EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 21.11.2018
COM(2018) 758 final

KOMISSION KERTOMUS

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

Kertomus varoitusmekanismista - vuosi 2019

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

{SWD(2018) 466 final}

Kertomus varoitusmekanismista käynnistää makrotalouden epätasapainoa koskevan vuotuisen valvontamenettelyn. Menettelyn tavoitteena on havaita ja korjata epätasapainot, jotka haittaavat jäsenvaltioiden talouksien tai EU:n talouden häiriötöntä toimintaa ja jotka saattavat vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteettoman toiminnan.

Tässä kertomuksessa käytetään valittuihin indikaattoreihin perustuvaa tulostaulua sekä useita lisäindikaattoreita ja -tietoja, joiden avulla määritetään, onko jäsenvaltioissa politiikkatoimia edellyttäviä epätasapainoja. Kertomuksessa nimetään jäsenvaltiot, joista komission on tarpeen tehdä perusteellinen tarkastelu arvioidakseen, miten makrotalouden riskit kasaantuvat tai purkautuvat kyseisissä jäsenvaltioissa, ja päätelläkseen, onko niissä epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Komissio ottaa huomioon tästä kertomuksesta Euroopan parlamentin kanssa sekä neuvostossa ja euroryhmässä käydyt keskustelut ja laatii niiden pohjalta kyseisiä jäsenvaltioita koskevat perusteelliset tarkastelut. Vakiintuneen käytännön mukaisesti jäsenvaltioista, joissa havaittiin epätasapainotiloja edellisessä perusteellisessa tarkastelussa, tehdään joka tapauksessa uusi perusteellinen tarkastelu. Perusteellisen tarkastelun tulokset vaikuttavat maakohtaisiin suosituksiin, jotka laaditaan osana talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa. Perusteelliset tarkastelut on tarkoitus julkaista helmikuussa 2019 ennen maakohtaisten suositusten laatimista.

1. TIIVISTELMÄ

Tällä kertomuksella käynnistetään kahdeksas vuotuinen makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely (MIP).[1] Menettelyn avulla pyritään havaitsemaan epätasapainot, jotka haittaavat jäsenvaltioiden talouksien toimintaa, ja kannustamaan niiden korjaamiseksi tarvittavien politiikkatoimien toteuttamiseen. Makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely toteutetaan osana talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa. Näin pyritään varmistamaan johdonmukaisuus niiden analyysien ja suositusten kanssa, jotka ovat tulosta muiden talousvalvonnan välineiden käytöstä. Samaan aikaan tämän kertomuksen kanssa hