laski 2,7 prosenttiin vuonna 2020. Vuoden 2021 toisella neljänneksellä se kuitenkin nousi 7,1 prosenttiin.

([33]) 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”. Järjestämättömien lainojen osuuksia koskevat yhdenmukaistetut tiedot ovat käytettävissä vasta vuodesta 2014 alkaen. Tämän vuoksi ”huippuvuotta” koskevien tietojen osalta kuviossa 2.5.1 b 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 ero on tällä hetkellä Kreikassa 5 prosenttiyksikköä ja Kyproksessa 2 prosenttiyksikköä, kun useimmissa maissa se on alle 1 prosenttiyksikön.

merkittävästi, mutta se on edelleen suuri. ([34] Kannattavuus kääntyi vuonna 2020 negatiiviseksi, ja vakavaraisuussuhteet ovat EU:n alhaisimpia. Myös kyproslaisten pankkien erittäin suuret järjestämättömien lainojen osuudet ovat pienentyneet huomattavasti, mutta sielläkin kannattavuus kääntyi vuonna 2020 negatiiviseksi. Monissa muissa maissa järjestämättömien lainojen osuus on viime vuosina pienentynyt huomattavasti, mutta Bulgariassa, Kroatiassa ja Puolassa se on lähes 5 prosenttia. Espanjassa ja Portugalissa vakavaraisuussuhde on selvästi keskimääräistä alhaisempi ja myös kannattavuus kääntyi vuonna 2020 hieman negatiiviseksi.

Pankkisektoriin kohdistuu edelleen riskejä, ja kriisin täysi vaikutus omaisuuserien laatuun, kannattavuuteen ja pääomapuskureihin tulee näkyviin vasta, kun tukitoimenpiteistä on kokonaan luovuttu. Covid-19-kriisin vaikutusta pankkisektoriin on rajoitettu laajoilla tukitoimenpiteillä, jotka on suunnattu pääasiassa yrityssektorille. Niistä ollaan vähitellen luopumassa, ja useimpien toimenpiteiden on määrä päättyä vuoden 2021 loppuun mennessä. Niiden poistaminen tuo esiin taustalla olevat vakavaraisuuteen tai likviditeettiin liittyvät ongelmat. Tämä on pankkialalle riski, koska velalliset joutuvat täyttämään takaisinmaksuvelvoitteet, joilta niitä on suojattu.

- **Yritysten ja kotitalouksien maksuvaikeudet saattavat vielä realisoitua, kun palataan normaaliin.** Yksityinen velka oli suuri useissa jäsenvaltioissa jo ennen pandemiaa ja kasvoi edelleen vuonna 2020. Yritysten maksukykyongelmat ovat merkittävä riski erityisesti joillakin aloilla, joihin kriisi on vaikuttanut tavallista enemmän. Toistaiseksi yritysten maksukyvyttömyystapaukset ovat pysyneet vähäisinä. Kotitalouksien asuntovelkaan liittyviä riskejä on tähän asti hillitty julkisilla tulotukijärjestelmillä, ja kotitalouksien säästöt ovat lisääntyneet. Asuntomarkkinoiden pitkäaikaiset tarjontaongelmat vähentävät riskiä, että asuntojen hinnat merkittävästi laskisivat. Yrityssektorin maksukykyongelmat voivat kuitenkin tulevaisuudessa aiheuttaa kerrannaisvaikutuksia työllisyyteen ja vaikuttaa myös kotitalouksien maksukykyyn.

- **Järjestämättömien lainojen odotetaan lisääntyvän erityisesti joillakin aloilla ja joissakin maissa.** Velkojen takaisinmaksuvaikeudet yrityksissä, joiden kannattavuuteen kriisi vaikuttaa eniten, voivat johtaa järjestämättömien lainojen kasvuun. Vaiheen 2 lainat, joihin liittyvä luottoriski on lisääntynyt merkittävästi, ovat jo huomattavasti lisääntyneet. ([35]) Vaiheen 2 lainojen osuus oli vuonna 2020 euroalueella 13 prosenttia, ja vuonna 2021 sen odotetaan kasvavan 17 prosenttiin. ([36]) Taloudellisen toiminnan alueellinen jakautuminen merkitsee sitä, että järjestämättömien lainojen kasvu voi jakautua epätasaisesti eri alueiden välillä, mikä vaikuttaa suhteettomasti tiettyjen maiden pankkisektoriin. ([37]) Myös korkojen nousu voi olla haaste velkaisille yrityksille, joiden maksuvalmiuspuskurit ovat vähäiset.

- **Pankkien, valtioiden ja finanssialan ulkopuolisten yritysten välistä takaisinkytkentämekanismia olisi seurattava tiiviisti**. Euroalueella EKP:n pandemiaan liittyvä arvopaperien osto-ohjelma on tukenut rahoitusmarkkinoiden hyvää luottamusta ja edistänyt pankkisektorin vakautta pandemian aikana. Joissakin maissa pankit kuitenkin merkitsivät suuren osan liikkeeseen lasketusta julkisesta velasta, jota otettiin osittain yrityssektorille suunnattujen tukitoimenpiteiden vuoksi. Tämä on riski, kun otetaan huomioon pankkien taseiden, yrityssektorin ja julkisen velan kytkeytyminen yhteen, erityisesti tilanteessa, jossa pitkät korot saattavat nousta maailmanlaajuisesti.

([34]) Kuvio 2.5.1 b perustuu tietoihin vuoden 2021 ensimmäiseltä neljännekseltä, jolloin Kreikan järjestämättömien lainojen osuus oli 26 prosenttia. Varoitusmekanismia koskevan kertomuksen koontipäivän (22.10.2021) jälkeen julkaistut tiedot vuoden 2021 toiselta neljännekseltä viittaavat siihen, että järjestämättömien lainojen osuus pienenee erittäin merkittävästi, 16 prosenttiin (alustava arvo).

([35]) Vaiheen 2 lainat ovat lainoja, joihin liittyvä luottoriski on lisääntynyt merkittävästi alkuperäisen kirjaamisen jälkeen, mutta toisin kuin vaiheen 3 lainoja, niiden ei vielä katsota olevan luottoriskin johdosta arvoltaan alentuneita tai maksukyvyttömyystilassa.

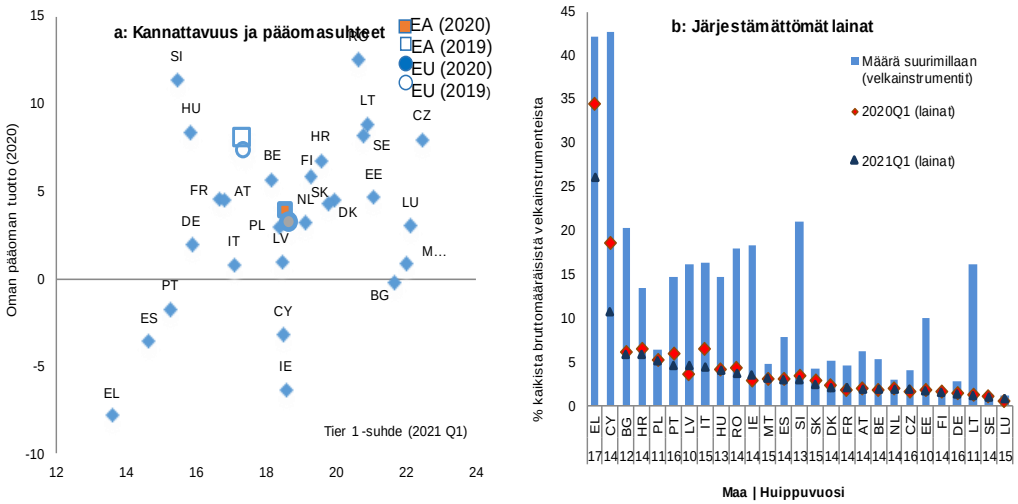
([36]) EKP (2021), Financial Stability Review, toukokuu 2021.

([37]) Euroalueen tiedot vahvistavat, että vaiheen 2 lainojen lisääntyminen oli selvempää aloilla, joihin pandemia ja liikkumisrajoitukset ovat vaikuttaneet enemmän. Esimerkiksi majoituspalveluissa niiden osuus, joka oli 7 prosenttia vuonna 2019, kasvoi 25 prosenttia vuonna 2020 ja taide- ja viihdealalla 6 prosentista 23 prosenttiin. EKP (2021): EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2021. Samat trendit näkyvät myös viimeaikaisissa järjestämättömiä lainoja koskevissa tiedoissa. EPV:n riskitaulukko osoittaa vuoden 2021 toisen neljänneksen osalta, että erot omaisuuserien laadussa eri alojen välillä kasvavat. Esimerkiksi majoitus- ja ravitsemistoiminnassa järjestämättömien lainojen osuus kasvoi vuoden 2021 ensimmäisen neljänneksen 9 prosentista 9,6 prosenttiin vuoden toisella neljänneksellä ja taiteiden, viihteen ja virkistyksen osalta 7,9 prosentista 8,2 prosenttiin.

Ennen pandemiaa esiintyneet pankkialan rakenteelliset haasteet ovat edelleen olemassa, ja niiden ratkaiseminen voi olla vaikeampaa. Ylikapasiteetti on ollut EU:n pankkisektorin pitkän aikavälin haaste, joka on johtanut alhaiseen kustannustehokkuuteen ja heikkoon kannattavuuteen. Meneillään oleva digitalisaatio ja vihreä siirtymä aiheuttavat uusia haasteita pankkialalle, jonka on uudelleensuunnattava rahoitusta eri toimialoille aikana, jolloin sen pitkään jatkunut heikko kannattavuus rajoittaa sen omaa sijoitustoimintaa ja voi pahentua, jos sen omaisuuserien laatu heikkenee.

Pankkialan ulkopuolinen rahoitussektori, johon pitkään alhaisena pysytellyt korkotaso on vaikuttanut, kohtaa uusia haasteita. Pitkään jatkunut alhaisen tuoton toimintaympäristö on heikentänyt sellaisten pankkialan ulkopuolisten rahoituslaitosten kannattavuutta ja tasetta, joiden sijoitussalkut muodostuvat suurelta osin vähäriskisistä omaisuuseristä, kuten vakuutusyhtiöillä, ja pakottanut ne lisäämään velkavipuaan ja altistumistaan riskialttiimmille omaisuuserille. ([38]) Äkillinen korkojen nousunäkymä voisi käynnistää maailmanlaajuisen riskien uudelleenhinnoittelun, joka aiheuttaisi EU:ssa omaisuuserien arvostustappioita pankkialan ulkopuoliselle yrityssektorille. Tähän mennessä covid-19-sokista näyttävät kärsineen eniten henkivakuutusyritykset, sillä niiden vakuutusmaksut alenivat vuonna 2020, kun taas vahinkovakuutustoiminnassa vakuutusmaksut nousivat. ([39]) Lisäksi pandemia on johtanut joihinkin liikekiinteistöjen hinnankorjauksiin, jotka ovat vaikuttaneet kiinteistörahastojen tulokseen (ks. edellä asumista koskeva jakso).

Kuvio 2.5.1: **Pankkisektorin kannattavuus ja pääoma sekä järjestämättömät lainat**



Huom. EU:n ja euroalueen keskiarvoja ei ole painotettu kuviossa talouden koon mukaan. "Määrä suurimmillaan" koskee bruttomääräisten järjestämättömien velkainstrumenttien (NPD:t) osuutta kaikista bruttomääräisistä velkainstrumenteista. Järjestämättömien lainojen (NPL:t) osuudet ilmoitetaan vuosien 2020 ja 2021 ensimmäiseltä neljännekseltä. Maakoodien alapuolella olevat luvut ilmaisevat vuoden, jolloin järjestämättömien velkainstrumenttien määrä oli suurimmillaan.
Lähde: EKP, komission yksiköiden laskelmat.

([38]) EKP (2021), Financial Stability Review, toukokuu 2021.
([39]) EIOPA (2021), Financial Stability Report, heinäkuu 2021.

Laatikko 2: **Työllisyys ja sosiaalinen kehitys**

Työmarkkinat ovat pysyneen pandemian aikana palautumiskykyisinä, mikä on suurelta osin johtunut ennennäkemättömistä tukitoimista kansallisella ja EU:n tasolla. Työpaikkojen säilyttämisjärjestelmien laaja käyttö, jonka tukena on ollut EU:n perustama hätätilasta aiheutuvien työttömyysriskien lieventämisen tilapäinen tukiväline (SURE) ja muuntyyppiset toimenpiteet, kuten laaja finanssi- ja rahapoliittinen tuki, on lieventänyt covid-19-kriisin vaikutusta työpaikkoihin ja tuloihin ja estänyt terveyskriisin muuttumisen työpaikkakriisiksi. Covid-19-laman vaikutus työmarkkinoihin on yleensä ollut V:n muotoinen: useimmissa maissa työmarkkinoihin kohdistui merkittäviä vaikutuksia kriisin puhjetessa, mutta osittainen palautuminen tapahtui nopeasti, pitkälti talouden toimeliaisuuden ripeän elpymisen ansiosta. ([1])

Työttömyys kasvoi vuonna 2020 häiriön suuruuteen nähden vain hieman, ja sen odotetaan alenevan takaisin pandemiaa edeltäneelle tasolle vuonna 2022. Vuonna 2020 EU:n työttömyysaste (15–74-vuotiaat) nousi 7 prosenttiin (korkeimmillaan 7,7 prosenttia pandemian ensimmäisen aallon jälkeen), joten se oli on vain 0,3 prosenttiyksikköä korkeampi kuin vuonna 2019 keskimäärin. Nousu oli vähäistä verrattuna siihen, että BKT supistui EU:ssa kokonaisuutena noin 6 prosenttia. ([2]) Suurin nousu kirjattiin Baltian maissa (Virossa 2,4, Liettuassa 2,2 ja Latviassa 1,8 prosenttiyksikköä), Ruotsissa (1,5 prosenttiyksikköä) ja Espanjassa (1,4 prosenttiyksikköä). Työttömyysaste nousi seitsemässätoista EU -maassa alle yhden prosenttiyksikön. Työttömyysaste jopa laski vuonna 2020 Puolassa, Ranskassa, Italiassa ja Kreikassa. Vuoden 2021 alkupuoliskolla työttömyys väheni useimmissa jäsenvaltioissa. Nuorisotyöttömyysaste (15–24-vuotiaat) osoitti EU:ssa alustavia elpymisen merkkejä vuoden 2021 puoliväliin mennessä, mutta vuoden 2021 toisella neljänneksellä se oli edelleen 17,4 prosenttia eli lähes kolminkertainen 25–74-vuotiaiden työttömyysasteeseen verrattuna. Komission syksyn 2021 talousennusteen mukaan EU:n työttömyysaste pysyy vielä ennallaan vuonna 2021 mutta laskee takaisin pandemiaa edeltäneelle tasolle vuonna 2022.

Odotettua hitaampi työttömyysasteen nousu johtuu kuitenkin osittain työmarkkinoilta poistumisesta ja siten työvoimaosuuden pienenemisestä. Työvoimaosuus (15–64-vuotiaat) pieneni vuoden 2019 viimeisen neljänneksen 73,6 prosentista 71,9 prosenttiin vuoden 2020 toisella neljänneksellä eli 1,7 prosenttiyksikköä, mutta palasi vuoden 2021 toisella neljänneksellä pandemiaa edeltäneelle tasolle. Työvoimaosuus pieneni vuonna 2020 useimmissa jäsenvaltioissa, eniten (1–2 prosenttiyksikköä) Italiassa, Espanjassa, Irlannissa, Portugalissa, Bulgariassa ja Kreikassa. Vuonna 2021 se on pysynyt pandemiaa edeltäneen tason alapuolella merkittävässä määrässä tapauksia.

Vaikka työllisyysaste pieneni vuonna 2020 lähes kaikissa jäsenvaltioissa, se elpyy vähitellen vuonna 2021, mutta ei kaikilla aloilla. Työllisyysaste (20–64-vuotiaat) pieneni 72,4 prosenttiin vuonna 2020, kun se vuonna 2019 oli 73,1 prosenttia. Eniten se pieneni Espanjassa (-2,3 prosenttiyksikköä), Irlannissa –-1,7 prosenttiyksikköä) ja Bulgariassa (-1,6 prosenttiyksikköä). Ainoat maat, joissa työllisyysaste nousi, olivat Puola (+0,6 prosenttiyksikköä), Malta (+0,5 prosenttiyksikköä) ja Kroatia (+0,2 prosenttiyksikköä). Useimmissa jäsenvaltioissa työllisyysaste aleni edelleen vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä, mutta kasvoi taas vuoden 2021 toisella neljänneksellä palaten vähitellen pandemiaa edeltäneelle tasolle, lukuun ottamatta aloja, joihin lähikontaktien välttäminen on vaikuttanut eniten.

Julkiset tukitoimenpiteet ovat lieventäneet markkinatulojen pienenemisen vaikutusta käytettävissä oleviin tuloihin. Työpaikkojen säilyttämistä koskevien järjestelmien käytön lisäksi hallitukset ovat toteuttaneet nettotulonsiirtojen lisäämiseksi monia toimenpiteitä, mukaan lukien laajennetut työttömyysetuudet tai tiettyjen maksujen, kuten verojen tai kaasu-, sähkö- ja vesilaskujen, lykkäykset sen lisäksi, että velkojen takaisinmaksua on lykätty. Kotitalouksien reaaliset käytettävissä olevat bruttotulot henkeä kohti vähenivät vuoden 2020 toisella neljänneksellä 2,7 prosenttia (vuositasolla), mutta palautuivat vuoden loppuun mennessä ja pysyivät suurin piirtein samana kuin vuonna 2019. Köyhyys- tai syrjäytymisriskiaste (AROPE) kasvoi vuonna 2020 maltillisesti tai aleni vuoteen 2019 verrattuna ainakin puolessa jäsenvaltioista.

Joissakin jäsenvaltioissa sen arvioidaan kuitenkin kasvaneen. ([3])

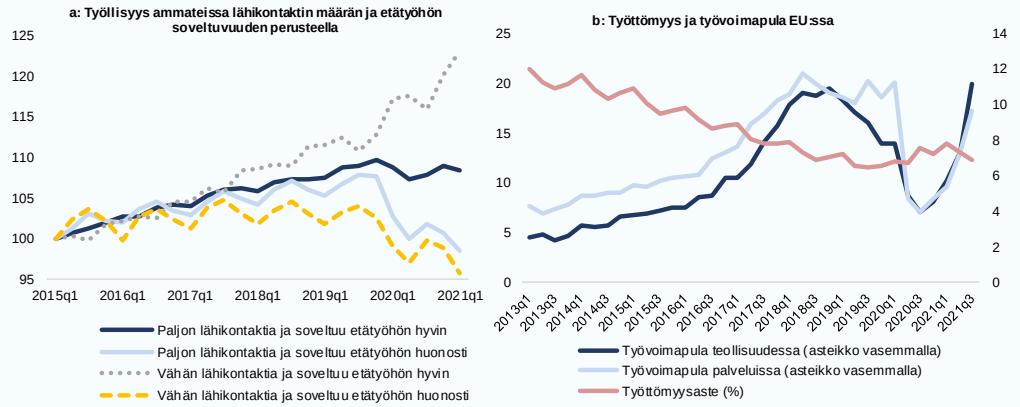
Edessä on kuitenkin merkittäviä haasteita.

Pandemia on nopeuttanut työmarkkinoiden rakenteellisia trendejä, mikä on herättänyt huolta niissä, joita kriisi koettelee. Työvoiman kysynnän pitkäaikainen laskeva trendi rutiininomaisia tehtäviä hoitavissa ammateissa on kiihtynyt (kuvio 1 a). Automaatio voi vaikuttaa yhä enemmän ammatteihin, jotka soveltuvat heikosti etätyöhön. Lisäksi tukitoimenpiteiden asteittainen lopettaminen saattaa johtaa merkittävään työpaikkakatoon eniten tukea saavilla aloilla riippuen siitä, missä määrin niihin liittyvien tuotteiden ja palvelujen kysyntä elpyy. Työvoiman uudelleenkohdentamisen nopeus ja tuloksellisuus riippuvat siitä, onko työttömiksi jääneiden työntekijöiden osaaminen alakohtaista vai mukautettavissa muille aloille, ja siitä, kuinka tuloksellista uudelleenkoulutus ja täydennyskoulutus on. Tällainen uudelleenkohdentaminen voi liittyä vihreään siirtymään ja digitaaliseen muutokseen ja johtaa tuottavuuden ja kilpailukyvyn paranemiseen, mutta työttömyyden kesto voi pidentyä ilman kohdennettuja ja tuloksellisia politiikkatoimia. Useimpien jäsenvaltioiden kansallisiin elpymis- ja palautumissuunnitelmiin sisältyy toimenpiteitä, joilla tuetaan työllisyyden elpymistä, mutta toimenpiteiden koordinoinnin vahvistaminen on onnistuneiden työmarkkinasiirtymien kannalta keskeistä. ([4])

Työvoimapulaa on jälleen syntymässä, mikä lisää uudelleen- ja täydennyskoulutuksen tarvetta (kuvio 1 b). Jo ennen pandemiaa, työvoimapula oli ennätyksellisen suuri kaikkialla EU:ssa. Pandemiaan liittyvät rajoitustoimenpiteet ja siitä johtuvat talouden häiriöt ovat vähentäneet työvoimapulaa, sillä monet yritykset peruuttivat avoimet työpaikkansa sulkutoimien aikana. Työvoimapula on kuitenkin jälleen lisääntymässä useimmissa maissa. Avoimien työpaikkojen määrä on kasvanut huomattavasti Belgiassa, Itävallassa, Kroatiassa, Liettuassa, Portugalissa, Saksassa, Slovakiassa ja Sloveniassa. Tällä hetkellä pulaa työvoimasta on erityisesti tieto- ja viestintäalalla ja rakentamisessa. Kasvava työvoimapula voi johtua paitsi siitä, että elpyminen syvästä taantumasta on ollut nopeaa ja rajatyöntekijöiden määrä on vähentynyt, myös siitä, että osaamisen kohtaanto-ongelmat, joita oli jo ennen kriisiä, saattavat kasvaa entisestään, kun vihreä siirtymä ja digitaalinen muutos etene. ([5])

Pandemia ja sen jälkiseuraukset uhkaavat lisätä eriarvoisuutta eri muodoissaan. Vuonna 2021 pitkäaikaistyöttömyys on lisääntynyt useimmissa jäsenvaltioissa, sillä pandemian puhjettua työttömiä on ollut enemmän. Laaj työhönoton keskeytyminen on rajannut työttömien ja työmarkkinatulokkaiden, kuten monien nuorten tai maahanmuuttajien, mahdollisuuksia. ([6]) Nuorisotyöttömyys on kasvanut merkittävästi pandemian aikana useimmissa jäsenvaltioissa, ja vuoden 2021 toisella neljänneksellä se oli yli 30 prosenttia Kreikassa (38,5 %), Espanjassa (38,2 %) ja Italiassa (32,2 %). Lisäksi sulkutoimet ovat lisänneet eriarvoisuutta terveys- ja sosiaalipalvelujen saatavuudessa, mikä saattaa vaikuttaa työmarkkinoihin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, ja vaikutus tehtyihin työtunteihin ovat olleet suurempi matalan koulutustason työntekijöiden osalta. Alankomaita lukuun ottamatta työpaikkojen menetykset vaikuttivat vuonna 2020 erityisesti tilapäisissä työsuhteissa oleviin. Vaikka tulotukitoimenpiteillä on lievennetty voimakkaasti kriisin regressiivistä vaikutusta työmarkkinoilta saataviin tuloihin ([7]), näiden työntekijöiden työmarkkinanäkymiin liittyy edelleen suuria huolenaiheita myös siksi, että etätyöhön soveltumattoman ja rutiininomaisen työn suhteellinen kysyntä on vähentynyt.

Kuvio 1: **Työllisyyden ja työttömyyden kehittyminen**



Huom. a) Kuviossa käytetään teknisen etätyöhön soveltuvuuden ja fyysisen läheisyyden indeksiä. Se tukeutuu O*NET-selvitykseen, jossa mitataan tiettyjen ammattien tehtäväsisältöä. Tiedot on yhdistetty EU:n työvoimatutkimukseen (EU-LFS); b) Eurooppalaisilla yritys- ja kuluttajakyselyillä (EU-BCS) kerätään työnantajilta neljännesvuosittain tietoa vaikeuksista täyttää avoimia työpaikkoja. Vastaajat voivat ilmoittaa rajoittavana tekijänä "työvoimapulan".
Lähde: a) Euroopan komissio, 2021 Labour Market and Wage Developments in Europe (tulossa).
b) Eurostat, LFS ja Euroopan komissio, EU-BCS.

([1]) Perusteellisemmin työmarkkinoiden viimeaikaisesta kehityksestä ks. Euroopan komission vuoden 2021 raportti Labour Market and Wage Developments in Europe (tulossa).

([2]) Työpaikkojen säilyttämisjärjestelmien laajan käytön ansiosta laskusuhdanne näkyi vuonna 2020 ennemminkin tehtyjen työtuntien vähenemisenä (–5,5 %) kuin työttömyyden kasvuna. BKT supistui vuonna 2020 enemmän kuin vuonna 2009 (–4,3 %), mutta työttömyyden kasvu oli huomattavasti vähäisempää (kuukausittainen työttömyysaste nousi EU:ssa vuosina 2008–2009 jopa 2,6 prosenttiyksikköä).

([3]) Euroopan komissio asetti maaliskuussa 2021 uuden EU-tason tavoitteen vähentää köyhyys- tai syrjäytymisvaarassa olevien ihmisten määrää vähintään 15 miljoonalla vuoteen 2030 mennessä. Se on yksi kolmesta työllisyyttä, osaamista ja sosiaalista osallisuutta koskevasta yleistavoitteesta, jotka on määrä saavuttaa vuoteen 2030 mennessä osana Euroopan sosiaalisten oikeuksien pilaria koskevaa toimintasuunnitelmaa.

([4]) Komissio antoi maaliskuussa 2021 suosituksen tehokkaasta työllisyyden aktiivituesta (EASE), jossa jäsenvaltioita kehotetaan toteuttamaan johdonmukaisia aktiivisen työvoimapolitiikan kokonaisuuksia, joilla tuetaan työpaikan vaihtoa elpymisvaiheessa. EASE-suosituksen mukaisesti aktiivinen työvoimapolitiikka ja julkiset työvoimapalvelut ovat olennainen osa 20 jäsenvaltion elpymis- ja palautumissuunnitelmia, ja täydennys- ja uudelleenkoulutustoimenpiteitä sisältyy kaikkien jäsenvaltioiden suunnitelmiin.

([5]) Perusteellisemmin osaamisesta, ks. Euroopan komissio (2021), Ehdotus komission ja neuvoston yhteiseksi työllisyysraportiksi 2022.

([6]) Ks. Croitorov O. ym. (2021): "The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, talouden ja rahoituksen pääosasto, Euroopan komissio, nide 20, nro 2, osa I. Ks. myös the 2021 report of the Employment and Social Developments in Europe (ESDE) ja Fasani, F., Mazza, J. (2020) A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic. JRC Technical report

([7]) Employment and Social Developments in Europe (ESDE) Annual Review 2021.

3. YHTEENVETO TÄRKEIMMISTÄ HAASTEISTA JA VAIKUTUKSISTA VALVONTAAN

Covid-19-kriisi keskeytti suureen julkiseen, yksityiseen ja ulkomaiseen velkaan liittyvien makrotalouden epätasapainojen korjaamisen aikana, jolloin joissakin maissa ilmeni ylikuumenemisriskejä useiden vuosien vahvan kasvun jälkeen. Pandemiasta johtuva taantuma pysäytti laajan prosessin, jossa julkisen ja yksityisen sektorin suurta velkaantuneisuutta purettiin. Prosessi oli ollut käynnissä useissa jäsenvaltioissa suurimman osan viime vuosikymmenestä, erityisesti vuosikymmenen jälkipuoliskolla, jolloin talouskasvu vahvistui ja velkasuhteet alenivat. Myös suuria vaihtotaseen alijäämiä tai voimakkaasti kasvanutta luotonantoa oli supistettu, minkä seurauksena ulkomainen velka pieneni vähitellen ja pankkijärjestelmät vahvistuivat. Viime vuosina haasteet ja riskit ovat joissakin maissa kasaantuneet. Niihin liittyy joissakin maissa ylikuumenemisen merkkejä joillakin aloilla. Tämä koskee lähinnä asuntojen hintoja ja kustannuskilpailukykyä, erityisesti niissä maissa, joissa talouskasvu on ollut voimakkaampaa ja talous on laajentunut suhteellisen pitkään. Asuntojen hintojen nousutrendi, joka alkoi saada vauhtia ennen covid-19-kriisiä, jatkui ja joissakin tapauksissa jopa kiihtyi pandemian aikana. Kustannuskilpailukyky heikkeni joissakin nopeamman talouskasvun maissa ennen pandemiaa. Viimeaikaista kehitystä on edelleen vaikea arvioida, sillä saatavilla olevaa dataa vääristää edelleen tuottavuuden epätavallinen heikkeneminen vuonna 2020 ja vuorovaikutus työmarkkinoiden laajojen tukitoimenpiteiden kanssa.

Covid-19-kriisi on pahentanut joitakin makrotalouden epätasapainoja, ja esiin voi tulla uusia haasteita. Julkisen ja yksityisen sektorin velkasuhde kasvoi vuonna 2020 jyrkästi taantuman ja kriisin seurausten lieventämiseksi lisääntyneen lainanoton vuoksi. Talouden voimakkaan elpymisen ansiosta velkasuhteiden kasvu on nyt kuitenkin pysähtymässä tai ne ovat alkaneet jo supistua. Kriisin seurauksena velka on kuitenkin kasvanut, sillä valtioiden velka suhteessa BKT:hen on selvästi suurempi kuin ennen kriisiä. Myös yksityissektorin rasituksena on suurempi velka, pääasiassa maissa, joissa yksityinen velka oli suuri jo ennen kriisiä. Elpymis- ja palautumissuunnitelmien onnistunut toteuttaminen voi tukea julkisen ja yksityisen sektorin velkavivun purkamista, sillä se auttaa lisäämään pitkän aikavälin kasvua. Lyhyellä aikavälillä julkisen ja yksityisen sektorin omaisuuserien laadun heikkeneminen voi kuitenkin vaikuttaa sellaisten rahoituslaitosten taseisiin, joiden heikko kannattavuus on pandemian aikana heikentynyt entisestään, ja heikentää luottojen tarjontaa talouden elpymiseen. Ulkomaantaseisiin on kohdistunut vähemmän vaikutuksia, mutta ne ovat heikentyneet maissa, joissa rajatylittävä matkailu on merkittävämpää, esimerkiksi joissakin maissa, joilla on suuri negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema. Samaan aikaan asuntomarkkinoiden dynamiikka kriisin myötä edelleen lisääntynyt, ja asuntojen hintojen nousu on monissa jäsenvaltioissa voimakkainta yli vuosikymmeneen. Asuntojen hintojen yliarvostukseen liittyvät riskit kasvavat, mikä herättää huolta erityisesti siellä, missä kotitalouksien velka on suuri. Kustannuskilpailukykyyn kohdistuvat paineet voivat lisääntyä voimakkaasti elpymisen myötä erityisesti maissa, joihin kriisi on vaikuttanut vähemmän.

Kaiken kaikkiaan haasteita on useissa jäsenvaltioissa. Tärkeimmät haasteet liittyvät seuraaviin:

- Useat jäsenvaltiot kärsivät *moninaisista ja toisiinsa liittyvistä varantohaavoittuvuuksista*. Tämä koskee yleensä maita, joihin luototuksen suhdannevaihtelut ovat iskeneet kovimmin ja joissa myös vaihtotaseen kehityssuunta muuttui maailmanlaajuisen finanssikriisin seurauksena, millä on ollut vaikutuksia myös pankkisektoriin ja julkiseen velkaan. Covid-19-kriisi on koetellut ankarasti lähes kaikkia näitä jäsenvaltioita, mikä kuvastaa myös rajatylittävän matkailun suurta merkitystä niiden taloudessa:

– Kyproksen ja Kreikan tapauksessa suuri velka ja voimakkaasti negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema yhdistyvät finanssisektorin pitkäkestoisiin haasteisiin. Näiden jäsenvaltioiden vaihtotase heikkeni vuonna 2020 matkustus- ja matkailutulojen pienenemisen vuoksi. Vaikka järjestämättömät lainat vähenivät edelleen vuonna 2020, niitä on edelleen runsaasti kummassakin

maassa. Kreikassa potentiaalisen tuotannon kasvu on ollut hidasta tilanteessa, jossa työttömyysaste on korkea.

– Espanjassa, Kroatiassa, Irlannissa ja Portugalissa suureen velkaan liittyvät epätasapainot vähenivät covid-19-kriisin puhkeamiseen asti. Pandemian aiheuttama taantuma kuitenkin katkaisi tämän trendin Espanjassa, Kroatiassa ja Portugalissa, ja velka kasvoi suhteessa BKT:hen selvästi. Irlanti erottui vuonna 2020, sillä se pystyi välttämään BKT:n supistumisen, ja sen talouden alakohtaisella koostumuksella oli myönteinen vaikutus sen ulkomaantaseeseen.

- Romaniassa ja Unkarissa haavoittuvuudet liittyvät pääasiassa *julkisen velan ja ulkoisen rahoituksen väliseen vuorovaikutukseen* tilanteessa, jossa on ylikuumenemisriski ja suuri julkisen talouden alijäämä. Romaniassa vaihtotaseen alijäämä on ollut merkittävä ja se on jatkunut jo useiden vuosien ajan, eikä lähitulevaisuudessa ole odotettavissa parannusta. Julkinen velka kasvoi nopeasti ennen covid-19-kriisiä, mikä kertoo julkisen talouden suurista alijäämistä. Sen odotetaan kasvavan entisestään, mikä lisää ulkoisen rahoituksen tarvetta. Unkarissa julkisen talouden rahoitustarpeet ovat olleet viime vuosina suuria ja ne myös pysyvät suurina, koska velan maturiteetit ovat lyhyitä ja julkisen talouden alijäämät suuria, ja rahoituksen lähteet ovat osittain ulkoisia. Kummassakin maassa huomattava osuus velasta on ulkomaan valuutan määräistä, mikä voimistaa ulkoisen sektorin ja julkisen talouden välistä yhteyttä. Unkarissa asuntojen hinnat nousevat jyrkästi ja inflaatio- ja kustannuskilpailukykypaineita on näkyvissä vahvan elpymisen ja pitkäkestoisen politiikkatuen myötä.

- Joissakin jäsenvaltioissa haavoittuvuudet johtuvat pääasiassa *suuresta julkisen velan BKT-suhteesta, joka on kriisin vuoksi kasvanut edelleen*, ja niihin yhdistyy pitkäkestoisia ongelmia, jotka liittyvät *potentiaaliseen tuotannon kasvuun* ja *kilpailukykyyn*. Tämä koskee erityisesti Italiaa, jossa haavoittuvuudet liittyvät myös pankkisektoriin ja järjestämättömien lainojen suureen, vaikkakin vuonna 2020 edelleen vähentyneeseen, määrään sekä jatkuvasti heikkoon työmarkkinatilanteeseen. Belgialla ja Ranskalla on lähinnä ongelmia, jotka liittyvät julkisen talouden suureen velkaan, joka on kasvanut merkittävästi tämän viimeisimmän kriisin myötä, ja potentiaalisen kasvun ongelmiin tilanteessa, jossa kilpailukyky on heikko. Ranskassa jo ennestään suuri yksityinen velka, erityisesti yritysten velka, lisääntyi edelleen. Myös Belgiassa suuri yksityinen velka kasvoi edelleen vuonna 2020. Sekä Belgiassa että Ranskassa asuntojen hinnat saattavat olla yliarvostettuja, ja ne ovat muuttuneet viime aikoina dynaamisemmiksi.

- Joillekin jäsenvaltioille on ominaista suuri vaihtotaseen ylijäämä, joka ylittää talouden perustekijöillä perusteltavissa olevan tason. Tämä koskee Saksaa ja Alankomaita. Euroalueen ylijäämän odotetaan kasvavan tänä vuonna, kun se viime vuonna tilapäisesti supistui. Suuret ylijäämät saattavat olla merkki sitä, että kasvua jää toteutumatta ja kotimaisia investointimahdollisuuksia käyttämättä. Tällä voi olla vaikutuksia euroalueen toimintaan tilanteessa, jossa elpymistä on pidettävä yllä, sillä epävarmuus on edelleen huomattavaa. Kummassakin tapauksessa asuntojen hintakehitys viittaa yliarvostusriskeihin. Alankomaissa tällainen riski on ollut olemassa useita vuosia, ja siihen liittyy kotitalouksien suuri velka.

- Tšekissä ja Slovakiassa *kustannuskilpailukyvyn heikkenemisen lisäksi asuntojen hinnat ovat nousseet voimakkaasti* muutaman vuoden ajan. Kustannuskilpailukyky oli heikentynyt ennen kriisiä. Palkansaajakorvausten huomattavan kasvun jatkuminen viittaa ylikuumenemisriskeihin, kun julkisen talouden alijäämät ovat edelleen suuria ja Slovakiassa julkinen velka on kasvanut. Vaikuttaa siltä, että näiden maiden ulkoisen sektorin suorituskyky ei ole kärsinyt, mutta viennin merkittävä keskittyminen muutamille erityisaloille merkitsee haavoittuvuutta. Asuntojen hintojen voimakkaan nousun lisäksi asuntojen hintojen yliarvostuksen riski kasvaa. Slovakiassa tähän liittyy suhteellisen suuri kotitalouksien velkaantuneisuus, joka on lisääntynyt vuosien ajan.

- Joissakin jäsenvaltioissa asuntomarkkinoiden kehitys lisää *asuntojen arvostuksiin liittyviä riskejä* tilanteessa, jossa kotitalouksien velka on suuri. Tämä koskee Ruotsia, kuten myös Tanskaa ja Luxemburgia. Tuoreet asuntojen hintatiedot viittaavat siihen, että lyhytaikaisen alenemisen jälkeen asuntojen hintojen nousu Ruotsissa kiihtyi jälleen vuonna 2020, mikä lisää yliarvostukseen liittyviä huolenaiheita. Luxemburgissa asuntojen hintojen voimakas nousu on kriisin aikana kiihtynyt entisestään, mikä on lisännyt yliarvostusriskiä samalla kun kotitalouksien velka on suuri suhteessa

niiden käytettävissä oleviin bruttotuloihin. Tanskassa asuntojen hinnat ovat viime aikoina nousseet samaan aikaan kuin kotitalouksien velka on suuri.

- Maltan tapauksessa suuri ja kasvava yksityinen velkakanta ja pitkään jatkuneet heikkoudet maksukyvyttömyysjärjestelmässä aiheuttavat erityisiä haavoittuvuuksia.

Tämän varoitusmekanismia koskevan kertomuksen päätelmä on, että perusteellinen tarkastelu on aiheellista tehdä seuraavista 12 jäsenvaltiosta: Alankomaat, Espanja, Irlanti, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Romania, Ruotsi ja **Saksa**. Näistä maista tehtiin perusteellinen tarkastelu myös makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä vuotuisella valvontakierroksella, jolloin epätasapainoja katsottiin olevan Alankomailla, Espanjalla, Irlannilla, Kroatialla, Portugalilla, Ranskalla, Romanialla, Ruotsilla ja Saksalla ja liiallisia epätasapainoja Italialla, Kreikalla ja Kyproksella. Uusissa perusteellisissa tarkasteluissa arvioidaan, ovatko kyseiset epätasapainot pahenemassa, korjautumassa tai korjattu, jotta nykyisiä arvioita voidaan päivittää ja arvioida mahdollisia jäljellä olevia toimenpidetarpeita.

Lisäksi eräissä jäsenvaltioissa, joista ei tehty perusteellista tarkastelua edellisellä kierroksella, on tapahtunut kehitystä, johon on kiinnitettävä erityistä huomiota. Slovakialle on ominaista asuntojen hintojen voimakas nousu sekä kotitalouksien lainanoton jatkuva, joskin hidastuva kasvu. Vienti on keskittynyt selvästi muutamille aloille ja kustannuskilpailukyky heikentynyt, mutta vientimarkkinaosuudet eivät tähän mennessä ole kärsineet. **Unkarin** kohdalla on syytä kiinnittää huomiota valtion lainanoton ja ulkoisen rahoituksen keskinäiseen suhteeseen tilanteessa, jossa ulkomaanvaluutan määräinen velka on huomattava. Asuntojen hintojen nousu on ollut voimakasta. Kustannuskilpailukykyyn kohdistuvat paineet ovat lisääntymässä, mutta vientimarkkinaosuuteen ei ole tähän mennessä kohdistunut kielteisiä vaikutuksia.

Myös muissa jäsenvaltioissa on tarpeen seurata – usein asuntomarkkinoihin liittyviä – riskejä. Tanskassa ja Luxemburgissa asuntomarkkinoiden kehitys viittaa riskien kasautumiseen. Vaikka mieltymysten muuttuminen, suotuisat rahoitusolot ja tarjontapuolen rajoitteet voivat pitää asuntojen hintojen nousua yllä, asuntojen hintojen alenemisriskiä ei voida sulkea pois, millä voi olla vaikutuksia talouteen laajemminkin. Tšekille on tyypillistä asuntojen hintojen voimakas nousu ja jatkuva kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen, joka on ollut joitakin vuosia merkittävää. Maltassa erityisiä haavoittuvuustekijöitä luo yksityissektorin velan kasvu yhdistettynä maksukyvyttömyysjärjestelmän heikkouksiin. Kehitystä näissä kuudessa jäsenvaltiossa olisi seurattava ja valvottava tiiviisti ja varmistettava, onko kehitys makrotalouden vakauden kanssa johdonmukaista ja edistääkö se sitä. Riskitasapaino ei nykyisellään edellytä perusteellista tarkastelua. Jaksossa 4 esitetään lisätietoja maakohtaisesta kehityksestä.

4. KOMMENTIT JÄSENVALTIOITTAIN

4.1. BELGIA

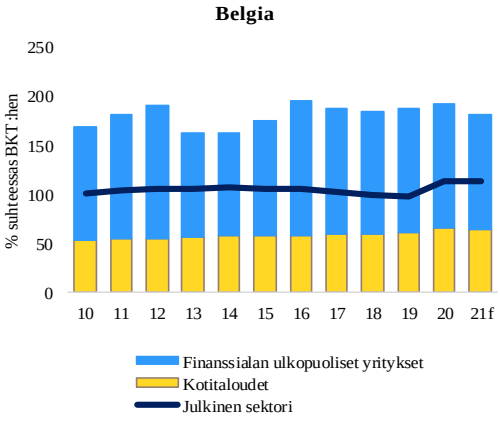
Belgialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja kesäkuussa 2021. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, yksityisen sektorin konsolidoitua velkaa ja julkista bruttovelkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 5,7 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 6 prosenttia vuonna 2021 ja 2,6 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 8,4 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Edellisen kertomuksen jälkeinen kehitys voidaan tiivistää seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen vähäisiä. Vaihtotase oli vuonna 2020 hieman ylijäämäinen. Ulkomainen nettovarallisuusasema on selvästi positiivinen, ja sen ennustetaan pysyvän jokseenkin samalla tasolla vuosina 2021 ja 2022. Yksikkötyökustannusten merkittävä kasvu vuonna 2020 on seurausta tuottavuuden huomattavasta heikkenemisestä covid-19-kriisin aikana, mikä puolestaan johtuu osittain työvoiman ylimitoituksesta. Palkkakehityksen odotetaan pitkälti kumoavan tuottavuuden elpymisen vuosina 2021 ja 2022.

Kuvio A1: Velka talouden eri sektoreilla



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen** kasvoi edelleen ja ylitti kynnysarvon vuonna 2020. BKT:n jyrkkä supistuminen vuonna 2020 vaikutti velkasuhteeseen kielteisesti. Belgian finanssialan ulkopuolisten yritysten velka on suuri. Se kasvoi lähes 126 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mutta riskejä vähentää rajat ylittävän konsernin sisäisen luotonannon suuri osuus, joka kasvattaa tätä lukua. Kotitalouksien velkaantuneisuus, joka johtuu pääasiassa asuntovelasta, kasvoi edelleen vuonna 2020. Kotitalouksien velan kasvu suhteessa BKT:hen johtuu kuitenkin pääasiassa BKT:n supistumisesta, sillä nettoluottovirrat kotitalouksille pysyivät maltillisina. Kotitalouksien ja yritysten tuloja tukevat toimenpiteet ovat osaltaan auttaneet vakauttamaan järjestämättömien lainojen osuutta vuonna 2020. Asuntojen hintojen nousu kiihtyi vuonna 2020, ja hinnoissa on merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta.
- **Julkinen velka suhteessa BKT:hen** kasvoi edelleen 112,8 prosenttiin vuonna 2020. Tämä johtui BKT:n jyrkästä supistumisesta ja merkittävistä valtion tukitoimenpiteistä covid-19-kriisin vaikutusten lieventämiseksi. Rahoitusalan ja julkisen sektorin väliseen yhteyteen liittyvät riskit ovat edelleen vähäisiä. Rahoitusala on säilynyt vahvana.
- **Työttömyysasteen** nousu oli vuonna 2020 maltillista: hallituksen tukitoimenpiteiden ansiosta se nousi vain hieman eli 5,6 prosenttiin. Näitä toimenpiteitä on jatkettu vuoden 2021 loppuun. Työttömyysasteen ennustetaan nousevan hieman sekä vuonna 2021 että 2022. Nuorisotyöttömyys lisääntyi vuonna 2020, ja sen ennustetaan nousevan 20,5 prosenttiin vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Belgian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, joskin suureen yksityiseen ja julkiseen bruttovelkaan liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä sekä yksityisen että julkisen sektorin velka on kasvanut, ja tilanne edellyttää seurantaa. Komission kokonaisarvio on, että

tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.2. BULGARIA

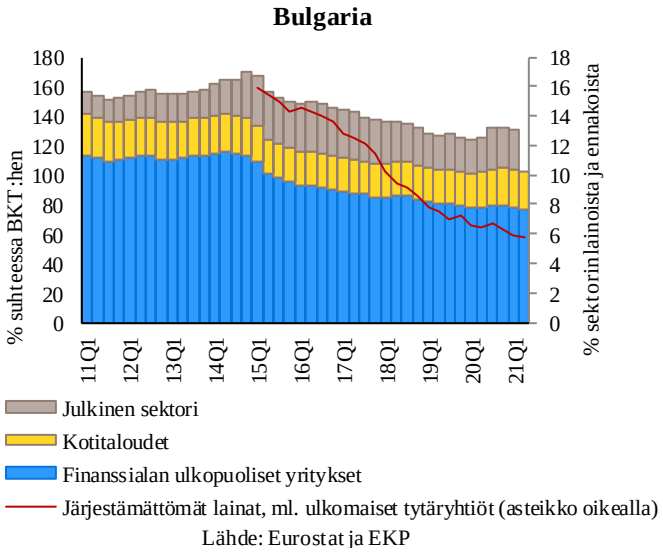
Bulgarialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja kesäkuussa 2021. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, yksikkötyökustannusten kasvua kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 4,4 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 3,8 prosenttia vuonna 2021 ja 4,1 prosenttia vuonna 2022. Talouskasvun paluun myötä nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 17 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotase** oli vuonna 2020 alijäämäinen ensimmäistä kertaa vuoden 2012 jälkeen. Alijäämä oli pieni, 0,3 prosenttia suhteessa BKT:hen. Vaihtotaseen heikkeneminen johtui pääasiassa matkailupalvelujen viennin supistumisesta covid-19-pandemian vuoksi. Matkailutulojen elpyminen on alkanut vuonna 2021, ja sen odotetaan jatkuvan vuonna 2022. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka koostuu suurelta osin suorista ulkomaisista sijoituksista, koheni edelleen, koska varantojen kertyminen jatkui.
- **Nimelliset yksikkötyökustannukset** kasvoivat edelleen vuonna 2020. Tämä johtui jonkin verran alhaisemmasta kokonaistuottavuudesta tilanteessa, jolle oli ominaista työvoiman ylimitoitus. Yksikkötyökustannusten odotetaan kasvavan edelleen huomattavasti tuottavuuden kasvun palautumisesta huolimatta, vaikkakin vähemmän kuin vuonna 2020, sillä työntekijää kohti laskettujen palkansaajakorvausten odotetaan kasvavan voimakkaasti.

Kuvio A2: Velan koostumus eri sektoreilla



Lähde: Eurostat ja EKP

- **Yritysten velkaantuneisuus lisääntyi** vuonna 2020, mutta velkavivun purkamisen odotetaan käynnistyvän uudelleen talouden elpyessä. Vaikka luotonannon kasvu tasaantui, BKT:n jyrkkä supistuminen vuonna 2020 käänsi vahvaan nimellisen BKT:n kasvuun perustuneen velkavivun purkamisen tilapäisesti velkavivun kasvuksi. Talouskasvun palatessa yritysten velan suhteessa BKT:hen pitäisi kääntyä jälleen laskusuuntaan. **Asuntojen hintojen** reaalinen kasvu oli 5,2 prosenttia vuonna 2020. Sen odotetaan maltillistuvan hieman vuonna 2021, mutta sitä tukee asuntoluototuksen voimakas kasvu.
- **Julkinen velka** oli alle 25 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ja sen odotetaan pysyvän alle 30 prosentissa suhteessa BKT:hen vuonna 2021 ennakoidusta julkisten menojen kasvusta huolimatta.
- **Rahoitusalan** likviditeetti- ja vakavaraisuussuhdeluvut ovat pysyneet covid-19-kriisin aikana riittävinä Bulgarian kansallispankin maaliskuussa 2020 hyväksymien tukitoimien ansiosta ja siksi, että Bulgaria liittyi pankkiunioniin heinäkuussa 2020. Järjestämättömien lainojen osuus on yhä suuri, vaikka se vuonna 2020 supistui edelleen 5,9 prosenttiin. Jatkossa on tärkeää seurata tiiviisti julkisten tukitoimien, kuten lainojen takaisinmaksun lykkäämisen ja takausjärjestelyjen, asteittaisen lopettamisen vaikutuksia.
- Vuoden 2020 taantuma ei vaikuttanut merkittävästi **työmarkkinoiden olosuhteisiin**, mikä on pitkälti työajan lyhentämisjärjestelyjen ansiota. Työttömyysaste nousi vuoden 2019 historiallisen alhaisista lukemista 5,1 prosenttiin vuonna 2020, mutta sen ennustetaan kääntyvän jälleen laskusuuntaan vuonna 2022.

Kun covid-19 kriisi alkoi, Bulgarian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka järjestämättömien lainojen osuus ja yritysten velkaantuneisuus olivatkin varsin suuret, joskin vähenemässä. Covid-19-kriisin myötä yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen kasvoi väliaikaisesti vuonna 2020, mutta kriisin jälkeen sen odotetaan jälleen vähenevän. Palkansaajakorvausten kasvun odotetaan jatkuvan pandemiaa edeltäneellä uralla. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.3. TŠEKKI

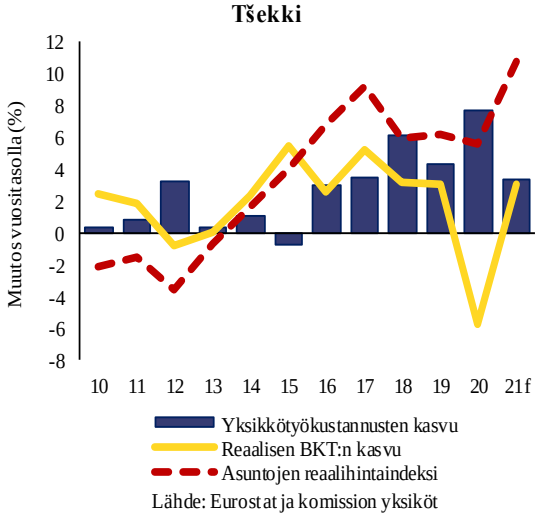
Tšekillä ei havaittu makrotalouden epätasapainoja kesäkuussa 2021. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, yksikkötyökustannusten kasvua kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 5,8 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 3 prosenttia vuonna 2021 ja 4,4 prosenttia vuonna 2022. Talouskasvun paluun myötä nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 13,2 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat pysyneet hallinnassa. Vaihtotase oli vuonna 2020 ylijäämäinen 3,6 prosenttia suhteessa BKT:hen, mutta sen odotetaan palaavan pääpiirteissään tasapainoiseen asemaan vuonna 2021. Ulkomainen nettovarallisuusasema (NIIP) parani edelleen, mutta oli yhä negatiivinen, –12,5 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI) oli jo positiivinen, ja se on edelleen parantunut.

Kuvio A3: BKT, yksikkötyökustannukset ja asuntojen hinnat



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Yksityökustannusten** kasvu oli voimakasta jo ennen pandemiaa. Se kiihtyi entisestään vuonna 2020 covid-19-kriisiin liittyvän työvoiman ylimitoituksen seurauksena. Tuottavuuden kasvun palautuessa yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan tasaantuvan, vaikka palkansaajakorvaukset työntekijää kohti kasvavatkin voimakkaasti vuosina 2021 ja 2022.
- **Yksityinen velkaantuneisuus** pysyi vähäisenä. Vaikka yksityinen velka lisääntyi hieman vuonna 2020, sen määrä pysytteli selvästi sekä perustekijöihin perustuvien että varovaisuuskynnysarvojen puitteissa. Luottovirrat ovat olleet positiivisia, mutta sekä kotitalouksien että yritysten osalta rajallisia. **Pankkisektori** on hyvin pääomitettu ja sen kannattavuus on hyvä. Järjestämättömien lainojen osuus on pysynyt vähäisenä.
- **Julkinen velka** kasvoi 37,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ja sen ennustetaan kasvavan 42,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021 ja 44,3 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2022. Julkisen velan määrä on siis edelleen suhteellisen pieni, mutta suurten julkisen talouden alijäämien myötä se kasvaa nopeasti.
- **Asuntojen hinnat** ovat nousseet nopeasti jo pitkään, mikä kertoo enenevässä määrin mahdollisesta yliarvostuksesta. Asuntojen reaalihintojen nousu jatkui vuonna 2020 nopeana, 5,5 prosentissa, vaikka jäikin alle tulostaulun kynnysarvon. Kun kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen odotetaan edelleen kasvavan voimakkaasti vuosina 2021–2022, asuntojen hintojen nousu vaikuttaa todennäköiseltä, kuten myös käytettävissä olevat vuoden 2021 tiedot osoittavat. Hintojen nousupaineita saattavat lieventää odotettu asuntorakentamisen lisääntyminen vuosina 2021 ja 2022 sekä asuntolainakorkojen nousu rahapolitiikan kiristyessä.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Tšekin makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka kilpailukykyyn ja asuntomarkkinoiden paineisiin liittyi joitakin riskejä. Covid-19-kriisin myötä jotkut riskit ovat kasvaneet. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.4. TANSKA

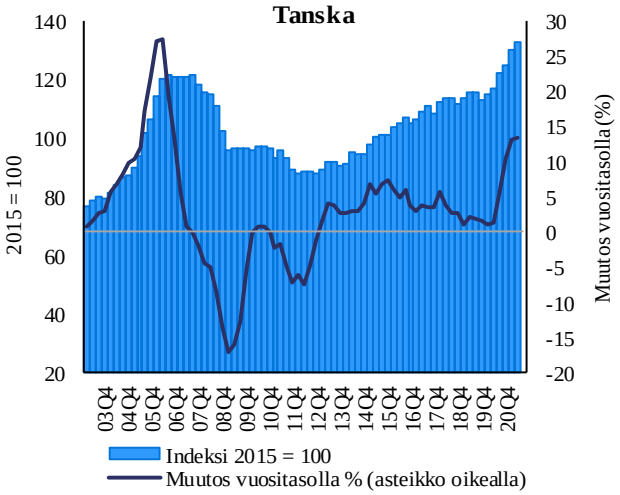
Tanskalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja kesäkuussa 2021. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, vaihtotaseen ylijäämää ja yksityisen sektorin velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 2,1 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 4,3 prosenttia vuonna 2021 ja 2,7 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan noin 10,4 prosenttia suurempi vuonna 2021 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisen kestävyyden** osalta on todettava, että vaihtotaseen ylijäämä on edelleen erittäin suuri, 8,1 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Vaikka sen odotetaan supistuvan tasaisesti tulevina vuosina, sen ennustetaan pysyvän selvästi makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn ylemmän kynnysarvon yläpuolella. Suuri ylijäämä johtuu pääasiassa yritysten ja eläkesäästöjen suuresta määrästä. Vaihtotaseen ylijäämien kasautuminen on johtanut voimakkaasti positiiviseen ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan (NIIP), joka oli lähes 69 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020, kun se vuonna 2019 oli noin 77 prosenttia suhteessa BKT:hen arvostuksen muutosten vuoksi. Voimakkaasti positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema tuottaa positiivisia nettoensituloja, mikä puolestaan lisää vaihtotaseen ylijäämää entisestään.

Kuvio A4: Deflatoitu asuntohintaindeksi



Lähde: Eurostat, EKP, Euroopan komission yksiköt

- **Yksityisen sektorin** velka on edelleen suuri, mutta supistumaan päin. Tanskan kotitaloudet ovat purkaneet velkavipua viime vuosina, joskin **kotitalouksien velkaantuneisuus** nousi vuonna 2020 hieman, 111,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen, reaalisen BKT:n supistumisen seurauksena. Kotitalouksien velka on EU:n suurin, mutta sen ennustetaan edelleen supistuvan suhteessa BKT:hen vuonna 2021. Asuntojen hintojen noususta huolimatta asuntolainojen kasvu pysyi maltillisena. Korkorasitus keveni edelleen, vaikka vaihtuvakorkoisten lainojen osuus on yhä suhteellisen suuri, joskin paljon pienempi kuin vuosikymmen sitten. Kotitalouksien bruttovelka on suuri, mutta toisaalta myös kotitalouksien rahoitusomaisuus ja erityisesti asunnot ja eläkesäästöt ovat huomattavasti kasvaneet, joskaan ne eivät ole yhtä helposti muutettavissa rahaksi.
- **Asuntojen reaalihintojen** kasvu oli 4,6 prosenttia vuonna 2020, mikä on alle tulostaulun kynnysarvon. Asuntojen reaalihintojen nousu kiihtyi vuoden 2021 alkupuoliskolla ja nousi enimmillään 13,5 prosenttiin vuodessa vuoden 2021 toisella neljänneksellä. Sen ennustetaan kuitenkin hidastuvan lähitulevaisuudessa. Arvostuseroja koskevat arviot viittaavat mahdolliseen yliarvostukseen. Asuntohintojen keskimääräiset arvostuserot kasvavat edelleen, ja hinta-tulosuhde on verrattain suuri.
- **Pankkisektori** on pysynyt vakaana, ja pankit ovat kannattavia, maksukykyisiä ja hyvin pääomitettuja, ja järjestämättömien lainojen osuus on pieni. Vaikka **julkinen velka** kasvoi nopeasti vuonna 2020 covid-19-kriisiin liittyvien toimenpiteiden vuoksi, sen määrä on suhteellisen vähäinen, noin 42 prosenttia suhteessa BKT:hen. Julkisen talouden alijäämä oli vuonna 2020 vain 0,2 prosenttia suhteessa BKT:hen, mikä johtui osittain kertaluonteisista vaikutuksista.
- **Työmarkkinat** ovat pysyneet vahvoina. Työttömyysaste kasvoi vuonna 2020 hieman, 5,6 prosenttiin. Tanskan talouden vahvan elpymisen ansiosta työllisyys on ylittänyt pandemiaa edeltäneen tason, ja työttömien määrä alitti pandemiaa edeltäneen tason vuoden 2021 toisella neljänneksellä.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Tanskan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, joskin suureen yksityiseen velkaan ja vaihtotaseen ylijäämään liittyi joitakin riskejä. Covid-19-kriisin aikana yksityisen sektorin velka on kasvanut maltillisesti, kun taas asuntojen hinnat ovat nousseet merkittävästi, ja vaihtotaseen ylijäämä on pysynyt suurena. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.5. SAKSA

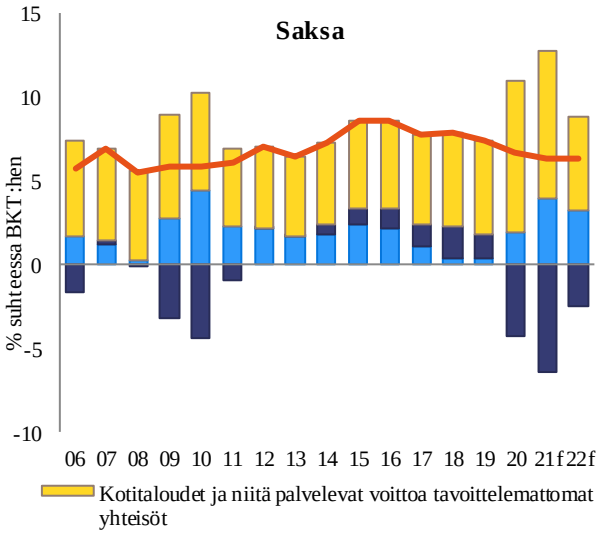
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Saksalla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka johtuvat vaimeista investoinneista suhteessa säästöihin, ja joilla oli valtioiden rajat ylittävää merkitystä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, vaihtotasetta, yksikkötyökustannusten kasvua, asuntojen hintojen nousua ja julkista velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 4,6 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 2,7 prosenttia vuonna 2021 ja 4,6 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 9,4 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen ylijäämä** on edelleen suuri, 6,9 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Se on supistunut vähitellen vuodesta 2015, mutta sen ennustetaan pysyttelevän yli 6 prosentissa. Tämä johtuu vaimeista yksityisistä ja julkisista investoinneista, joita rajoittavat muun muassa infrastruktuuri- ja asuntoinvestoimisen pullonkaulat. Vaikka sekä yksityiset että julkiset investoinnit ovat viime vuosina asteittain lisääntyneet, niiden määrä alittaa edelleen euroalueen keskiarvon.
- **Yksikkötyökustannukset** kasvoivat vuonna 2020 jyrkästi, kun tuotanto supistui voimakkaasti samalla kun työllisyys ja palkansaajakorvaukset pysyivät suhteellisen vakaina. Työvoimakustannusten ja tuotannon suhteen odotetaan normalisoituvan, kun BKT elpyy.

Kuvio A5: Nettoluotonanto/luotonotto sektoreittain



Lähde: Ameco

- **Julkinen velka** ylitti ohjeellisen kynnysarvon, joka on 60 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja nousi 68,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Sen odotetaan nousevan enimmillään 71,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021 covid-19-pandemiaan liittyvien tukitoimien vuoksi. **Pankkijärjestelmällä** on edelleen riittävästi pääomaa ja järjestämättömien lainojen osuus on hyvin pieni, mutta pankkijärjestelmän kannattavuus on heikko ja heikkeni edelleen vuonna 2020.
- **Asuntojen reaalihinnat** nousivat 7,1 prosenttia vuonna 2020 ja ovat nousseet edelleen ripeästi vuoden 2021 alkupuoliskolla asuntopulan jatkuessa. Asuntojen hintakehityksessä on merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Saksassa oli suuri kotimainen säästöylijäämä, jonka taustalla olivat pääasiassa kotitalouksien ja julkisen talouden nettosäästöt. Vaihtotaseen ylijäämä on pysynyt suurena, sillä yksityiset investoinnit ovat edelleen vaimeita covid-19-kriisiin liittyväistä tukitoimista huolimatta eikä julkisilla investoinneilla ole vielä täytetty pitkään jatkuneita investointivajeita. Asuntojen hinnat ovat nousseet voimakkaasti. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon viime kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

4.6. VIRO

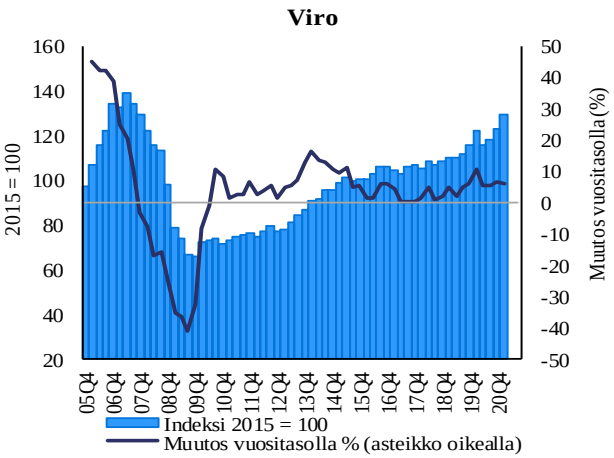
Virolla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja kesäkuussa 2021. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, reaalisen efektiivisen valuuttakurssin, yksikkötyökustannusten kasvun, asuntojen hintojen nousun, rahoitussektorin velkojen ja nuorisotyöttömyyden indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 3 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 9 prosenttia vuonna 2021 ja 3,7 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 16 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuudet** ovat edelleen hallinnassa, ja ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan vakiintuvan noin -22 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021, kymmenen vuoden tasaisen paranemisen jälkeen. Suurin osan veloista muodostuu kertyneistä ulkomaisista suorista sijoituksista. Vaihtotase oli vuonna 2020 hieman alijäämäinen, ja alijäämän odotetaan kasvavan hieman vuonna 2021.

Kuvio A6: Asuntojen reaalihintaindeksi



Lähde: Eurostat, EKP, komission yksiköt

- **Yksikkötyökustannusten kasvu** kiihtyi edelleen vuonna 2020 muutaman vuoden jatkuneen vahvan kasvun jälkeen. Yksikkötyökustannusten ennustetaan laskevan vuonna 2021, kun tuottavuus kasvaa voimakkaan tuotannon kasvun ja työllisyyskehityksen hitaan reagoinnin seurauksena, minkä jälkeen ne alkavat jälleen nousta. Vientimarkkinaosuudet kasvoivat vuoteen 2020 asti tavaraviennin ansiosta, ja niiden odotetaan kasvavan edelleen, joskin hitaammin. YKHIin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui hieman viime vuonna, joskin hitaammin kuin pandemiaa edeltäneinä vuosina.
- **Asuntojen hintojen** nousu kiihtyi 6,9 prosenttiin vuonna 2020, ja sen odotetaan kiihtyvän edelleen vuonna 2021. Sitä vauhdittavat eläkevarojen ennenaikainen nostaminen vuonna 2021, rakennusmateriaalien hintojen nousu ja tarjontapuolen pullonkaulat, kun taas kotitalouksien lainanottorajoitteet voisivat olla lieventävä tekijä. Asuntojen hintamittarit eivät viittaa mahdollisiin yliarvostusriskeihin. **Pankkisektori** on pysynyt vakaana, sillä pankit ovat hyvin pääomitettuja ja järjestämättömien lainojen osuus on pieni.
- **Julkinen velka** suhteessa BKT:hen on edelleen alhainen, vaikka se kasvoi 10 prosenttiyksikköä vuonna 2020 julkisen talouden alijäämän kasvun, nimellisen BKT:n supistumisen ja hallituksen ennalta varautuvien rahoitustoimien seurauksena. Sen ennustetaan olevan 20,4 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2022.
- **Työmarkkinoiden** olosuhteet ovat heikentyneet covid-19-kriisin johdosta. Kuluneen vuosikymmen tasaisen laskun jälkeen työttömyysaste nousi 6,8 prosenttiin vuonna 2020. Sen ennustetaan kääntyvän laskuun vuonna 2022. Nuorisotyöttömyysaste nousi huomattavasti vuonna 2020, ja sen odotetaan kasvavan edelleen vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Viron makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka negatiiviseen ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä asuntojen hintojen nousu on kiihtynyt, mutta asuntojen hinnat eivät näytä olevan yliarvostettuja. Komission kokonaisarvio

on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.7. IRLANTI

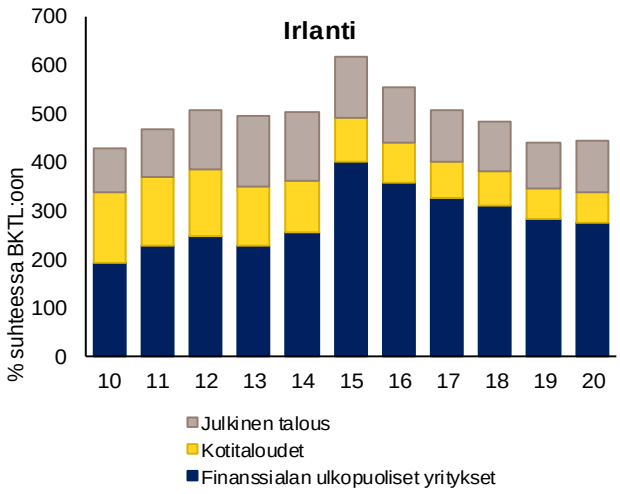
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Irlannilla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka johtuvat erityisesti suureen yksityiseen ja julkiseen velkaan ja ulkomaiseen nettovelkaan liittyvistä haavoittuvuustekijöistä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, vaihtotasetta, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, yksityisen sektorin velkaa ja työvoimaosuutta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.([40])

Irlannin talous kasvoi 5,9 prosenttia vuonna 2020, ja kasvun odotetaan kiihtyvän 14,6 prosenttiin vuonna 2021 ja olevan 5,1 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 28,1 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen kestävyys** on edelleen huolenaihe. Ulkomainen nettovarallisuusasema on erittäin negatiivinen, mihin tosin monikansallisten yritysten toiminta suuresti vaikuttaa. Se parani -174 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ja sen odotetaan paranevan edelleen. Vaihtotase elpyi vuonna 2020 vuoden 2019 valtavasta alijäämästä, ja sen ennustetaan olevan vahvasti ylijäämäinen vuosina 2021 ja 2022, mikä tukee ulkoisen rahoitusaseman paranemista.

Kuvio A7: Velka talouden eri sektoreilla



Lähde: Eurostat ja Irlannin tilastokeskus
Huom. Muunnettu bruttokansantulo (BKTL*) kuvastaa talouden toimeliaisuutta täsmällisemmin, kun osa monikansallisten yritysten vaikutuksesta on jätetty pois.

- **Yksityisen sektorin velka** on erittäin suuri, mutta supistuu edelleen. Se kasvoi lähes 189 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Suurin osan yksityissektorin velasta on yritysten velkaa (153 % suhteessa BKT:hen ja 274 % muunnetusta bruttokansantulosta (BKTL*)), joka ylittää edelleen sekä perustekijöihin perustuvat että varovaisuuskynnysarvot. Riskejä vähentää se, että suuri osa yritysten velasta muodostuu rajat ylittävästä konsernin sisäisestä luotonannosta. Vuonna 2020 kotitalouksien velka oli noin 36 prosenttia suhteessa BKT:hen ja 64 prosenttia suhteessa muunnettuun bruttokansantuloon. Vaikka se alittaa varovaisuuskynnysarvon ja pienenee, se on edelleen suuri suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin (109 %).
- **Julkinen velka** kasvoi hieman, 58,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Sen odotetaan palaavan laskusuuntaan vuonna 2021. Suhteessa muunnettuun bruttokansantuloon julkinen velka on kuitenkin edelleen suuri.
- **Pankkisektorin** tilanne on terveempi kuin ennen vuoden 2010 finanssikriisiä. Pankit ovat hyvin pääomitettuja, mutta niillä on vuonna 2020 negatiiviseksi kääntyneeseen kannattavuuteen liittyviä pidemmän aikavälin haasteita. Järjestämättömät lainat ovat vähentyneet huomattavasti viime vuosina, ja niiden osuus on edelleen pieni, 2,6 prosenttia kesäkuussa 2021.
- **Asuntojen reaalihinnat** pysyivät ennallaan vuonna 2020, mutta niiden odotetaan nousevan hieman vuonna 2021 tarjontavajeiden vuoksi. Arvostuserojen perusteella ei ole merkkejä mahdollisesta

[40] Syksyllä 2021 julkaistussa Irlannin ohjelman jälkeisessä valvontaraportissa käsitellään myös joitakin varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esiin tuotuja haavoittuvuustekijöitä.

yliarvostuksesta, mutta kohtuuhintaisten asuntojen saatavuus on edelleen ongelma, sillä asunnon ostamiseen tarvittavien työvuosien määrä on EU:n korkeimpia.

- **Työttömyysaste** nousi 5,7 prosenttiin vuonna 2020, ja sen ennustetaan nousevan 7,5 prosenttiin vuonna 2021 covid-19-kriisin seurauksena, mutta sen jälkeen se todennäköisesti alkaa taas laskea. Työvoimaosuuden kolmen vuoden muutos kääntyi negatiiviseksi vuonna 2020, mutta sen odotetaan olevan taas positiivinen vuosina 2021 ja 2022.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Irlannilla oli ulkomaanvelkaan, yksityisen sektorin velkaan ja julkiseen velkaan liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Kun Irlannin talous kasvoi kriisistä huolimatta, ulkomaanvelkaan ja yksityisen sektorin velkaan liittyvät haavoittuvuudet vähenivät jossain määrin, mutta julkinen velka on kasvanut. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

4.8. KREIKKA

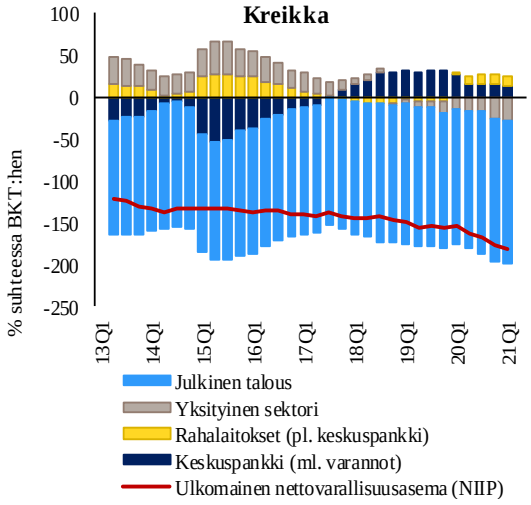
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Kreikalla oli liiallisia makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti suureen julkiseen velkaan, keskeneräiseen ulkoisen tasapainon palauttamiseen ja järjestämättömien lainojen suureen osuuteen tilanteessa, jossa työttömyysaste on korkea ja potentiaalinen kasvu on vähäistä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), julkista velkaa, vientimarkkinaosuutta, rahoitussektorin velkoja, työttömyysastetta ja työvoimaosuutta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot. ([41])

Reaalisen BKT:n, joka supistui voimakkaasti 9 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan elpyvän niin, että kasvun odotetaan olevan 7,1 prosenttia vuonna 2021 ja 5,2 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 2,4 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen kestävyys** heikkeni vuonna 2020, kun negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni edelleen BKT:n supistuessa ja vaihtotaseen alijäämän kasvaessa merkittävästi, 6,6 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Matkailun paluun myötä vaihtotaseen alijäämän ennustetaan supistuvan vuosina 2021 ja 2022. Suuri osa ulkomaisesta nettovarallisuusasemasta muodostuu julkisesta velasta, jota on myönnetty edullisin ehdoin ja pitkillä maturiteeteilla.

Kuvio A8: Ulkomainen nettovarallisuusasema sektoreittain



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Julkinen velka suhteessa BKT:hen** kasvoi edelleen 26 prosenttiyksikköä vuonna 2020, 206,3 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä johtuu taantuman syvyydestä ja covid-19-kriisin taloudellisten ja sosiaalisten kustannusten rajoittamiseksi toteutettujen toimenpiteiden vaikutuksesta. Yli puolet tästä kasvusta johtui nimittäjävaikutuksesta. Julkisen talouden velkasuhteen ennustetaan alkavan supistua jälleen vuonna 2021. Pitkän aikavälin bruttorahoitustarpeet eivät ole muuttuneet merkittävästi pandemian alkamisen jälkeen, mikä johtuu pääasiassa jälleenrahoituskorkojen laskusta.
- **Pankkisektorin** kannattavuus kääntyi negatiiviseksi vuonna 2020, ja ydinvakavaraisuussuhde (CET1) on EU:n alimpia, mikä osittain johtuu käynnissä olevasta pankkien taseiden siivoamisesta. Vaikka järjestämättömien lainojen osuus([42]) oli edelleen suuri, 26,1 prosenttia maaliskuussa 2021, se supistui merkittävästi vuonna 2020, ja sen odotetaan supistuvan edelleen hitaasti vuonna 2021. Yleisen lyhennysvapaan päätyttyä alustava arviointi osoittaa, että omaisuuserien laatuun kohdistuva kielteinen vaikutus on vaatimaton, mutta heikkenemisriskit ovat edelleen olemassa.

([41]) Joitakin tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esiin tuotuja haavoittuvuustekijöitä käsitellään myös Kreikkaa koskevassa kahdennessatoista tiukennettua valvontaa koskevassa raportissa.

([42]) Euroopan keskuspankin mukaan järjestämättömien lainojen osuus bruttomääräisestä kokonaislainanannosta ja ennakoista konsolidoinnin perusteella tarkasteltuna (eli mukaan lukien keskuspankkitalletukset ja muut vaadittaessa maksettavat talletukset nimittäjässä). Tämä luku eroaa perusteellisessa tarkastelussa ilmoitetusta luvusta, koska viimeksi mainittu on Kreikan keskuspankin ilmoittama järjestämättömien lainojen osuus bruttomääräisestä kokonaislainanannosta yksittäin tarkasteltuna.

- Työttömyysaste laski edelleen myös pandemian aikana, pääasiassa valtion tukitoimien ansiosta, mutta pysyi korkeana, 16,3 prosentissa vuonna 2020. Sen ennustetaan laskevan edelleen ennustejaksolla.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Kreikalla oli julkiseen velkaan, ulkoisen tasapainon palauttamiseen, jo aiemmin syntyneisiin järjestämättömiin lainoihin, työttömyyteen ja vähäiseen potentiaaliseen kasvuun liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä julkinen velka ja ulkoiset epätasapainot ovat lisääntyneet. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

4.9. ESPANJA

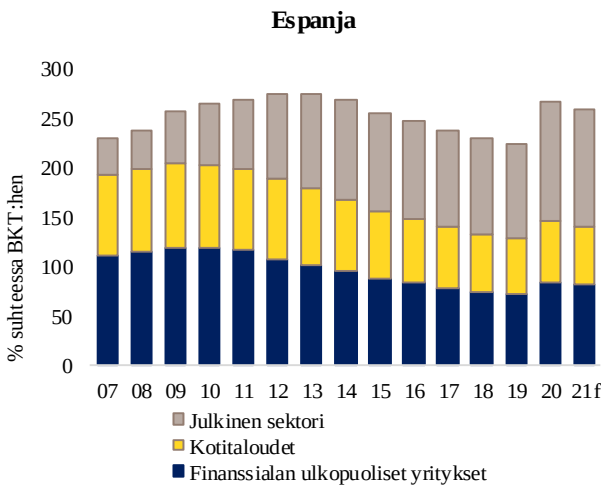
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Espanjalla oli suureen ulkomaanvelkaan sekä yksityiseen ja julkiseen velkaan liittyviä makrotalouden epätasapainoja, joilla on valtioiden rajat ylittävää merkitystä, korkean työttömyyden vallitessa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), yksikkötyökustannusten kasvua, vientimarkkinaosuutta, julkista velkaa ja yksityisen sektorin velkaa, työttömyysastetta ja työvoimaosuutta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 10,8 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 4,6 prosenttia vuonna 2021 ja 5,5 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 2,6 prosenttia suurempi vuonna 2023 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen kestävyys** heikkeni vuonna 2020, kun negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni, mikä johtui pääasiassa BKT:n supistumisesta mutta myös eräistä negatiivisista arvostuksen muutoksista. Ulkomainen nettovarallisuusasema oli –85,5 prosenttia vuonna 2020, mutta sen ennustetaan paranevan vuosina 2021 ja 2022. Ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI) on kuitenkin edelleen merkittävä. Vaihtotaseen ylijäämä supistui 0,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, kun vientimarkkinaosuus pieneni, osittain heikon kansainvälisen matkailun vuoksi. Vaihtotaseen arvioidaan olevan hieman ylijäämäinen vuosina 2021 ja 2022.

Kuvio A9: Velan koostumus sektoreittain



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Yritysten ja kotitalouksien velkaantuneisuus** väheni vuoteen 2019 asti. Covid-19-kriisin myötä yksityinen velka suhteessa BKT:hen kasvoi hieman yli 146 prosenttiin vuonna 2020, mikä johtui sekä nettoluottovirroista yrityssektorille että suuremmassa määrin BKT:n merkittävästä supistumisesta ja ylitti näin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon, joka on 133 prosenttia. Yksityisen velan kasvu suhteessa BKT:hen todennäköisesti kääntyy osittain laskuun vuonna 2021 odotettavissa olevan talouden elpymisen vuoksi.
- Ennestäänkin suuri **julkinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi edelleen 25 prosenttiyksikköä vuonna 2020, 120 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä johtuu taantuman syvyydestä ja covid-19-kriisin taloudellisten ja sosiaalisten kustannusten rajoittamiseksi toteutettujen toimenpiteiden vaikutuksesta. Sen ennustetaan supistuvan hieman vuoteen 2022 mennessä ja olevan silloin 116 prosenttia. Rahoitusalan ja julkisen sektorin negatiiviseen kierteeseen liittyviä riskejä on edelleen olemassa, ja pandemiaan liittyvät yrityssektorin kasvavat haavoittuvuudet voivat voimistaa niitä.
- **Pankkialan** häiriönsietokyky on parantunut viimeksi kuluneen vuosikymmenen aikana. Covid-19-kriisin myötä pankkialan pääomitus on parantunut hieman, vaikkakin se on edelleen alhainen. Pankkien likviditeettiasema on pysynyt vakaana. Kannattavuus on pysynyt alhaisena, ja vuonna 2020 se kääntyi negatiiviseksi. Järjestämättömien lainojen osuus supistui 2,8 prosenttiin vuonna 2020. Se voi kuitenkin kasvaa jatkossa, kun julkiset tukitoimet, kuten lainojen takaisinmaksun lykkäykset ja takausjärjestelyt, asteittain lopetetaan, ja siitä aiheutuvat vaikutukset tulevat täysin näkyviin.
- Useiden vuosien ajan supistunut **työttömyysaste** nousi jälleen 15,5 prosenttiin vuonna 2020 covid-19-kriisin myötä ja ylittää näin ohjeellisen kynnysarvon. Työttömyysasteen ennustetaan heikkenevän

vuosina 2021 ja 2022. Työvoimaosuus supistui ja jää ohjeellisen kynnysarvon alapuolelle. Lisäksi työmarkkinoiden segmentoituminen on edelleen huolenaihe.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Espanjalla oli ulkomaanvelkaan, yksityiseen ja julkiseen velkaan sekä korkeaan työttömyyteen liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet kasvavat ja työttömyys lisääntyy. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

4.10. RANSKA

Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Ranskalla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyvät suureen julkiseen velkaan ja heikkoon kilpailukykyyn tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu oli heikkoa. Tällä on merkitystä yli rajojen. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, julkista velkaa ja yksityisen sektorin velkaa, vientimarkkinaosuutta ja työvoimaosuutta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

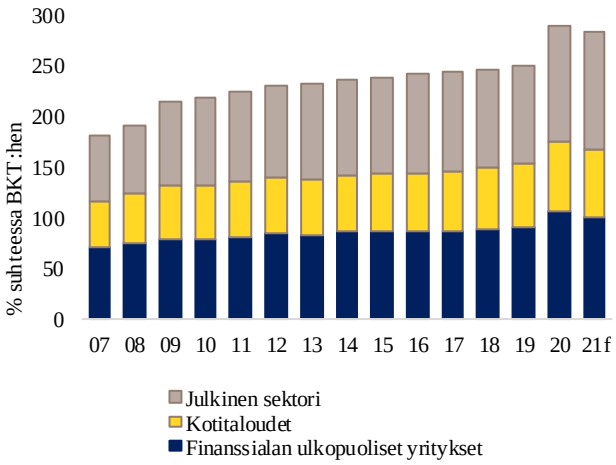
Reaalisen BKT:n, joka supistui 7,9 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 6,5 prosenttia vuonna 2021 ja 3,8 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 6,7 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen rahoitusasema** heikkeni vuonna 2020, kun negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema supistui noin -30 prosenttiin vaihtotaseen alijäämän kasvun ja BKT:n supistumisen vuoksi. Vaihtotaseen ennakoidaan paranevan jonkin verran tulevina vuosina, kun viennin odotetaan elpyvän. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan vakiintuvan suunnilleen nykytasolle.

Kuvio A10: Velan koostumus

Ranska



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Yksityinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi vuonna 2020 edelleen 21 prosenttiyksikköä, lähes 174 prosenttiin, vahvan luotonannon seurauksena. Suuntauksen odotetaan kääntyvän hieman päinvastaiseksi vuonna 2021. Yritysten kasvavaan velkaantuneisuuteen liittyy kuitenkin samanaikainen yritysten maksuvalmiuspuskureiden kasvu, samoin kuin kotitalouksien velan kasvuun liittyi talletusten lisääntyminen. **Asuntojen reaalihinnat** nousivat vuonna 2020 hieman nopeammin kuin vuonna 2019, ja niissä näkyy merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta.
- Ennestäänkin suuri **julkinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi 18 prosenttiyksikköä, 115 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä johtuu covid-19-kriisin vuoksi toteutetuista valtion tukitoimista ja taantuman syvyydestä. Sen ennustetaan alkavan supistua vuonna 2021.
- Covid-19-kriisi on heikentänyt usean vuoden ajan parantunutta **kilpailukykyä**. Yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui tilapäisesti vuonna 2020, vaikka työntekijää kohti lasketut palkansaajakorvaukset vähenivät. Tämän suuntauksen odotetaan kääntyvän tulevina vuosina vain osittain. Vientimarkkinaosuudet supistuivat merkittävästi vuonna 2020, mutta tilanteen odotetaan paranevan tulevina vuosina.
- **Pankkisektorin** oman pääoman osuus on ollut terveellä pohjalla ja kasvussa, ja järjestämättömien lainojen jo ennestään alhainen osuus supistui edelleen 2,2 prosenttiin vuonna 2020. Luku saattaa kuitenkin kasvaa, kun valtion tukitoimet asteittain lopetetaan.
- **Työmarkkinoiden** tilanne heikkeni vuonna 2020 covid-19-kriisin vuoksi, kun kokonaistyöllisyys ja työvoimaosuus supistuivat. Sekä työttömyysasteen että työvoimaosuuden odotetaan paranevan vuodesta 2021 alkaen.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Ranskalla oli julkisen velkaan ja kilpailukykyyn liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu oli vähäistä. Covid-19-kriisin myötä julkinen velka, ulkomaanvelka ja yksityisen sektorin velka ovat lisääntyneet. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

4.11. KROATIA

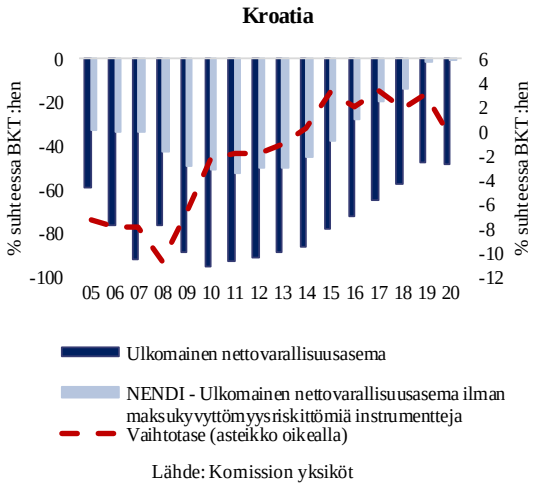
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Kroatialla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät ulkomaisen, yksityisen ja julkisen velan suureen määrään tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu oli heikkoa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), yksikkötyökustannusten kasvua, asuntojen hintojen nousua ja julkista bruttovelkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 8,1 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 8,1 prosenttia vuonna 2021 ja 5,6 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 9,5 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen kestävyys** heikkeni vuonna 2020. Vaihtotase kääntyi 0,1 prosenttia alijäämäiseksi suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä johtui pääasiassa matkailuviennin romahtamisesta pandemian vuoksi. Kolmen vuoden keskimääräinen ylijäämä supistui 1,6 prosenttiin. Ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni hieman –47,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mutta sen odotetaan paranevan jälleen vuodesta 2021 alkaen. Sitä vastoin ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI) parani edelleen ja saavutti tasapainon vuonna 2020.

Kuvio A11: Ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka ja julkinen velka



Lähde: Komission yksiköt

- **Nimelliset yksikkötyökustannukset** nousivat vuonna 2020 tuottavuuden heikkenemisen myötä, ja kolmen vuoden muutos nousi 13,7 prosenttiin. Yksikkötyökustannusten kasvun ennustetaan kääntyvän negatiiviseksi vuonna 2021.
- **Asuntojen hintaindeksi** ylitti jälleen kynnysarvon vuonna 2020, sillä reaalihinnat kasvoivat 7,3 prosenttia, mikä pahensi kohtuuhintaisten asuntojen saatavuusongelmaa. Vuonna 2021 asuntojen hintojen nousun odotetaan hidastuvan. Asuntojen hintoja on syytä seurata edelleen ottaen huomioon myös rakentamisen hintakehitys.
- **Yksityinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi noin 88 prosentista 98 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020 BKT:n supistumisen ja positiivisten, mutta vähäisten luottovirtojen vuoksi. Sekä yritysten että kotitalouksien velkasuhde todennäköisesti kääntyy laskuun vuonna 2021 nimittäjän (BKT:n kasvu) vaikutuksesta. Vaikka **pankkisektori** on hyvin pääomitettu ja sen kannattavuus hyvä, sille on myös ominaista suhteellisen suuri järjestämättömien lainojen osuus, yli 5 prosenttia.Jatkossa on tärkeää seurata tiiviisti julkisten tukitoimien, kuten lainojen takaisinmaksun lykkäämisen ja takausjärjestelyjen, asteittaisen lopettamisen vaikutuksia.
- Viitenä peräkkäisenä vuonna supistunut **julkinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi 16 prosenttiyksikköä vuonna 2020, 87,3 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä johtuu covid-19-kriisin vuoksi toteutetuista valtion tukitoimista ja taantuman syvyydestä. Odotetun talouden elpymisen ja finanssipoliittisen tuen lopettamisen myötä julkisen velan odotetaan jälleen supistuvan vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Kroatialla oli julkiseen ja yksityiseen velkaan sekä ulkomaanvelkaan liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu oli heikkoa. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet ovat kasvaneet. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

4.12. ITALIA

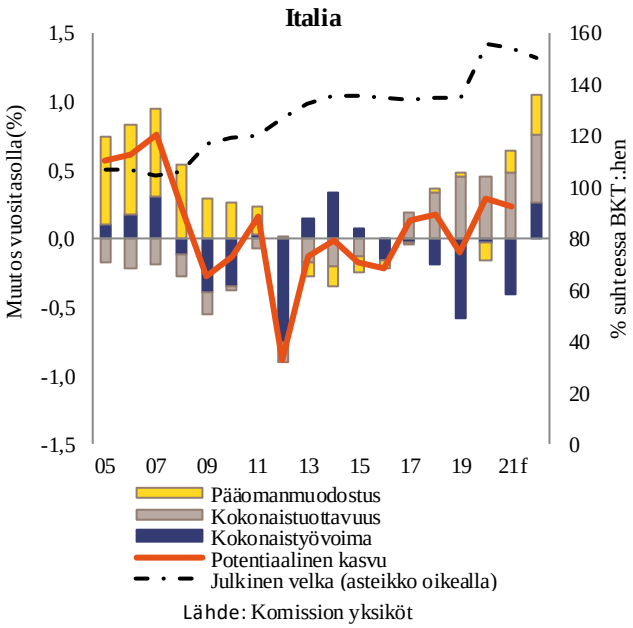
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Italialla oli suureen julkiseen velkaan ja pitkittyneeseen heikkoon kilpailukykyyn liittyviä makrotalouden epätasapainoja, joilla on valtioiden rajat ylittävää merkitystä, tilanteessa, jossa työmarkkinoilla ja pankkisektorilla oli heikkouksia. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, julkista velkaa ja työvoimaosuutta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n, joka supistui covid-19-kriisin seurauksena jyrkästi, 8,9 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan elpyvän 6,2 prosenttia vuonna 2021 ja 4,3 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n odotetaan olevan 4,6 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen rahoitusasema** on vakaa ja ulkomainen nettovarallisuusasema (NIIP) tasapainoinen. Vaihtotaseen ylijäämän, 3,8 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020, odotetaan hieman supistuvan vuonna 2021, mikä johtuu suurelta osin öljyn hinnan noususta ja tuontikysynnän lisääntymisestä.
- **Yksityinen velka** kasvoi vuonna 2020, ja sekä kotitalouksien että yritysten velkaantuneisuus on lähellä sekä perustekijöihin perustuvia että varovaisuuskynnysarvoja. Vuodesta 2021 alkaen molempien yksityisen velan osatekijöiden odotetaan supistuvan talouden elpyessä.

Kuvio A12: Potentiaalinen kasvu ja yksityinen velka



Lähde: Komission yksiköt

- Työn **tuottavuus** heikkeni jyrkästi vuonna 2020, kun työllisyyttä tuettiin lyhennettyä työaikaa koskevilla järjestelyillä samalla kun talouden tuotos supistui voimakkaasti. Tuottavuuden odotetaan paranevan keskipitkällä aikavälillä, kun BKT:n kasvu elpyy. **Yksikkötyökustannusten kasvu** kiihtyi vuonna 2020, mutta sen odotetaan hidastuvan palkkojen maltillisen kasvun myötä.
- **Julkinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi 21 prosenttiyksikköä vuonna 2020, 155,6 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Yli puolet velkasuhteen kasvusta johtui nimittäjävaikutuksesta. Julkisen talouden velkasuhteen odotetaan alkavan supistua vuonna 2021 pitkäaikaisista tukitoimista huolimatta ja pysyvän lasku-uralla seuraavina vuosina. Julkiseen talouteen kohdistuu edelleen rahoitus- ja yrityssektorin negatiiviseen kierteeseen liittyviä riskejä, jotka liittyvät valtion takaamien lainojen suureen osuuteen ja yritysten maksukyvyttömyysriskin lisääntymiseen, vaikka riskitaso onkin nyt alhainen.
- **Pankkisektorilla** suotuisa kehitys on jatkunut, mutta haavoittuvuuksia on edelleen. Järjestämättömien lainojen osuus on supistunut edelleen niin, että se oli vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä 4,5 prosenttia, mikä ylittää edelleen euroalueen keskiarvon, joka on 2,4 prosenttia. Pandemian johdosta toteutetuilla likviditeettitoimenpiteillä on tuettu pankkien luotonannon volyymiä. Pankkien kannattavuus on silti edelleen heikentynyt vuonna 2020.Jatkossa on tärkeää seurata tiiviisti julkisten tukitoimien, kuten lainojen takaisinmaksun lykkäämisen ja takausjärjestelyjen, asteittaisen lopettamisen vaikutuksia.

- Useimmista EU-maista poiketen **työttömyysaste** laski vuonna 2020 edelleen 9,2 prosenttiin, mutta sen odotetaan nousevan vuonna 2021. Nuorisotyöttömyysaste nousi edelleen vuonna 2020 ja on hyvin korkea. Työvoiman määrä on edelleen pienempi kuin ennen covid-19-kriisiä. Jatkuva osaamisen kohtaanto-ongelma voi estää työttömyysasteen nopeamman supistamisen tulevina vuosina.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Italialla oli suureen julkiseen velkaan ja tuottavuuden heikkoon kasvuun liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa työttömyys oli edelleen suhteellisen korkealla tasolla. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet ovat kasvaneet samalla kun rahoitusalan haavoittuvuudet ja eräät työmarkkinoiden haavoittuvuudet ovat edelleen olemassa. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

4.13. KYPROS

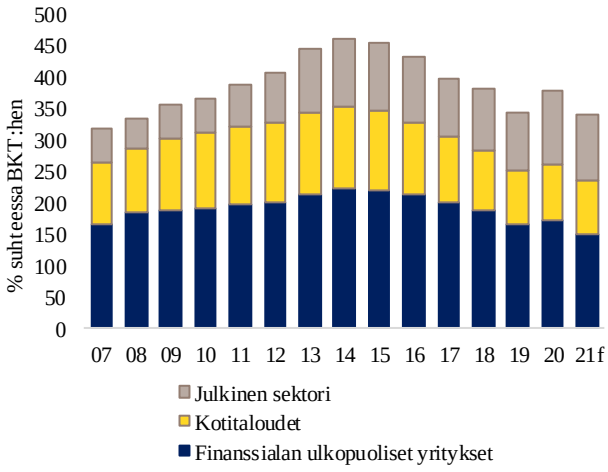
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Kyproksella oli makrotalouden epätasapainoja. Haavoittuvuudet liittyvät ulkomaisen, julkisen ja yksityisen velan suureen määrään ja järjestämättömien lainojen edelleen suureen määrään sekä huomattavaan vaihtotaseen alijäämään. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, vaihtotasetta, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), julkista velkaa ja yksityisen sektorin velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot. ([43])

Reaalisen BKT:n, joka supistui 5,2 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 5,4 prosenttia vuonna 2021 ja 4,2 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 7 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen ongelma, sillä ulkomainen nettovarallisuusasema (NIIP) oli vuonna 2020 edelleen huomattavan negatiivinen, vaikka tämä johtuikin suurelta osin erillisyhtiöiden toiminnasta. Vaihtotaseen alijäämä oli suuri, 10,1 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020, kun se oli 5,7 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019, sillä pandemia on vaikuttanut matkailuvientiin erittäin kielteisesti. Tilanteen odotetaan paranevan maltillisesti vuosina 2021 ja 2022.

Kuvio A13: Velka ja järjestämättömät lainat
Kypros



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Julkinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi 24 prosenttiyksikköä vuonna 2020, 115,3 prosenttiin, kun hallitus rakensi merkittävän käteispuskurin varmistaakseen tarvittavan rahoituskapasiteetin pandemian torjumiseksi, talouden tukemiseksi ja likviditeettiriskien hallitsemiseksi. Julkisen talouden velkasuhteen ennustetaan alkavan supistua jälleen vuonna 2021.
- Vuosia jatkuneen vakaan supistumisen jälkeen **yksityinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi vuonna 2020 pandemian aiheuttaman nimellisen BKT:n supistumisen vuoksi. Kotitalouksien velka kasvoi 91 prosenttiin suhteessa BKT:hen, kun taas finanssialan ulkopuolisten yritysten velkasuhde kasvoi lähes 170 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Vuonna 2021 yksityisen velkaantumisen odotetaan talouden odotetun elpymisen myötä palaavan lasku-uralle, mutta ylittävän edelleen sekä perustekijöihin perustuvat että varovaisuuskynnysarvot.
- **Pankkisektorin** kannattavuus kääntyi negatiiviseksi vuonna 2020. Järjestämättömien lainojen osuus on edelleen suuri, mutta se supistui merkittävästi vuonna 2020. Se on pysynyt vakaana noin 10 prosentissa vuoden 2021 alkupuoliskolla. Lisäksi suunnitteilla on lisää arvopapereiden myyntiä. Lainojen takaisinmaksun lykkäys lopetettiin tammikuussa 2021, eikä siitä näytä vielä aiheutuneen merkittävää kielteistä vaikutusta omaisuuserien laadulle. Jatkossa on kuitenkin tärkeää seurata tiiviisti julkisten tukitoimien asteittaisen lopettamisen vaikutuksia.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Kyproksella oli ulkomaanvelkaan, yksityisen sektorin velkaan ja julkiseen velkaan liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä vaihtotaseen alijäämä on heikentynyt ja

([43]) Syksyllä 2021 julkaistussa Kyproksen ohjelman jälkeisessä valvontaraportissa käsitellään myös joitakin varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esiin tuotuja haavoittuvuustekijöitä.

velkasuhteet kasvaneet. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

4.14. LATVIA

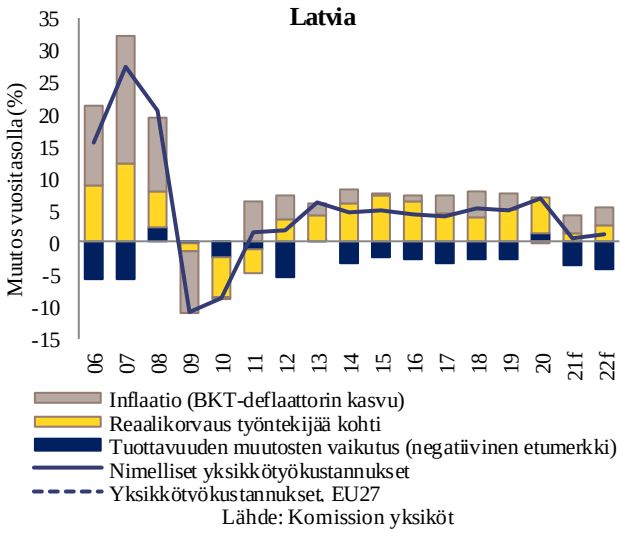
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Latvialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: reaalinen efektiivinen valuuttakurssi ja nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 3,6 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 4,7 prosenttia vuonna 2021 ja 5 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 12,9 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotase** saavutti 2,9 prosentin ylijäämän suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä paransi huomattavasti ulkomaista nettovarallisuusasemaa, joka on nyt –34,7 prosenttia suhteessa BKT:hen eli hieman alle makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon. Latvian negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema muodostuu pääasiassa julkisesta velasta ja suorista ulkomaisista sijoituksista, joihin liittyvä riski sijoitusten äkillisestä pois vetämisestä tai hoitokustannusten noususta on pieni. Vaihtotaseen ennustetaan kääntyvän jälleen hieman alijäämäiseksi vuonna 2022, mutta ulkomaisen nettovarallisuusaseman odotetaan paranevan edelleen.

Kuvio A14: Yksikkötyökustannusten erittely



Lähde: Komission yksiköt

- **Kustannuskilpailukyvyn indikaattorit** viittaavat kuitenkin heikkenemisen jatkumiseen vuonna 2020. Yksikkötyökustannusten kasvu oli nopeaa jo ennen pandemiaa, mutta kiihtyi edelleen vuonna 2020 tuottavuuden heikkenemisen ja palkkojen jatkuvan nousun seurauksena. Palkkojen nousu pysyi nopeana jatkuvan osaamisvajeen vuoksi ja koska covid-19-pandemiaan liittyvät työpaikkojen menetykset kasaantuivat pääasiassa matalapalkka-aloilla. Covid-19-pandemiaan liittyvien tuottavuusvaikutusten odotetaan olevan tilapäisiä, mutta työvoiman tarjonnan vähenemisestä johtuvien palkkapaineiden odotetaan vaikuttavan myös jatkossa, kun väestön vähenemisen odotetaan jatkuvan. Latvian vientimarkkinaosuus kasvoi huomattavasti vuonna 2020. YKHIin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui, mihin vaikutti merkittävästi Venäjän ruplan heikkeneminen noin 20 prosenttia vuonna 2020.
- **Asuntojen reaalihintojen nousu** hidastui huomattavasti vuonna 2020 useiden vuosien dynaamisen hintojen nousun jälkeen. Yksityisen sektorin velkataso pysyi vakaana, ja yrityssektorin luotonotto oli vaimeaa. **Rahoitusala** on terve ja hyvin pääomitettu, mutta kannattavuus heikkeni merkittävästi vuonna 2020.
- **Työttömyysaste** nousi 8,1 prosenttiin vuonna 2020 covid-19-kriisin vuoksi. Sen ennustetaan alkavan supistua vuonna 2021. Myös nuorisotyöttömyys lisääntyi vuonna 2020, ja sen ennustetaan nousevan edelleen vuonna 2021. Covid-19-kriisin aiheuttaman työmarkkinatilanteen heikkenemisen odotetaan olevan väliaikaista ja työttömyysasteen lähestyvän kriisiä edeltävää tasoa vuonna 2023.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Latvian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, mutta negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema oli negatiivinen ja yksikkötyökustannusten kasvu nopeaa. Työvoiman

tarjontapaineisiin ja kustannuskilpailukykyyn liittyvien ongelmien odotetaan jatkuvan myös covid-19-kriisin jälkeen, mutta riskit näyttävät olevan hallinnassa. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.15. LIETTUA

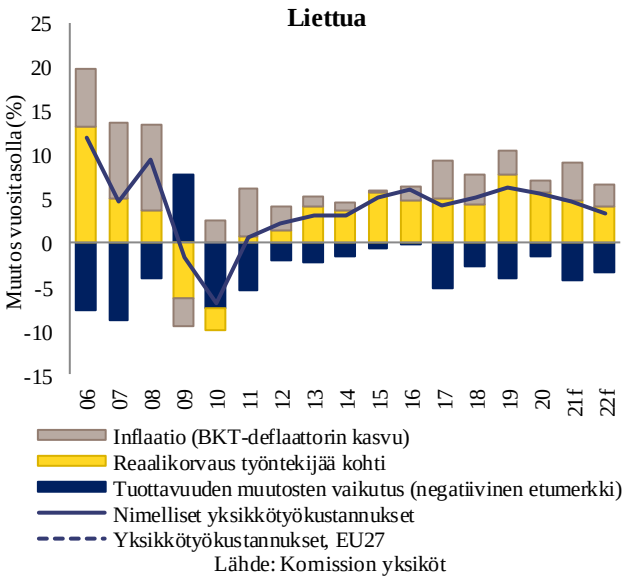
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Liettualla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, viisi indikaattoria ylittää ohjeelliset kynnysarvot: reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, yksikkötyökustannusten kasvu, asuntojen hintojen nousu, rahoitussektorin velat ja nuorisotyöttömyys.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 0,1 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 5 prosenttia vuonna 2021 ja 3,6 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 18 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat hallinnassa, sillä vaihtotaseen ylijäämä oli 7,3 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Selvästi suurempaa ylijäämää tukee tavaroiden ja palvelujen viennin suotuisa kehitys, ja sen ennustetaan pysyvän myös jatkossa merkittävänä, joskin supistuvan hieman. Ulkomainen nettovarallisuusasema on negatiivinen, mutta paranee nopeasti. Se koostuu pääasiassa kertyneistä suorista ulkomaisista sijoituksista, joista huomattava osa on peräisin uudelleensijoitetuista voitoista, mikä pienentää niihin liittyviä riskejä.

Kuvio A15: Yksikkötyökustannusten erittely



Lähde: Komission yksiköt

- **Yksikkötyökustannukset** kasvavat edelleen nopeasti. Työmarkkinoiden paineet ja julkisen sektorin palkkojen nousu, jotka johtuvat osittain pandemian hallintaan liittyvistä tarpeista, vaikuttavat palkansaajakorvausten dynamiikkaan. Palkkojen nousu pysyi vuonna 2020 ja vuoden 2021 alkupuoliskolla nopeana, yli 10 prosentissa. Työvoimaosuus on jo verrattain korkea aiempaan verrattuna, ja palkansaajakorvausten nousun odotetaan hidastuvan julkisella sektorilla pandemian aikaisen voimakkaan kiihtymisen jälkeen, joten palkkojen tämänhetkisen nousuvauhdin ei odoteta jatkuvan. Yksikkötyökustannusten ennustetaan kasvavan näkyvästi, mutta hieman hitaammin kuin viime vuosina.

- Kiinteistömarkkinoilla **asuntojen hintojen** nousu kiihtyy. Arvostuserojen perusteella ei kuitenkaan ole merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta. Asuntojen hinnat nousivat 6,4 prosenttia vuonna 2020, ja nousu kiihtyi vuoden 2021 alkupuoliskolla. Tämä johtuu osittain tarjontapuolen rajoitteista, jotka ovat hitaasti alkaneet helpottaa. Asuntojen hintojen nousun odotetaan hidastuvan tulevina vuosina, osittain työtulojen kasvun ennustetun hidastumisen seurauksena. Vaikka asuntolainojen määrä on kasvanut dynaamisesti, kotitalouksien velkaantuneisuus on edelleen melko vähäistä. **Pankkisektori** on hyvin pääomitettu ja kannattava ja järjestämättömien lainojen osuus pieni.

- **Työmarkkinoiden** paineet alkavat taas kasvaa. Työttömyysaste nousi 8,5 prosenttiin vuonna 2020, mutta sen odotetaan laskevan vähitellen. Nuorisotyöttömyys lisääntyi vuonna 2020, mutta sen ennustetaan alkavan vähentyä vuonna 2021. Työvoimapula, joka kasvoi ennen pandemiakriisiä, aiheuttaa monilla talouden aloilla työvoimakustannusten nousupaineita.

Kun covid-19 kriisi alkoi, Liettuan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka työmarkkinoilla alkoi kertyä tiettyjä paineita. Viime aikoina työvoimapula on alkanut jälleen kasvaa,

mikä aiheuttaa työvoimakustannusten nousupaineita, joskin yksikkötyökustannusten kasvun ennustetaan hidastuvan jonkin verran. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.16. LUXEMBURG

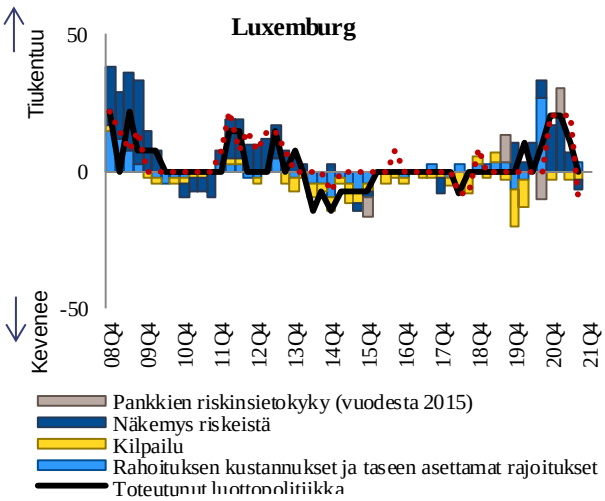
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Luxemburgilla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, yksikkötyökustannusten kasvua, asuntojen hintojen nousua, yksityisen sektorin velan tasoa ja velan kasvua sekä nuorisotyöttömyyttä kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalinen BKT supistui vuonna 2020 covid-19-kriisin seurauksena suhteellisen vähän eli 1,8 prosenttia ja saavutti jälleen kriisiä edeltäneen tasonsa vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä. Reaalikasvun ennustetaan olevan 5,8 prosenttia vuonna 2021 ja 3,7 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n odotetaan olevan 17,6 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiseen kestävyyteen** liittyvät riskit ovat edelleen vähäisiä. Vaihtotase ja ulkomainen nettovarallisuusasema ovat vahvasti positiivisia.
- Yksikkötyökustannukset nousivat huomattavasti vuonna 2020, osittain työvoiman väliaikaisen ylimitoituksen vuoksi covid-19-kriisin aikana. Työttömyys ja nuorisotyöttömyys lisääntyivät vuonna 2020 kriisin vuoksi.
- **Yksityisen sektorin velka** suhteessa BKT:hen on erittäin suuri, 317 prosenttia vuonna 2020, vaikka se on vuoden 2020 jälkipuoliskolta alkaen hieman supistunut. Se muodostuu pääasiassa **yritysten velasta**. Riskejä vähentää se, että koska Luxemburg on maailmanlaajuinen finanssikeskus, 80 prosenttia yritysten velasta muodostuu rajat ylittävästä konsernin sisäisestä luotonannosta.

Kuvio A16: Luotonannon ehdot



Lähde: EKP

- **Kotitalouksien velka** kasvoi vuonna 2020 edelleen noin 69 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä on viitearvojen alapuolella, mutta huomattavasti suurempi suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin (170 %). Asuntolainojen määrä kasvoi edelleen tilanteessa, jossa asuntojen hinnat ovat nousseet erittäin nopeasti. Tämän seurauksena kansallinen järjestelmäriskikomitea on aktivoinut makrovakausvalvonnan (luototusaste) rajat ja korottanut vastasyklistä pääomapuskuria tammikuusta 2021 alkaen.
- **Asuntojen hinnat** ovat nousseet kaksinumeroisella vauhdilla pandemia puhkeamisesta lähtien, ja nähtävissä on selviä merkkejä potentiaalisesta yliarvostuksesta. Hintojen nousun ennustetaan kuitenkin hidastuvan, kun hyväksyttyjä toimenpiteitä aletaan panna täytäntöön. Niihin sisältyy maankäytön ja kiinteistöverotuksen uudistuksia, joiden avulla pyritään helpottamaan asuntojen rakenteellista alitarjontaa. Myös asuntorakentamiseen tehtäviä investointeja lisätään, jotta voidaan parantaa kohtuuhintaisten asuntojen julkista tarjontaa.
- **Pankkisektori** on hyvin pääomitettu ja likvidi, vaikka sen kannattavuus heikkeni vuonna 2020. Järjestämättömien lainojen osuus on pysynyt hyvin alhaisena, mikä johtuu myös oikea-aikaisista ja asianmukaisista politiikkatoimista, kuten lainojen takaisinmaksun lykkäyksistä ja työajan lyhentämisjärjestelyistä. Asuntolainojen dynaamisen kasvun jatkuminen tilanteessa, jossa kotitaloudet ovat jo erittäin velkaantuneita, on pankkisektorille riski.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Luxemburgin makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka asuntojen nouseviin hintoihin ja kotitalouksien velkaan liittyi joitakin riskejä. Nämä riskit ovat kasvaneet entisestään. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.17. UNKARI

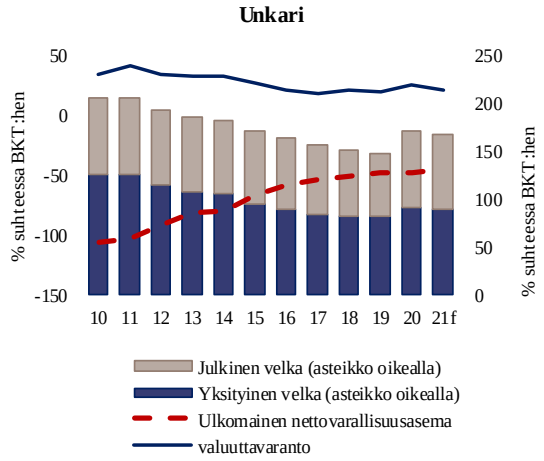
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Unkarilla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), yksikkötyökustannusten kasvua, julkisen talouden velkaa, finanssisektorin velkaa ja nuorisotyöttömyyttä kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 4,7 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 7,4 prosenttia vuonna 2021 ja 5,4 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 25,1 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisella puolella** on edelleen haavoittuvuuksia, joskin suuri negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema muodostuu pääasiassa suorista ulkomaisista sijoituksista. Ulkomainen nettovarallisuusasema parani asteittain vuoteen 2020 asti, ja sen odotetaan kohenevan edelleen. Vaihtotase kääntyi 1,5 prosenttia alijäämäiseksi suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ja sen ennustetaan pysyvän kokonaisuudessaan vakaana vuosina 2021 ja 2022.

Kuvio A17: Ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka ja julkinen velka



Lähde: Eurostat, EKP ja komission yksiköt

- **Nimellisten yksikkötyökustannusten merkittävä kasvu** on tähän mennessä osittain kompensoitunut valuutan heikkenemisen vuoksi. Palkkojen odotetaan nousevan vuosina 2021 ja 2022, mihin vaikuttavat myös vähimmäispalkan nousu ja julkisen sektorin palkankorotukset, joten tältä osin palataan pandemiaa edeltäneeseen voimakkaan kasvun suuntaukseen; tuottavuuden elpymisestä huolimatta yksikkötyökustannusten ennustetaan nousevan huomattavasti. Muiden alueen maiden tavoin Unkari kasvatti edelleen vientimarkkinaosuuttaan, mitä ovat edistäneet maahan tehdyt viimeaikaiset suorat ulkomaiset sijoitukset. Viralliset varannot ovat elpyneet jonkin verran vuoden 2020 alusta.

- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** lisääntyi vuonna 2020, mikä johtui covid-19-pandemian aikana käyttöön otetuista edullisista lainajärjestelyistä ja lainojen takaisinmaksun lykkäyksistä. Kotitalouksien velka suhteessa BKT:hen on edelleen EU:n alhaisimpia. Lähes kaksi viidesosaa finanssialan ulkopuolisten yritysten kotimaisista lainoista on valuuttamääräisiä. Kriisi on väliaikaisesti heikentänyt **työmarkkinoita**. Työttömyysaste oli 4,3 prosenttia vuonna 2020, mutta sen ennustetaan alkavan laskea vuonna 2021.

- **Asuntojen reaalihintojen** nousu hidastui 1,9 prosenttiin vuonna 2020 (nimelliskasvu 5 %), kuluneen puolen vuosikymmenen merkittävän dynaamisuuden jälkeen. Asuntohintojen nimelliskasvu kiihtyi selvästi vuoden 2021 alkupuoliskolla, toisella vuosineljänneksellä 11,9 prosenttiin. Asuntojen hinnoissa on joillakin alueilla merkkejä yliarvostuksesta, mikä aiheuttaa joitakin kohtuuhintaisuuteen liittyviä haasteita. Asuntojen rakentaminen on lisääntynyt erilaisten politiikka-aloitteiden ansiosta.

- **Julkinen velka** kasvoi 15 prosenttiyksikköä vuonna 2020, eli 80,1 prosenttiin suhteessa BKT:hen, pääasiassa covid-19-kriisin aiheuttaman lisäluotonoton ja valuuttamääräisen velan

uudelleenarvostuksen vuoksi. Sen ennustetaan supistuvan hieman yli 77 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuoteen 2022 mennessä, vaikka päätösperäiset menot ovat edelleen suuria satunnaistulojen ansiosta. Bruttorahoitustarpeet ovat suuret, mutta niiden ennustetaan vähenevän keskimääräisen maturiteetin pidentyessä. Keskuspankilla on avokätinen omaisuuserien osto-ohjelma, joka kattaa noin kaksi kolmasosaa valtion liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjoista. **Pankkisektori** on edelleen yleisesti ottaen terve, mutta julkisen sektorin negatiiviset kierteet ovat merkityksellisiä, sillä julkisen velan osuus pankkien omaisuuseristä on lähes yksi viidesosa. Finanssisektorin velkojen kasvu selittyy osittain likviditeettiä lisäävillä rahapoliittisilla toimenpiteillä, joilla taloutta tuettiin vuonna 2020. Lainojen takaisinmaksun lykkäysten lakkauttaminen voi aiheuttaa haasteita pankkisektorille, jonka ydinvakavaraisuusaste (CET1) on EU:n keskiarvoa heikompi.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Unkarin makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka kustannuspaineisiin, julkisen velan rakenteeseen ja asuntomarkkinoihin liittyy riskejä. Covid-19-kriisin myötä riskejä on edelleen. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.18. MALTA

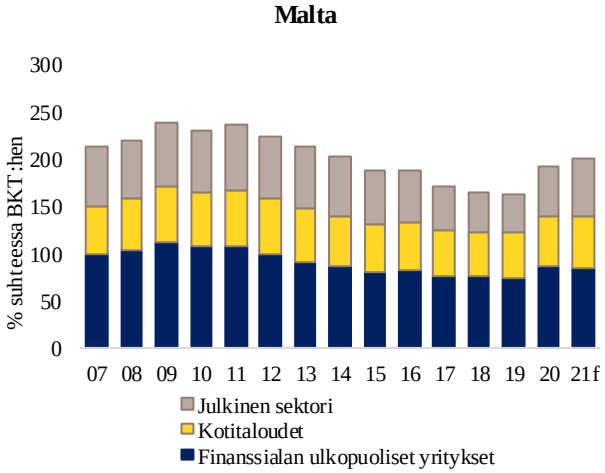
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Maltalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, yksityistä velkaa ja yksikkötyökustannuksia koskevat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 8,3 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 5 prosenttia vuonna 2021 ja 6,2 prosenttia vuonna 2022 talouden vahvan elpymisen ansiosta covid-19-kriisin jälkeen. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 7,3 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkomainen nettovarallisuusasema** (NIIP) on vahvasti positiivinen, mikä kuvastaa Maltan asemaa kansainvälisenä finanssikeskuksena. Maltan vaihtotase oli vahvasti ylijäämäinen kolmen vuoden ajan vuoteen 2019 asti, mutta kääntyi 2,9 prosenttia alijäämäiseksi vuonna 2020, pääasiassa matkailun vähenemisen seurauksena. Sen odotetaan pysyvän maltillisen alijäämäisenä ennustejaksolla.
  Yksikkötyökustannukset kasvoivat huomattavasti vuonna 2020 tilanteessa, jossa tuottavuus laski jyrkästi kun työllisyyttä tuettiin politiikkatoimin, mutta niiden ennustetaan pysyvän suurin piirtein ennallaan vuonna 2021 ja supistuvan hieman vuonna 2022.

Kuvio A18: Velan koostumus



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Yksityinen velka** suhteessa BKT:hen kasvoi vuonna 2020 noin 139 prosenttiin ja ylitti siten hieman tulostaulun kynnysarvon. Velkasuhteen odotetaan pysyvän suurin piirtein tällä tasolla vuonna 2021. Yritysten velka kasvoi vuonna 2020 jo ennestään korkealta tasolta, mutta sen ennustetaan alkavan supistua hieman vuonna 2021. Joidenkin rahanpesunvastaiseen kehykseen liittyvien kysymysten ratkaisemiseksi on toteutettu toimia, mutta Malta on lisätty niiden lainkäyttöalueiden luetteloon, joihin rahanpesunvastainen toimintaryhmä (hallitustenvälinen rahanpesun vastainen elin) kohdistaa tiiviimpää seurantaa. Tätä koskevan päätöksen seurausten odotetaan kuitenkin pysyvän rajallisina, jos havaitut puutteet korjataan nopeasti, kuten Malta on sitoutunut tekemään. Kotitalouksien velka kasvoi voimakkaasti vuonna 2020, ja sen odotetaan pysyvän suurin piirtein ennallaan vuonna 2021 eli hieman yli 100 prosentissa kotitalouksien käytettävissä olevista bruttotuloista. Kotitalouksien velka muodostuu pääasiassa asuntolainoista. **Asuntojen hinnat** ovat nousseet viime vuosina kestävällä tavalla, ja potentiaalisesta yliarvostuksesta on ollut jonkin verran merkkejä, mutta vuonna 2020 hintojen nousu oli hitaampaa. Vuoden 2021 alkupuoliskon tiedot viittaavat siihen, että hintojen kasvu on jälleen piristymässä.
- **Julkinen velka** on kasvanut 13 prosenttiyksikköä vuonna 2020, 53,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen, covid-19-kriisin ja syvän taantuman ja erityisesti valtion tukitoimien seurauksena. Sen odotetaan kasvavan edelleen vuosina 2021 ja 2022 ja supistuvan hieman yli 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuoteen 2031 mennessä.
- **Pankkisektori** on hyvin pääomitettu ja sen likviditeettiasema on vahva. Luottotappiovaraukset kasvoivat ja kattavuusaste parani, mutta kannattavuus heikkeni vuonna 2020 jyrkästi. Järjestämättömien lainojen osuus pysyi kohtuullisena, 3,6 prosentissa vuonna 2020.Jatkossa on tärkeää seurata tiiviisti julkisten tukitoimien, kuten lainojen takaisinmaksun lykkäämisen ja

takausjärjestelyjen, asteittaisen lopettamisen vaikutuksia. Maksukyvyttömyyskehystä tarkistetaan parhaillaan. Pankkien altistuminen kiinteistösektorille on huomattava.

- **Työttömyysaste** on edelleen alhainen. Se nousi hieman, 4,4 prosenttiin vuonna 2020, covid-19-kriisin vaikutusten vuoksi. Elpymisen jatkuessa sen odotetaan kuitenkin alkavan laskea vuonna 2021 ja alenevan lähes kriisiä edeltäneelle tasolle vuonna 2022.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Maltan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka suhteellisen dynaamiseen asuntojen hintojen nousuun liittyi vähäisiä riskejä, samoin kuin pankkien altistumiseen kiinteistösektorille. Covid-19-kriisin myötä asuntojen hintapaineet ovat jonkin verran maltillistuneet, mutta edellyttävät silti seurantaa. Sekä yksityinen että julkinen velka ovat kasvaneet. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.19. ALANKOMAAT

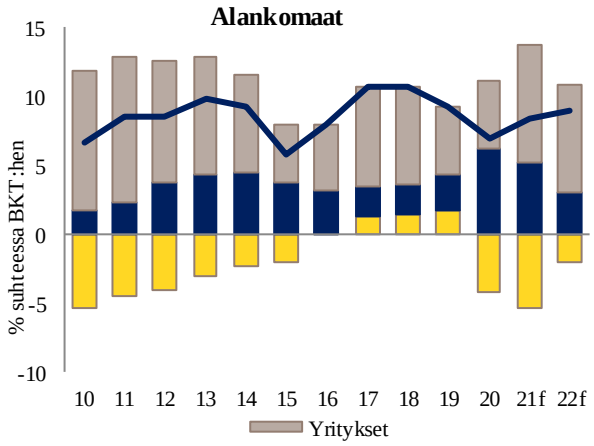
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Alankomailla oli erityisesti yksityisen velan suureen määrään ja suureen vaihtotaseen ylijäämään liittyviä makrotalouden epätasapainoja, joilla on rajat ylittävää merkitystä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, vaihtotaseen kolmen vuoden keskiarvoa, yksikkötyökustannusten nimelliskasvua, yksityisen sektorin velkaa ja asuntojen hintojen kasvua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 3,8 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 4 prosenttia vuonna 2021 ja 3,3 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 10,2 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen ylijäämä** supistui 7 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mutta kolmen vuoden keskiarvo, 9,1 prosenttia, ylittää edelleen selvästi tulostaulun kynnysarvon. Ylijäämän supistuminen vuonna 2020 johtui tuotannontekijäkorvausten taseen ja erityisesti investointitulojen supistumisesta.

Kuvio A19: Nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain



Lähde: Eurostat

Kauppatase pysyi vakaana vuonna 2020, joskin kaupan volyymi oli pienempi. Säästöjen osalta kotitalous- ja yrityssektorien ylijäämä kasvoi, mutta vaikutuksen kumosi kehitys julkisella sektorilla, joka siirtyi jyrkästi nettoluotonottoalueelle kriisiin liittyvien finanssipoliittisten tukitoimien toteuttamisen seurauksena. Alankomaiden yleinen säästöaste on edelleen korkea verrattuna perustekijöihin ja muihin EU-maihin. Säästöylijäämän odotetaan kasvavan maltillisesti vuosina 2021 ja 2022, kun julkisen talouden alijäämän ennustetaan supistuvan.

- **Yksityinen velkaantuneisuus** kasvoi vuonna 2020 lähes 234 prosenttiin suhteessa BKT:hen ja ylittää edelleen selvästi tulostaulun kynnysarvon. Suuri **yritysten velka**, joka johtuu pääasiassa monikansallisten yritysten konsernin sisäisestä velasta, pysyi suurin piirtein vakaana vuonna 2020. **Kotitalouksien velkasuhde** kasvoi yli 100 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä johtui pääasiassa BKT:n supistumisesta, mutta sen odotetaan supistuvan vuonna 2021, kun talouden toimeliaisuus elpyy covid-19-kriisistä.

- **Asuntojen reaalihinnat** nousivat 6 prosenttia vuonna 2020, ja markkinoilla on merkkejä potentiaalisesta yliarvostuksesta. Korkeat asuntojen hinnat johtuvat useista pitkän aikavälin tekijöistä, jotka liittyvät sekä kysyntäpuoleen (alhaiset korot yhdessä asuntolainojen korkovähennyskelpoisuuden kanssa ja yksityisten vuokramarkkinoiden kehittymättömyys) että tarjontapuoleen (asuntorakentaminen ei täytä väestönkehityksestä johtuvia tarpeita). Asuntojen hintojen nousun odotetaan jatkuvan ja pysyvän kynnysarvon yläpuolella vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Alankomailla oli pitkään jatkunut kotimainen suuri säästöylijäämä ja korkea yksityisen sektorin velkaantumisaste. Säästöylijäämä on jonkin verran supistunut covid-19-kriisin aikana, ja sen odotetaan tulevaisuudessa jälleen kasvavan. Yksityisen sektorin velka on pysynyt hyvin suurena.

Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

4.20. ITÄVALTA

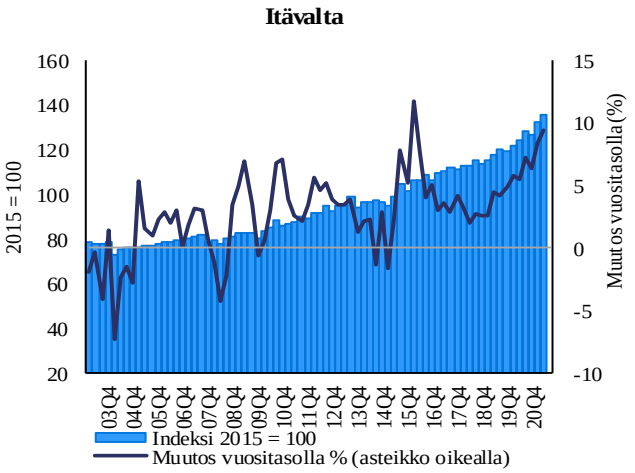
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Itävallalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, julkista velkaa, asuntojen hintojen nousua ja yksikkötyökustannusten kasvua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeellisen kynnysarvon.

Sen jälkeen kun talouden toimeliaisuus supistui vuonna 2020 jyrkästi, 6,7 prosenttia, reaalisen BKT:n ennustetaan elpyvän 4,4 prosenttia vuonna 2021. Talouden elpymisen ollessa käynnissä reaalisen BKT:n odotetaan kasvavan 4,9 prosenttia vuonna 2022, jolloin nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 8,8 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisiin haavoittuvuustekijöihin ja kilpailukykyyn** liittyvät huolenaiheet ovat rajallisia. Vaihtotaseen ylijäämä supistui 1,9 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ja jatkossa vaihtotaseen odotetaan olevan pitkälti tasapainossa. Ulkomainen nettovarallisuusasema on edelleen maltillisen positiivinen. Yksikkötyökustannusten väliaikainen kasvu vuonna 2020 johtuu tuottavuuden väliaikaisesta supistumisesta, kun työvoima oli ylimitoitettu covid-19-kriisin yhteydessä.

Kuvio A20: Asuntojen reaalihintaindeksi



Lähde: Eurostat, EKP, komission yksiköt

- **Yksityinen velkaantuneisuus** kasvoi noin 131 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä johtui pääasiassa sekä covid-19-pandemian aiheuttamasta BKT:n supistumisesta että nettoluottovirroista erityisesti yrityksille. Tämän suuntauksen ennustetaan kääntyvän osittain vuonna 2021 talouden elpymisen ansiosta.
- **Julkinen velka** poikkesi vuonna 2020 lasku-uraltaan ja kasvoi 13 prosenttiyksikköä, 83,2 prosenttiin suhteessa BKT:hen, automaattisten vakauttajien ja merkittävien finanssipoliittisten toimien suorana seurauksena. Julkisen talouden velkasuhteen ennustetaan alkavan supistua jälleen vuonna 2021.
- **Pankkisektoriin** liittyvät riskit näyttävät vähäisiltä. Pankeilla on vain vähän nettoriskejä naapurimaista, niiden pääomapohja on parantunut ja velkaantuneisuus vähentynyt. Järjestämättömien lainojen osuus on supistunut jatkuvasti vuodesta 2014, 2,0 prosenttiin vuonna 2020.
- **Asuntojen reaalihinnat** nousivat 6,2 prosenttia vuonna 2020. Markkinoilla on merkkejä potentiaalisesta yliarvostuksesta. Asuntojen hintojen nousu kiihtyi edelleen vuoden 2021 kahdella ensimmäisellä neljänneksellä. Samaan aikaan luotonannon kasvu kiihtyi vuonna 2021, ja kotitalouksien velka vastaa suurin piirtein pitkäaikaista tasoaan.
- **Työmarkkinoilla** lyhennettyä työaikaa koskevat järjestelyt auttoivat lieventämään talouden laskusuhdanteen vaikutusta työttömyyteen ja aiheuttivat sen sijaan tehtyjen työtuntien suuren vähenemisen. Työttömyysaste nousi maltillisesti 5,4 prosenttiin vuonna 2020, mutta sen odotetaan laskevan vuodesta 2021 alkaen.

Itävalta on selviytynyt covid-19-kriisistä ilman havaittuja makrotalouden epätasapainoja. Covid-19-kriisin myötä julkinen ja yksityinen velka ovat kasvaneet ja asuntojen hinnat nousevat, joskin tämän

kehityksen odotetaan jatkossa joiltain osin kääntyvän. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.21. PUOLA

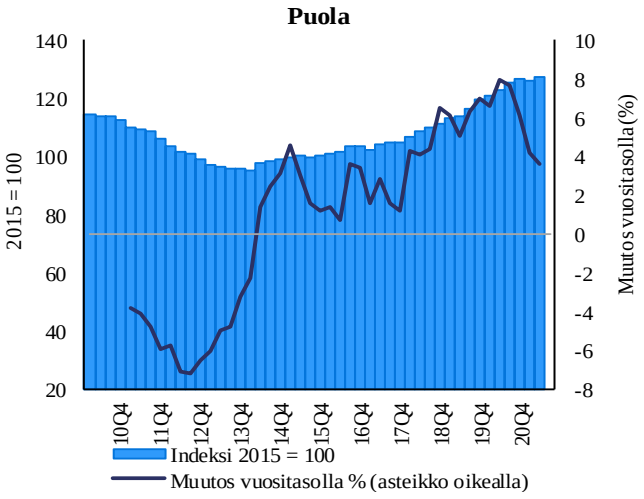
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Puolalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), yksikkötyökustannusten kasvua ja asuntojen hintojen nousua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 2,5 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 4,9 prosenttia vuonna 2021 ja 5,2 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 23,6 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen hallinnassa, sillä vaikka ulkomainen nettovarallisuusasema onkin negatiivinen, se parani vähitellen vuoteen 2020 asti. Lisäksi se koostuu pääasiassa kertyneistä suorista ulkomaisista sijoituksista, joista huomattava osa on peräisin uudelleensijoitetuista voitoista. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan paranevan edelleen vuosina 2021 ja 2022. Vaihtotaseen ylijäämä kasvoi vuonna 2020, ja sen odotetaan supistuvan hieman vuonna 2021.

Kuvio A21: Asuntojen reaalihintaindeksi



Lähde: Eurostat, EKP, komission yksiköt

- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** on edelleen vähäistä, sillä Puolan kotitaloudet ja finanssialan ulkopuoliset yritykset ovat edelleen EU:n vähiten velkaantuneita. Yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen kasvoi vuonna 2020, mutta sen ennustetaan supistuvan vuonna 2021.
- **Asuntojen hintojen** nousu kiihtyi 7,1 prosenttiin vuonna 2020, kun alhaiset korot ja pandemiasta johtuva säästöjen lisääntyminen johtivat asuntojen kysynnän kasvuun. Asuntolainojen kasvu on kuitenkin edelleen maltillista. Rakennusalan elpyessä ja asuntojen tarjonnan lisääntyessä asuntojen hintojen nousun odotetaan hidastuvan vuonna 2021.
- **Pankkisektori** oli edelleen yleisesti ottaen hyvin pääomitettu ja hyvässä kunnossa pandemiasta huolimatta. Järjestämättömien lainojen osuus väheni vuonna 2020, mutta se on yhä suhteellisen suuri ja voi kasvaa tulevaisuudessa covid-19-kriisin seurauksena. **Julkinen velka**, joka vuonna 2019 oli 45,6 prosenttia suhteessa BKT:hen, kasvoi 57,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, pääasiassa covid-19-kriisin aiheuttamasta lisäluotonotosta. Sen ennustetaan kääntyvän laskuun vuonna 2021.
- Covid-19-kriisistä huolimatta **työmarkkinoiden** tilanne parani edelleen. Työttömyysaste laski hieman vuonna 2020, mutta sen odotetaan nousevan hieman, 3,3 prosenttiin, vuonna 2021, kun hallituksen tukitoimenpiteet asteittain lakkautetaan. Kasvava työvoimapula on aiheuttanut nousupaineita **yksikkötyökustannuksiin**, jotka kasvoivat 6,3 prosenttia vuonna 2020. Työvoimapulan odotetaan helpottuvan, kun muuttovirrat palaavat ja patoutunut kysyntä asteittain vähenee. Palkansaajakorvausten kasvun ennustetaan kuitenkin olevan voimakasta, sillä tuottavuuden huomattavan nousun odotetaan hillitsevän yksikkötyökustannusten kasvua.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Puolan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka negatiiviseen ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä julkinen velka on

kasvanut ja asuntojen hintojen nousu kiihtynyt, mutta siihen liittyvät riskit näyttävät olevan hallinnassa. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.22. PORTUGALI

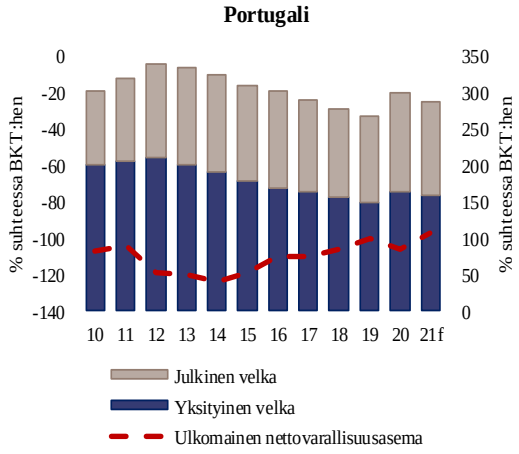
Komissio katsoi kesäkuussa 2021, että Portugalin makrotaloudessa on epätasapainoja, jotka liittyvät ulkomaisen nettovelan, yksityisen velan ja julkisen velan suureen määrään sekä järjestämättömien lainojen suureen jäljellä olevaan määrään tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on hidasta. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), yksityistä ja julkista velkaa, vientimarkkinaosuutta, asuntojen hintojen kasvua, yksikkötyökustannusten kasvua ja työvoimaosuutta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot. ([44])

Reaalisen BKT:n, joka supistui covid-19-kriisin seurauksena jyrkästi, 8,4 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 4,5 prosenttia vuonna 2021 ja 5,3 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan noin 5,7 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen kestävyys** on edelleen ongelma ulkomaisen nettovelan suuren määrän vuoksi tilanteessa, jossa vaihtotase on jonkin verran heikentynyt covid-19-kriisin aikana. Vaikka maa on hyvin alttiina rajat ylittävään matkailuun liittyville riskeille, negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema kuitenkin elpyi pandemiaa edeltäneelle tasolle vuoden 2021 puolivälissä. Sen odotetaan paranevan vähitellen ennustejaksolla. Vuosia jatkuneen maltillisen kasvun jälkeen nimelliset **yksikkötyökustannukset** nousivat voimakkaasti vuonna 2020 ja ylittivät ohjeellisen kynnysarvon, mutta niiden odotetaan jonkin verran supistuvan jatkossa.

Kuvio A22: Ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka ja julkinen velka



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Yksityissektorin velkaantuneisuuden** supistuminen keskeytyi covid-19-kriisin aikana vuonna 2020, pääasiassa talouden supistumisen vuoksi, joka kasvatti yksityisen velan osuutta 14 prosenttiyksikköä, lähes 164 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Tulevaisuudessa yksityisen velkaantumisen odotetaan palaavan lasku-uralle. Lainojen takaisinmaksun lykkäysten ansiosta järjestämättömien lainojen osuus supistui pandemian aikana edelleen, 4,9 prosenttiin vuonna 2020. Jatkossa on tärkeää seurata tiiviisti julkisten tukitoimien, kuten lainojen takaisinmaksun lykkäämisen ja takausjärjestelyjen, asteittaisen lopettamisen vaikutuksia. Lisäksi **pankkisektorin** vakavaraisuussuhde ja kannattavuus ovat alhaiset.

- **Julkinen velka** kasvoi 19 prosenttiyksikköä vuonna 2020, ennätykselliseen 135,2 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä johtui äkillisestä perusalijäämästä ja epäsuotuisasta lumipallovaikutuksesta covid-19-kriisin yhteydessä. Julkisen talouden velkasuhteen ennustetaan palaavan lasku-uralle vuonna 2021. Vaikka sekä velan profiiliin että sen koostumukseen liittyy lieventäviä tekijöitä, minkä lisäksi käteispuskuri on huomattava, julkisen talouden velkasuhteen odotetaan pysyvän pandemiaa edeltäneen tason yläpuolella muutaman vuoden ajan. Rahoitusalan ja julkisen sektorin negatiiviseen kierteeseen liittyviä riskejä on edelleen olemassa, ja pandemiaan liittyvät yrityssektorin kasvavat haavoittuvuudet voivat voimistaa niitä.

([44]) Syksyllä 2021 julkaistussa Portugalin ohjelman jälkeisessä valvontaraportissa käsitellään myös joitakin varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esiin tuotuja haavoittuvuustekijöitä.

- **Asuntojen reaalihintojen** nousu on ylittänyt ohjeellisen kynnysarvon viitenä vuonna peräkkäin vuoteen 2020 asti. Asuntojen hintakehityksessä on merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta. Asuntojen hintojen nousu kuitenkin hidastui vuonna 2021, mitä edistivät osaltaan rakennusmäärien kasvu ja kysynnän hiipuminen tietyillä markkinasegmenteillä.
- **Työvoimaosuus** pieneni vuonna 2020. Samaan aikaan työttömyysaste nousi hieman. Sekä työvoimaosuuden että työttömyysasteen odotetaan alkavan jälleen nousta tänä vuonna.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Portugalilla oli ulkoisen, yksityisen ja julkisen velan suuriin määriin liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu oli vähäistä. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet ovat kasvaneet entisestään. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

4.23. ROMANIA

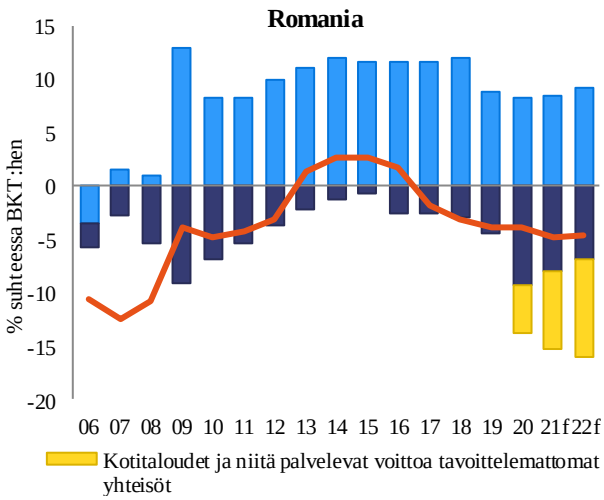
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Romanian makrotaloudessa oli epätasapainoja, erityisesti huomattavan suurena pysynyt vaihtotaseen alijäämä tilanteessa, jossa julkisen talouden alijäämä oli suuri, kun taas aiemmat ylikuumenemispaineet olivat väistymässä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, vaihtotasetta, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP) ja yksikkötyökustannusten kasvua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui covid-19-kriisin seurauksena 3,9 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan elpyvän vuonna 2021 ja kasvavan 7 prosenttia vuonna 2021 ja 5,1 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n odotetaan olevan 21,4 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisen kestävyyden** osalta vaihtotaseen alijäämän, joka oli 5 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ennustetaan kasvavan vuonna 2021 noin 6 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä johtuu hyvin negatiivisesta kauppataseesta. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman odotetaan pysyvän vakaana noin –48 prosentissa suhteessa BKT:hen vuosina 2021 ja 2022. Ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI) on hieman negatiivinen.

Kuvio A23: Velan koostumus



Lähde: Eurostat

- **Kilpailukykyyn** vaikutti kielteisesti myös nimellisten yksikkötyökustannusten merkittävä kasvu vuonna 2020, mikä johtui osittain tuotannon jyrkästä supistumisesta ja siitä seuranneesta tuottavuuden alenemisesta tilanteessa, jossa työvoima oli ylimitoitettu covid-19-kriisin aikana. Vuosina 2021 ja 2022 tuottavuuden kasvun merkittävän palautumisen odotetaan kuitenkin rajoittavan yksikkötyökustannusten kasvua, työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten suhteellisen voimakkaasta kasvusta huolimatta.
- **Asuntojen hinnat** nousivat hieman vuonna 2020, mutta kasvun ennustetaan kiihtyvän vuonna 2021.
- **Julkinen velka** on edelleen selvästi alle kynnysarvon, joka on 60 prosenttia suhteessa BKT:hen, mutta se kasvoi 12 prosenttiyksikköä vuonna 2020 covid-19-kriisitoimenpiteiden ja jatkuvien julkisen talouden alijäämien vuoksi. Julkisen velan suhteessa BKT:hen arvioidaan kasvavan 49,3 prosenttiin vuonna 2021, ja sen odotetaan kasvavan edelleen vuonna 2022.
- **Pankkisektorin** järjestämättömien lainojen osuus pysyi jokseenkin vakaana vuonna 2020 ja vuoden 2021 alussa, noin 4 prosentissa kaikista lainoista. Yksityisen sektorin velka on hyvin pieni.
- **Työttömyysaste** nousi 5 prosenttiin vuonna 2020. Sen ennustetaan pysyvän samalla tasolla vuonna 2021, mutta alkavan sen jälkeen supistua. Myös nuorisotyöttömyys lisääntyi vuonna 2020, ja sen ennustetaan lisääntyvän edelleen vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Romanialla oli haavoittuvuustekijöitä, jotka liittyivät vaihtotaseen alijäämän kasvuun, ulkoisen rahoitusaseman heikkenemiseen ja huomattavaan kustannuskilpailukyvyn menetyksiin. Covid-19-kriisin myötä julkinen velka on kasvanut, joskin alhaiselta tasolta. Komission kokonaisarvio on,

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

4.24. SLOVENIA

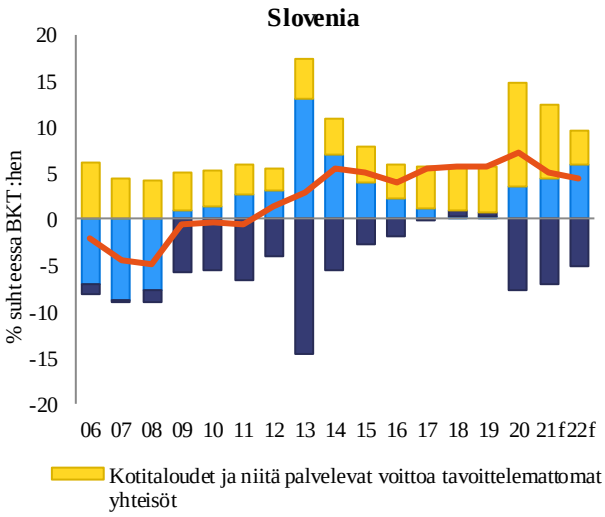
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Slovenialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, vaihtotaseen ylijäämän, yksikkötyökustannusten kasvun, julkisen talouden bruttovelan ja nuorisotyöttömyyden indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 4,2 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 6,4 prosenttia vuonna 2021 ja 4,2 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 11,1 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen suuri ylijäämä kasvoi edelleen** 6 prosentista 7,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä nosti kolmen vuoden keskiarvon yli ohjeellisen kynnysarvon. Vaihtotaseen ylijäämän ennustetaan supistuvan jonkin verran vuosina 2021 ja 2022. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on parantunut asteittain mutta tasaisesti vuodesta 2012 ja oli –15,2 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Sen odotetaan paranevan lähelle tasapainoa vuoteen 2022 mennessä. Slovenian vientimarkkinaosuus on kasvanut selvästi viime vuosina.

Kuvio A24: Nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain



Lähde: Ameco

- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** kasvoi vuonna 2020 vain hieman, 69,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen, ja jää näin ollen edelleen sekä perustekijöihin perustuvien että varovaisuuskynnysarvojen alapuolelle. Kasvu johtuu pääasiassa BKT:n supistumisesta, koska luottovirta oli negatiivinen vuonna 2020. **Asuntojen hinnat** nousivat 5,2 prosenttia, mikä on viimeaikaisten suuntausten mukaista.
- **Pankkisektori** on edelleen hyvin pääomitettu, sen kannattavuus heikkeni vain hieman ja järjestämättömien lainojen osuus pieneni edelleen vuonna 2020.
- **Julkinen velka**, joka vuonna 2019 oli 65,6 prosenttia suhteessa BKT:hen, kasvoi 79,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, pääasiassa covid-19-kriisin aiheuttamasta lisäluotonotosta ja vähäisemmässä määrin BKT:n jyrkästä supistumisesta vuonna 2020. Julkisen velan ennustetaan supistuvan vuosina 2021 ja 2022.
- **Työmarkkinoiden** olosuhteet ovat jossain määrin heikentyneet covid-19-kriisin johdosta. Työttömyysaste nousi vuonna 2020 hieman, 5 prosenttiin, kun se vuonna 2019 oli 4,5 prosenttia. Nuorisotyöttömyysaste, joka laski voimakkaasti aiempina vuosina, nousi erityisen jyrkästi, 8,1 prosentista 14,2 prosenttiin vuosina 2019 ja 2020. Vuoden 2021 tiedot viittaavat kuitenkin työmarkkinatilanteen paranemiseen ja työttömyysasteen laskuun. **Yksikkötyökustannusten kasvu** kiihtyi 7,4 prosenttia vuonna 2020 covid-19-kriisiin liittyvän työvoiman ylimitoituksen seurauksena. Elpymisen myötä parantuneen tuottavuuden ennustetaan johtavan yksikkötyökustannusten alenemiseen vuosina 2021 ja 2022.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Slovenian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, joskin suureen julkiseen velkaan liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä julkinen velka on lisääntynyt ja suuri

vaihtotaseen alijäämä kasvanut entisestään. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.25. SLOVAKIA

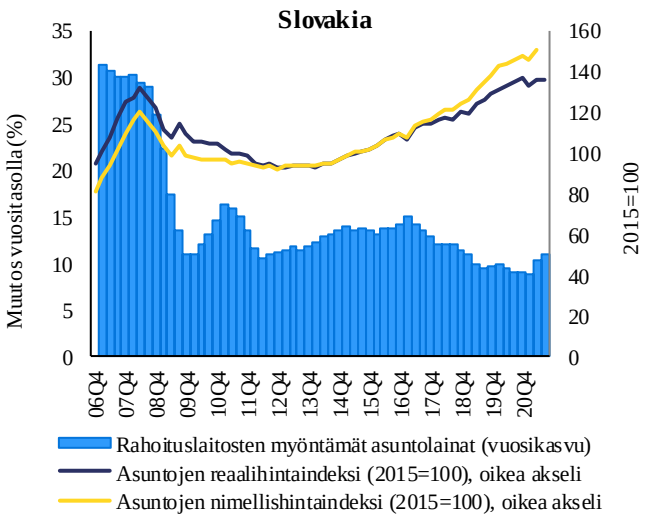
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Slovakialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa (NIIP), reaalista efektiivistä valuuttakurssia, yksikkötyökustannusten kasvua ja asuntojen hintojen nousua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 4,4 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 3,8 prosenttia vuonna 2021 ja 5,3 prosenttia vuonna 2021. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 13,6 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisia haavoittuvuustekijöitä** on edelleen. Ulkomainen nettovarallisuusasema oli –66 prosenttia suhteessa BKT:hen eli edelleen huomattavasti yli kynnysarvon vuonna 2020. Suurin osa siitä muodostuu aiemmista sijoitusvirroista johtuvista maksukyvyttömyysriskittömistä veloista, jotka voivat olla vakaampia ja siten vähemmän riskialttiita. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan paranevan vähitellen vuosina 2021 ja 2022 positiivisten nettoluotonantovirtojen seurauksena.

Kuvio A25: Asuntojen hinnat ja asuntolainojen kasvu



Lähde: Eurostat, EKP, komission yksiköt

- **Yksikkötyökustannusten kasvu** oli nopeaa ennen pandemiaa, ja vuonna 2020 se kiihtyi edelleen. Viimeaikainen kehitys johtuu kuitenkin pääasiassa työvoiman ylimitoituksesta covid-19-kriisin yhteydessä. Jatkossa yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan hidastuvan merkittävästi, kun työvoiman ylimitoituksen vaikutus tuottavuuteen kääntyy päinvastaiseksi, kun taas työntekijää kohden laskettujen palkansaajakorvausten voimakkaan kasvun odotetaan edelleen aiheuttavan yksikkötyökustannusten nousupaineita. YKHIin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi ylitti hieman kynnysarvon vuonna 2020, mutta vientimarkkinaosuuksiin ei ole kohdistunut kielteisiä vaikutuksia. Viennin voimakas keskittyminen muutamille aloille ja yhdentyminen globaaleihin arvoketjuihin ovat kuitenkin edelleen riskitekijöitä.
- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** ja erityisesti kotitalouksien asuntovelat ovat lisääntyneet useiden vuosien ajan, mutta kasvuvauhti on hidastunut. Kotitalouksien velka kasvoi noin 47 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Se on edelleen hieman alle varovaisuuskynnysarvon, mutta ylittää perustekijöihin perustuvan kynnysarvon.
- Asuntojen **reaalihintojen** kasvu kiihtyi 7,2 prosenttiin vuonna 2020, mikä voi osaltaan lisätä kotitalouksien velkaantumista. Asuntojen hintakehityksessä on merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta. Asuntojen hintojen nousun odotetaan hidastuvan vuonna 2021.
- Finanssipoliittisten tukitoimien seurauksena **julkinen velka** kasvoi 12 prosenttiyksikköä eli 59,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Sen odotetaan kasvavan hieman vuonna 2021, mutta palaavan sen jälkeen noin 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen vahvan kasvun, alhaisten korkojen ja supistuvien julkisen talouden perusalijäämien tukemana.

- **Pankkisektori** on terve ja pääomapuskurit vahvoja. Järjestämättömien lainojen osuus supistui edelleen vuonna 2020 ja on nyt alle EU:n keskiarvon, mutta se saattaa kasvaa kun kriisitoimenpiteet lopetetaan. Asuntomarkkinoiden altistuminen pankkien taseille on lisääntynyt.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Slovakian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka ulkoiseen kestävyyteen, kotimaisiin hintapaineisiin ja riippuvuuteen autoteollisuudesta liittyi jonkin verran riskejä. Covid-19-kriisin myötä jotkut riskit ovat kasvaneet. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.26. SUOMI

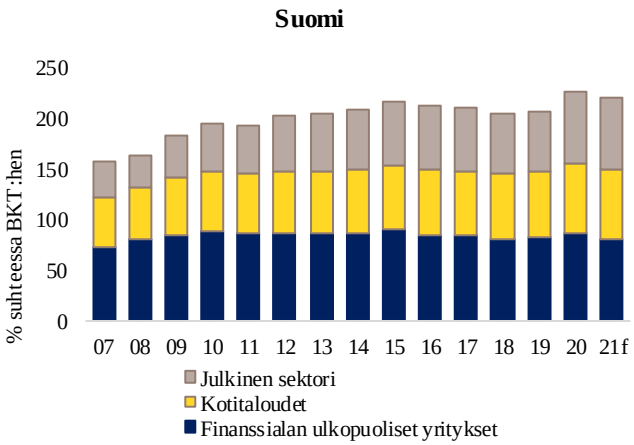
Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Suomella ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, yksityisen sektorin velkaa ja julkista bruttovelkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 2,9 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 3,4 prosenttia vuonna 2021 ja 2,8 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 8,7 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisella puolella** vaihtotase kääntyi ylijäämäiseksi ja kauppataseen ylijäämä kasvoi hieman vuonna 2020, kun vientimarkkinaosuus kasvoi. Vaihtotaseen odotetaan olevan jatkossa hieman ylijäämäinen. Ulkomainen nettovarallisuusasema supistui –5,3 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Yksikkötyökustannukset nousivat hieman kriisin aiheuttaman tuottavuuden heikkenemisen vuoksi.

Kuvio A26: Velan koostumus sektoreittain



Lähde: Eurostat ja komission yksiköt

- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** lisääntyi edelleen, ja yksityinen velka kasvoi suhteessa BKT:hen, osittain BKT:n supistumisen vuoksi. Tämän suuntauksen ennustetaan osittain kääntyvän vuonna 2021 talouden elpymisen vakiintuessa. Suotuisien luottoehtojen, kuten matalien korkojen, ja asuntorakentamisen nopean lisääntymisen odotetaan kuitenkin tukevan yksityisen velan kasvua suhteessa BKT:hen, vaikka covid-19-taantuman vaikutus heikkenisi.
- **Julkinen velka**, joka vuonna 2019 oli 59,5 prosenttia suhteessa BKT:hen, kasvoi 69,5 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä johtui hallituksen kriisin vuoksi toteuttamista finanssipoliittisista toimenpiteistä ja vähemmässä määrin BKT:n supistumisesta vuonna 2020. Sen ennustetaan vakiintuvan 71 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuodesta 2021 alkaen.
- **Pankkisektori** on edelleen hyvin pääomitettu. Järjestämättömien lainojen osuus on pieni. Se on pysynyt suurin piirtein muuttumattomana, eikä sen odoteta kasvavan merkittävästi. Covid-19-kriisillä ei ole ollut näkyvää vaikutusta velanhoitoon eikä konkurssien määrään. Rahoitusvakauteen kohdistuvat riskit ovat edelleen rajallisia huolimatta merkittävästä altistumisesta erityisesti muiden Pohjoismaiden riskeille.
- **Työmarkkinoiden** tilanne heikkeni hieman kriisin aikana, mutta sitä lievittivät hallituksen tukitoimenpiteet, joiden avulla työttömyysasteen kasvu rajattiin 1,1 prosenttiyksikköön, niin että se oli 7,8 prosenttia vuonna 2020. Työttömyysasteen ennustetaan alkavan laskea vähitellen vuodesta 2021 alkaen talouden elpyessä, mutta sen ei odoteta laskevan pandemiaa edeltäneelle tasolle ennen vuotta 2023.

Kun covid-19 kriisi alkoi, Suomen makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka yksityisen sektorin velkaan liittyi haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä yksityisen sektorin velkasuhde on kasvanut, mutta riskit ovat edelleen vähäisiä. Komission kokonaisarvio on, että tässä vaiheessa ei ole tarpeellista ryhtyä perusteelliseen jatkotarkasteluun makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

4.27. RUOTSI

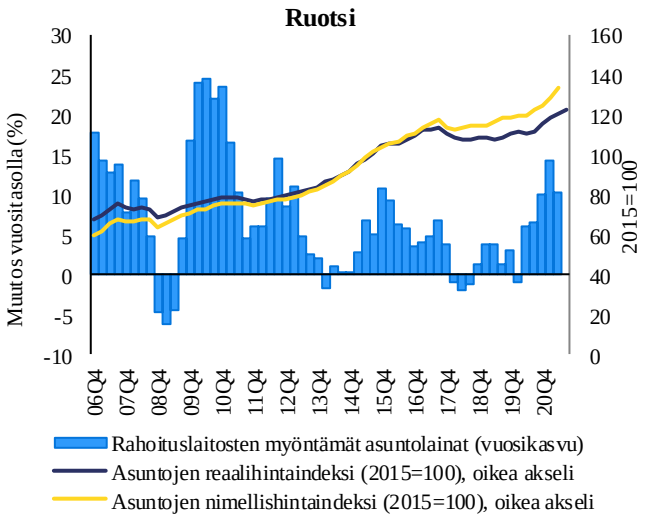
Komissio päätteli kesäkuussa 2021, että Ruotsilla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti asuntojen hintojen yliarvostukseen yhdistettynä kotitalouksien velan suureen määrään ja sen jatkuvaan kasvuun. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2020 asti, yksityistä velkaa ja nuorisotyöttömyyttä koskevat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n, joka supistui 2,8 prosenttia vuonna 2020, ennustetaan kasvavan 3,9 prosenttia vuonna 2021 ja 3,5 prosenttia vuonna 2022. Nimellisen BKT:n ennustetaan olevan 9,9 prosenttia suurempi vuonna 2022 kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen ylijäämä** kasvoi 5,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema supistui hieman, lähes 16 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Vaihtotaseen ylijäämän odotetaan pysyvän noin 5 prosentissa suhteessa BKT:hen vuosina 2021 ja 2022. Vientimarkkinaosuudet kasvoivat edelleen vuonna 2020. Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui 3 prosenttia vuonna 2020, kolmen vuoden heikkenemisen jälkeen.

Kuvio A27: Asuntojen hinnat ja asuntolainojen kasvu



Lähde: Eurostat, EKP, komission yksiköt

- **Yksityisen sektorin velka** kasvoi vuonna 2020 uuteen ennätykseen, noin 216 prosenttiin suhteessa BKT:hen, ja sen kasvusuuntaus jatkuu. Sekä kotitalouksien että yritysten velka ylittää paitsi varovaisuuskynnysarvon myös perustekijöihin perustuvan kynnysarvon. Vuonna 2021 yksityisen velan odotetaan tasaantuvan korkealle tasolle, kun taas nettorahoitusvarojen odotetaan muuttuvan negatiivisemmiksi. **Kotitalouksien velka** kasvoi noin 95 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Asuntolainat kotitalouksille lisääntyivät edelleen vuoden 2021 alkupuoliskolla. **Asuntojen hinnat** nousivat vuonna 2020 ja erityisen voimakkaasti vuoden 2021 jälkipuoliskolla. Asuntojen hinnat ovat kaiken kaikkiaan hyvin korkeita, ja markkinoilla on merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta.
- **Julkisen talouden velkataso** on edelleen alhainen huolimatta merkittävistä tukitoimenpiteistä pandemian aikana. Vuonna 2020 julkinen velka kasvoi 39,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Vuonna 2021 sen odotetaan alkavan supistua.
- **Pankkisektori** on edelleen terve. Ydinvakavaraisuusaste (CET1) ja järjestämättömien lainojen määrä paranivat pandemian aikana jo ennestäänkin hyvistä lukemista. Finanssivalvontaviranomainen kumosi osittain makrovakaustoimenpiteiden höllentämisen vuonna 2021 ja palautti lyhennysvaatimuksen 1. syyskuuta 2021 alkaen. Yleensä ottaen terveestä rahoitusasemasta huolimatta ruotsalaisten pankkien velkaantuneisuusaste on EU:n korkeimpia.
- Tukitoimenpiteistä huolimatta **työttömyys** nousi 8,3 prosenttiin vuonna 2020. Nuorisotyöttömyys hyppäsi noin 24 prosenttiin vuonna 2020. Työttömyysasteen ennustetaan alkavan laskea vuodesta 2021 alkaen.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Ruotsilla oli haavoittuvuustekijöitä, jotka liittyivät asuntojen hintojen yliarvostukseen sekä kotitalouksien suureen ja jatkuvasti kasvavaan velkaan. Covid-19-kriisin myötä yksityinen velkasuhde on kasvanut ja asuntojen hinnat ja työttömyysaste nousseet. Komission kokonaisarvio on, myös ottaen huomioon kesäkuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

LIITE 1: TULOSTAULUN PÄÄINDIKAATTOREITA KOSKEVAT ENNUSTEET JA PIKAESTIMAATIT

Jotta tulostaulussa olisi enemmän tulevaisuuteen suuntautuvia elementtejä, varoitusmekanismia koskevaa kertomusta varten tehty analyysi perustuu mahdollisuuksien mukaan myös vuotta 2021 ja sen jälkeisiä vuosia koskeviin ennusteisiin ja kehitysarvioihin ja kuluvaa vuotta koskeviin pikaestimaatteihin (nowcasts). Luvut perustuvat aina kun mahdollista komission syksyn 2021 talousennusteeseen. Muussa tapauksessa luvut perustuvat enimmäkseen sijaisindikaattoreiden pohjalta laadittuihin pikaestimaatteihin, joita komission yksiköt ovat laatineet tätä kertomusta varten.

Jäljempänä olevassa taulukossa esitetään yhteenveto ennusteissa käytetyistä oletuksista ja tulostaulun pääindikaattoreiden pikaestimaattiluvuista. Joidenkin suhdelukujen nimittäjinä käytetyt BKT-luvut perustuvat komission syksyn 2021 talousennusteeseen.

Monivuotisten muutosten (esim. vientimarkkinaosuuksien viiden vuoden muutoksen) tapauksessa vain vuodet 2021 ja 2022 perustuvat ennusteisiin, kun taas vuotta 2020 tai sitä edeltäviä vuosia koskevissa komponenteissa käytetään makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun perustana olevia Eurostatin tietoja.

Taulukko 1: **Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun pääindikaattoreita koskeviin ennusteisiin ja pikaestimaatteihin sovellettavat menetelmät**

Indikaattori	Menetelmä	Datan lähteet
Vaihtotase,% suhteessa BKT:hen (3 vuoden keskiarvo)	Komission syksyn 2021 talousennusteen mukaiset vaihtotaseen arvot (maksutasekäsite)	AMECO-tietokanta
Ulkomainen nettovarallisuusasema (% suhteessa BKT:hen)	Komission syksyn 2021 talousennusteen mukaisesta koko kansantalouden nettoluotonannosta/-otosta saadaan ulkomaisen nettovarallisuusaseman muutos, joka kuvaa transaktioita vuosina 2021–2023, vuonna 2024 ja vuonna 2025. IMF:n World Economic Outlook -ennustetta käytetään olettaen, että pääomatase pysyy muuttumattomana. Muut vaikutukset (esim. arvostusmuutokset) otetaan huomioon vuoden 2021 toiseen neljännekseen asti, minkä jälkeen niistä ei ole tehty oletuksia.	AMECO-tietokanta, Eurostat
Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi – 42 kauppakumppania, YKHI-deflaattori (3 vuoden %-muutos)	Arvot komission syksyn 2021 talousennusteesta AMECO-tietokanta	AMECO-tietokanta
Vientimarkkinaosuus – % maailman viennistä (5 vuoden %-muutos)	Luvut perustuvat komission syksyn 2021 talousennusteeseen seuraavasti: i) EU:n jäsenvaltioiden osalta komission ennusteeseen tavaroiden ja palvelujen nimellisviennistä (kansantalouden tilinpidon käsite) ja ii) muun maailman osalta komission ennusteeseen tavara- ja palveluviennin määrästä. Luvut on muunnettu nimellisiksi käyttämällä komission Yhdysvaltojen tuonnin deflaattoria ja ennusteita euron ja Yhdysvaltain dollarin vaihtokurssista.	AMECO-tietokanta
Nimellisten yksikkötyökustannusten indeksi, 2010 = 100	Arvot komission syksyn 2021 talousennusteesta AMECO-tietokanta	AMECO-tietokanta

(3 vuoden %-muutos)		
Asuntohintaindeksi (2015 = 100), deflatoitu (1 vuoden %-muutos)	Vuoden 2021 ennuste sisältää vuoden 2021 ensimmäisen ja toisen neljänneksen tiedot, jos ne ovat saatavilla. Vuoden 2021 kolmannen ja neljänneksen osalta oletetaan, että asuntojen hintojen nousu seuraa ennustettua kasvuvauhtia, joka perustuu talouspoliittisen komitean LIME -työryhmässä jäsenvaltioille jaetulla asuntojen arvonmääritysmallilla saatuun suhteeseen lyhyellä aikavälillä.	Eurostat, komissio.
Luotot yksityiselle sektorille, sulautettu (% suhteessa BKT:hen)	Vuoden 2021 luku kuvaa luotonantoa vuoden 2020 viimeiseltä neljännekseltä vuoden 2021 kolmanteen neljännekseen. Kolmen ensimmäisen neljänneksen osalta on käytetty EKP:n neljännesvuosittaisten sektoritilien (QSA) sulautettua dataa ja vuoden 2021 kolmannen neljänneksen osalta arvioita joistakin luotonannon komponenteista. Jälkimmäisessä käytetään vuoden 2021 kolmannen neljänneksen osalta EKP:n tasetilastojen (BSI) mukaista rahalaitosten luotonantoa yksityiselle sektorille kuvaamaan pankkilainakomponenttia ja EKP:n arvopapereiden liikkeeseenlaskutilastojen (SEC) mukaista nimellisarvoista velkapaperien liikkeeseenlaskua kuvaamaan joukkolainojen liikkeeseenlaskua.	EKP (QSA, BSI, SEC)
Yksityisen sektorin velka, sulautettu (% suhteessa BKT:hen)	Vuoden 2021 luku kuvaa yksityisen sektorin velkaa vuoden 2021 viimeisen neljänneksen lopussa. Siinä käytetään EKP:n neljännesvuosittaisten sektoritilien sulautettua dataa vuoden 2021 toiselta neljännekseltä. Luku on projisoitu vuoden 2021 kolmannelle neljännekselle käyttäen pankkilainoja koskevia lukuja (EKP:n tasetilastojen (BSI) perusteella) ja joukkolainoja koskevaa dataa (EKP:n arvopapereiden liikkeeseenlaskutilastojen (SEC) perusteella) ja oletetaan, että vuoden 2021 viimeisen neljänneksen luotonanto on sama kuin vuoden 2021 viimeisen neljänneksen (ks. edellä).	EKP (QSA, BSI, SEC)
Julkisen talouden bruttovelka (% suhteessa BKT:hen)	Arvot komission syksyn 2021 talousennusteesta AMECO-tietokanta	AMECO-tietokanta
Työttömyysaste (3 vuoden keskiarvo)	Arvot komission syksyn 2021 talousennusteesta AMECO-tietokanta	AMECO-tietokanta
Rahoitussektorin velat yhteensä, sulauttamaton (1 vuoden %-muutos)	Vuoden 2021 luku kuvaa EKP:n rahalaitosten velkojen kasvua 12 kuukauden ajalta syyskuuhun 2021 asti.	EKP (BSI)
Työvoimaosuus – % koko 15–64-vuotiaasta väestöstä (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	Vuosien 2021 ja 2022 muutosluvut perustuvat komission syksyn 2021 talousennusteeseen, joka koskee koko työvoiman (kaikki ikäryhmät) muutosta. Luvuista on vähennetty komission syksyn talousennusteeseen sisältyvä väestönmuutos (15–64-vuotiaat).	AMECO-tietokanta
Pitkäaikaistyöttömyys – % koko 15–74-vuotiaasta väestöstä (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	Vuoden 2021 pikaestimaatti perustuu tuoreimpaan dataan (vuoden 2021 ensimmäinen ja toinen neljännes, olettaen, että osuus pysyy vuoden loppuun vakiona).	Eurostat (työvoimatutkimus)
Nuorisotyöttömyys – % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	Vuoden 2021 pikaestimaatti perustuu tuoreimpaan dataan (tammi–syyskuu 2021, olettaen, että osuus pysyy vuoden loppuun vakiona).	Eurostat (työvoimatutkimus)

LIITE 2: MAKROTALOUDEN EPÄTASAPAINOA KOSKEVAN MENETTELYN TULOSTAULU

Taulukko 1: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulu 2020

	Ulkoiset epätasapainot ja kilpailukyky					Sisäiset epätasapainot						Työllisyysindikaattorit[1]		
Vuosi 2020	**Vaihtotase - % suhteessa BKT:hen** (3 vuoden keskiarvo)	**Ulkomainen nettovaral-lisuusasema** (% suhteessa BKT:hen)	**Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi – 42 kauppakump-pania, YKHI-deflaattori** (3 vuoden %-muutos)	**Vienti-markkina-osuus - % maailman viennistä** (5 vuoden %-muutos)	**Nimellisten yksikkötyö-kustannus-ten indeksi (2010=100)** (3 vuoden %-muutos)	**Asuntojen reaalihinta-indeksi (2015=100)** (1 vuoden %-muutos)	**Luotot yksityiselle sektorille, sulautettu** (% suhteessa BKT:hen)	**Yksityisen sektorin velka, sulautettu** (% suhteessa BKT:hen)	**Julkisen talouden brutto-velka** (% suhteessa BKT:hen)	**Työttömyys-aste** (3 vuoden keskiarvo)	**Rahoitus-sektorin velat yhteensä, sulauttamaton** (1 vuoden %-muutos)	**Työvoimaosuus – % koko 15–64-vuotiaasta väestöstä** (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	**Pitkäaikais-työttömyys – % koko 15–74-vuotiaasta väestöstä** (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	**Nuorisotyöttömyys – % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä** (3 vuoden muutos, %-yksikköä)
Kynnysarvot	-4%/+6%	-35%	±5% (euroalue) ±11% (ei-euroalue)	-6%	9% (euroalue) 12% (ei-	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.1	44.4	2.5	10.9	7.5p	3.6	1.1p	192.0p	112.8	5.7	8.8	0.6b	-1.2	-4.0
BG	0.8	-26.3	7.1	16.0	20.4	5.2p	4.2	94.3	24.7	4.8	11.1	0.9	-1.1	1.3
CZ	1.5	-12.5	5.6	10.1	19.2	5,5	2.4	81.9	37.7	2.3	3.4	0.5	-0.4	0.1
DK	8.1	68.8	0.9	11.5	6.2	4,6	4.8	220.9	42.1	5.2	5.7	1.1b	-0.3	-0.8
DE	7.4	61.7	2.4	1.3	11.1p	7,1	6.0p	120.1p	68.7	3.4bp	11.3	1.1bp	-0.5bp	0.6bp
EE	1.0	-21.5	5.3	17.6	17.1	6,9	3.6	104.4	19.0	5.5	17.5	0.5	-0.7	5.8
IE	-5.8	-174.0	-1.2	50.0	-6.3	-0,2	-1.8	188.9	58.4	5.5	7.2	-0.8	-1.7	0.9
EL	-3.7	-175.0	0.4	-10.1	6.4p	5.5e	5.4p	125.3p	206.3	17.6	27.4	-0.9	-4.7	-8.6
ES	1.6	-85.5	1.1	-6.8	11.0p	2,2	4.4p	146.4p	120.0	15.0	9.5	-1.7	-2.7	-0.3
FR	-1.0	-30.2	2.7	-6.9	4.6p	4,4	13.0p	173.7p	115.0	8.5	11.6p	-0.5	-1.3	-1.9
HR	1.6	-47.8	0.5	0.1	13.7p	7,3	1.3p	98.0p	87.3	7.5	7.3	0.7	-2.5	-6.3
IT	3.2	2.4	0.6	-2.8	5.5	2,2	4.1	118.9	155.6	9.9	6.8	-1.3	-1.8	-5.3
CY	-6.6	-136.7	0.1	28.5	5.8p	0.7p	-2.6p	260.5p	115.3	7.7	-2.5	1.9	-2.4	-6.5
LV	0.7	-34.7	5.9	18.2	18.4	2,7	-1.8	66.5	43.2	7.3	10.8	1.2	-1.1	-2.1
LT	3.7	-15.8	6.9	39.3	18.3	6,4	0.3	54.7	46.6	7.0	28.5	2.6	-0.2	6.3
LU	4.5	39.9	1.5	20.6	11.1	13,8	44.5	316.8	24.8	6.0	-3.6	2.0	-0.4	7.8
HU	-0.7	-48.1	-4.9	8.2	13.2p	1.9p	7.7p	76.4p	80.1	3.8	55.3	1.6	-0.6	2.1
MT	3.0	60.3	2.1	13.2	19.7	2.2p	9.0	139.1	53.4	3.9	1.9	4.9	-0.9	0.3
NL	9.1	113.9	3.8	7.4	14.0p	6.0p	-1.3p	233.7p	54.3	3.7	3.3p	1.2	-1.0	0.2
AT	1.6	9.3	3.2	5.2	12.2	6,2	4.7	131.2	83.2	4.9	10.6	0.2	-0.5	0.7
PL	0.7	-44.5	1.1	36.9	12.3p	7.1p	1.5	75.9	57.4	3.5	11.7	1.4	-0.9	-4.0
PT	0.0	-106.4	0.0	-0.9	16.2p	7,7	4.4p	163.7p	135.2	6.8	7.2	-0.4	-2.2	-1.3
RO	-4.9	-48.3	3.4	20.6	26.1p	2,3	1.3p	48.5p	47.4	4.4	13.4	1.9	-0.5	-1.0
SI	6.4	-15.2	1.9	20.2	14.9	5,2	-0.9	69.7	79.8	4.9	14.0	0.4	-1.2	3.0
SK	-1.8	-65.7	5.3	8.1	16.4	7,2	3.7	95.3	59.7	6.3	9.9	0.3	-1.9	0.4
FI	-0.4	-5.3	2.3	12.3	6.1	1,3	6.5	155.2	69.5	7.3	7.7	1.6	-0.9	1.3
SE	4.6	16.4	-4.8	4.5	9.4	3,0	11.6	215.7	39.7	7.2b	11.2	0.0	-0.1	6.0

Korostetut luvut ovat kynnysarvon mukaisia tai sen ylittäviä. Merkinnät: b: Katkos aikasarjassa. p: Alustava. e: Arvioitu.

1) Työllisyysindikaattoreista, ks. vuoden 2016 varoitusmekanismia koskevan kertomuksen s. 2. 2) Asuntojen hintaindeksi e = Kreikan osalta kansallisen keskuspankin arvio. 3) Työvoimatutkimuksen indikaattorit, b = Saksan uuden integroitujen kotitaloustutkimusten järjestelmän (johon työvoimatutkimuskin kuuluu) käyttöönottoon liittyvien teknisten ongelmien vuoksi Saksaa koskevat luvut vuodelta 2020 eivät ole suoria estimaatteja työvoimatutkimuksen mikrodatasta vaan perustuvat laajempaan otokseen, joka sisältää lisädataa muista integroiduista kotitaloustutkimuksista.

Lähde: Euroopan komissio, Eurostat ja talouden ja rahoituksen pääosasto (reaalisen efektiivisen valuuttakurssin osalta) ja Kansainvälisen valuuttarahaston data, WEO (maailman tavara- ja palveluviennin osalta)

Taulukko 2: Lisäindikaattorit, 2020

Vuosi 2020	**Reaalinen BKT** (1 vuoden %-muutos)	**Kiinteän pääoman bruttomuodostus** (% suhteessa BKT:hen)	**T&K:n kansalliset bruttomenot** (% suhteessa BKT:hen)	**Vaihto- ja pääomatase (nettoluotonanto/otto)** (% suhteessa BKT:hen)	**NENDI**(% suhteessa BKT:hen)	**Ulkomaiset suorat sijoitukset tilastoivaan talouteen - virtatiedot** (% suhteessa BKT:hen)	**Ulkomaiset suorat sijoitukset tilastoivaan talouteen - kantatiedot** (% suhteessa BKT:hen)	**Energiatuotekaupan nettotase** (% suhteessa BKT:hen)	**Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi - euroalueen kauppakumppanit**	**Vientitulos verrattuna kehittyneisiin talouksiin** (5 vuoden %-muutos)	**Vaihtosuhde** (5 vuoden %-muutos)	**Viennin markkinaosuus volyyminä** (1 vuoden %-muutos)	**Työn tuottavuus** (1 vuoden %-muutos)	**Koti- ja ulkomaisten yksiköiden bruttomääräiset järjestämättömät lainat**	**Yksikkötyökustannukset suhteessa euroalueeseen** (10 vuoden %-muutos)	**Asuntojen hintaindeksi (2015=100) - nimellinen** (3 vuoden %-muutos)	**Asuinrakentaminen** (suhteessa BKT:hen)	**Kotitalouksien velka, konsolidoitu** (ml. KPVTY, % suhteessa BKT:hen)	**Konsolidoitu pankkisektorin velkaantumisaste, koti- ja ulkomaiset yksiköt** (kokonaisvarat/kokonaispääoma)
BE	-5.7p	23.9p	na	0.8	37.8	-3.6	174.8	-1.7p	0.4	11.4	0.8p	2.4p	-5.6p	2.1p	0.5	11.5	6.2p	66.4	14.2p
BG	-4.4	19.2	0.9p	1.3	47.1	3.9	84.8	-2.1	3.0	16.6	12.7	-4.2	-2.1	5.9p	39.2	18.2p	2.9	24.7	7.9p
CZ	-5.8	26.2	2.0p	4.8	36.9	2.5	81.5	-1.5	3.7	10.6	2.2	1.0	-4.2	1.9p	10.9	28.6	4.8	34.0	12.1p
DK	-2.1	22.4	3.0p	8.1	30.0	0.4	58.4	-0.4	-2.0	12.0	1.2	0.9	-1.4	1.9p	-8.1	12.3	5.5	111.7	17.4p
DE	-4.6p	21.9p	3.1p	6.8	53.2	2.9	49.8	-1.3p	0.1	1.8	2.9p	-1.4p	-3.8p	1.2p	11.2	21.6	7.0p	57.7	14.4p
EE	-3.0	30.7	1.8p	1.9	42.3	11.4	113.5	-0.5	1.3	18.1	1.4	2.9	-0.3	1.6p	23.4	20.2	5.5	41.8	8.8p
IE	5.9	39.7	1.2p	-6.8	-292.9	8.2	428.5	-0.7	-2.5	50.7	-3.0	17.4	7.5	3.4p	-35.4	13.2	2.1	35.9	8.8p
EL	-9.0p	11.7p	1.5p	-5.0	-155.2	1.8	23.4	-1.8p	-3.2	-9.7	-3.1p	-13.6p	-7.9p	26.4p	-13.7	14.0e	1.1p	59.5	13.8p
ES	-10.8p	20.3p	1.4p	1.2	-52.8	2.6	78.9	-1.3p	-1.2	-6.4	0.9p	-12.2p	-7.0p	2.8p	-11.2	14.8	6.0p	62.5	15.8p
FR	-7.9p	23.0p	2.4p	-1.8	-41.9	0.4	50.3	-1.1p	0.6	-6.4	0.0p	-7.9p	-7.0p	2.2p	-3.6	11.9	6.1p	68.7p	16.2p
HR	-8.1p	22.3p	1.3p	2.1	-0.3	2.1	65.3	-2.0p	-2.0	0.6	1.5p	-14.8p	-7.0p	5.3p	-11.9	24.5	na	38.3	7.6p
IT	-8.9	17.8	1.5p	3.7	1.4	-1.1	30.8	-1.3	-1.9	-2.4	5.9	-6.1	-7.0	4.5p	-7.5	1.2	4.1	45.1	13.9p
CY	-5.2p	20.0p	na	-10.0	-170.4	-0.6	1886.4	-3.3p	-3.0	29.1	-0.8p	2.8p	-4.7p	11.0p	-15.0	5.3p	7.6p	91.0	13.6p
LV	-3.6	24.5	0.7p	4.7	14.5	2.8	60.0	-1.6	1.5	18.8	9.3	5.7	-1.3	4.6p	27.8	23.5	3.0	20.9	10.0p
LT	-0.1	21.1	1.2p	9.1	15.2	8.0	56.2	-2.4	2.1	39.9	2.8	8.3	1.5	2.2p	26.5	23.0	3.2	24.6	15.5p
LU	-1.8	16.8	na	4.0	-4095.3	-214.4	6136.5	-2.0	0.0	21.2	-0.5	9.2	-3.6	0.7p	6.6	35.0	3.7	69.2	14.3p
HU	-4.7p	26.8p	1.6	0.5	-2.4	111.5	327.3	-2.2p	-6.5	8.7	1.4p	2.0p	-3.7p	3.6p	14.4	40.4p	4.1p	20.9	10.8p
MT	-8.3	21.7p	0.7	-2.3	270.2	29.4	1602.5	-5.5	0.7	13.7	2.4	1.6	-10.7	3.6p	20.7	16.1p	3.9p	54.0	10.7p
NL	-3.8p	21.3p	na	6.9	9.2	-16.7	567.0	-0.5p	2.0	7.9	1.8p	3.1p	-3.3p	1.9p	3.0	26.4p	5.3p	103.0p	16.7p
AT	-6.7	25.2	3.2p	1.8	-5.6	-4.1	57.4	-1.4	1.4	5.7	-0.2	-2.9	-5.2	2.0p	5.5	19.3	5.1	53.2	11.9p
PL	-2.5	16.6	1.4p	5.2	-6.2	2.9	48.5	-1.6	-1.0	37.6	3.5	8.0	-2.4p	6.0p	4.9	28.0p	2.0	34.8	10.5p
PT	-8.4p	19.1p	1.6p	0.0	-47.0	2.0	87.2	-1.7p	-1.9	-0.4	2.2p	-10.7p	-6.7p	4.9p	-1.0	31.1	3.4p	69.5	11.4p
RO	-3.9p	24.6p	0.5p	-3.1	-7.2	1.4	46.4	-1.2p	1.0	21.2	5.4p	-1.8p	-2.2p	3.9p	23.5	14.3	2.6p	16.2	9.1p
SI	-4.2	18.9	2.2p	6.9	2.0	0.9	42.9	-2.0	-0.2	20.8	1.4	-0.8	-3.7	3.0p	-0.5	21.4	2.3	27.8	9.3p
SK	-4.4	19.6	0.9	1.3	-14.8	-0.2	70.4	-2.1	3.8	8.6	-2.2	0.6	-2.5	2.5p	10.1	28.4	3.9	47.2	9.7p
FI	-2.9	24.2	2.9	0.9	4.9	-0.8	50.3	-0.9	-1.0	12.8	0.1	1.1	-0.8	1.5p	-5.5	3.9	7.1	69.6	16.0p
SE	-2.8	24.8	3.5p	5.7	-4.5	5.3	92.4	-0.8	-7.4	5.0	-0.8	3.3	-1.5	1.0p	7.4	5.8	5.0	94.7	17.6p

Merkinnät: e: Arvioitu. p: Alustava.

1) T&K-toiminnan kotimaisia bruttomenoja koskevan datan virallinen toimitusaika vuodelta 2020 on 31. lokakuuta 2021, mutta data on poimittu 22. lokakuuta 2021. 2) Asuntojen hintaindeksi e = Kreikan osalta kansallisen keskuspankin arvio.

Lähde: Euroopan komissio, Eurostat ja talouden ja rahoituksen pääosasto (real Effective Exchange Rate), Euroopan keskuspankki (konsolidoitu pankkiviivutus ja järjestämättömien lainojen bruttomäärä, kotimaiset ja ulkomaiset yhteisöt) ja Kansainvälisen valuuttarahaston tiedot, WEO (maailman tavara- ja palveluviennin osalta)

Taulukko 2 (jatkoa): Lisäindikaattorit, 2020

V. 2020	Työllisyys (1 vuoden %-muutos)	Työvoima-osuus – % koko 15–64-vuotiaasta väestöstä (%)	Pitkäaikais-työttömyys – % koko 15–74-vuotiaasta väestöstä (%)	Nuoriso-työttömyys – % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä (%)	Työelämän ja koulutuksen ulkopuolella olevat nuoret - % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä		Köyhyys- ja syrjäytymisriskiaste - % koko väestöstä		Köyhyysriskin alaisena sosiaalisten tulonsiirtojen jälkeen olevat henkilöt - % kokonaisväestöstä		Ihmiset, joilla on vakava aineellinen puute - % kokonaisväestöstä		Hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa asuvat - % 0-59-vuotiaista	
					%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.
BE	0.0p	68.6	2.3	15.3	9.2	-0.1b	18.9b	-1.7b	14.1b	-1.8b	3.9b	-1.3b	11.9b	-2.0b
BG	-2.3	72.2	2.3	14.2	14.4	-0.9	32.1	-6.8	23.8	0.4	19.4	-10.6	8.5	-2.6
CZ	-1.7	76.4	0.6	8.0	6.6	0.3	11.9	-0.3	9.5	0.4	2.4	-1.3	4.4	-1.1
DK	-0.7	79.0	0.9	11.6	7.4	-0.2b	15.9b	-1.3b	12.1b	-0.3b	2.4	-0.7	9.1	-0.9
DE	-0.8p	79.3bp	1.1bp	7.4bp	7.3bp	1.0bp	24.0b	5.0b	18.5b	2.4b	6.6bu	3.2bu	9.5b	0.8b
EE	-2.7	79.3	1.2	17.9	8.9	-0.5	23.3	-0.1	20.7	-0.3	2.8	-1.3	4.7	-1.1
IE	-1.5	71.9	1.3	15.3	12.0	1.1b	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-1.2p	67.4	10.9	35.0	13.2	-2.1	28.9	-5.9	17.7	-2.5	16.5	-4.6	12.8	-2.8
ES	-4.1p	72.2	5.0	38.3	13.9	0.6	26.4	-0.2	21.0	-0.6	7.0	1.9	9.9	-2.9
FR	-0.9p	71.0	2.9	20.2	11.4	0.0	18.2p	1.2p	13.8p	0.6p	4.8p	0.7p	8.8p	0.7p
HR	-1.2p	67.1	2.1	21.1	12.2	-3.2	23.2	-3.2	18.3	-1.7	6.9	-3.4	8.6	-3.6
IT	-2.1	64.1	4.7	29.4	19.0	-1.1	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	-0.6p	75.8	2.1	18.2	14.4	-1.7	21.3	-3.9	14.3	-1.4	8.3	-3.2	5.6	-3.8
LV	-2.3	78.2	2.2	14.9	7.1	-3.2	na	na	na	na	na	na	na	na
LT	-1.6	78.5	2.5	19.6	10.8	1.7	24.8	-4.8	20.9	-2.0	7.7	-4.7	7.3	-2.4
LU	1.9	72.2	1.7	23.2	6.6	0.7	20.9b	1.5b	17.4b	1.0b	1.7b	0.5b	7.9b	1.0b
HU	-1.0	72.8	1.1	12.8	11.7	0.7	17.8	-7.8	12.3	-1.1	8.0	-6.5	5.0	-1.6
MT	2.7	77.1	1.1	10.9	9.3	0.7b	19.0	-0.3	16.9	0.2	3.3	0.0	5.4	-1.7
NL	-0.5p	80.9	0.9	9.1	4.5	0.5	16.3p	-0.7p	13.6p	0.4p	2.1p	-0.5p	8.9p	-0.6p
AT	-1.6	76.6	1.3	10.5	8.0	1.5	17.5	-0.6	13.9	-0.5	2.7	-1.0	7.1	-1.2
PL	-0.1p	71.0	0.6	10.8	8.6	-0.9	17.3p	-2.2p	14.8p	-0.2p	2.6p	-3.3p	4.3p	-1.4p
PT	-1.9p	74.3	2.3	22.6	9.1	-0.2	19.8	-3.5	16.2	-2.1	4.6	-2.3	5.1	-2.9
RO	-1.8p	69.2	1.5	17.3	14.8	-0.4	30.4	-5.3	23.4	-0.2	15.2	-4.5	6.3	-0.6
SI	-0.6	74.6	1.9	14.2	7.7	1.2	15.0	-2.1	12.4	-0.9	3.0	-1.6	4.8	-1.4
SK	-1.9	72.4	3.2	19.3	10.7	-1.4	14.8p	-1.5p	11.4p	-1.0p	5.9p	-1.1p	4.3p	-1.1p
FI	-2.1	78.3	1.2	21.4	9.3	-0.1	16.0	0.3	12.2	0.7	2.6	0.5	9.9	-0.8
SE	-1.3	82.5	1.1	23.9	6.5	0.3	17.9	0.2	16.1	0.3	1.8u	0.7u	8.5	-0.3

Merkinnät: b: Katkos aikasarjassa. p: Alustava. u: Alhainen luotettavuus.

1) Työvoimatutkimuksen indikaattorit, b = Saksan uuden integroitujen kotitaloustutkimusten järjestelmän (johon työvoimatutkimuskin kuuluu) käyttöönottoon liittyvien teknisten ongelmien vuoksi Saksaa koskevat luvut vuodelta 2020 eivät ole suoria estimaatteja työvoimatutkimuksen mikrodatasta vaan perustuvat laajempaan otokseen, joka sisältää lisädataa muista integroiduista kotitaloustutkimuksista. 2) Tulo- ja elinoloindikaattoreita (EU-SILC) koskevan datan virallinen toimitusaika vuodelta 2020 on 30. marraskuuta 2021, mutta data on poimittu 22. lokakuuta 2021; b = Saksan osalta merkittäviä muutoksia sisällössä ja menetelmissä.

Lähde: Euroopan komissio, Eurostat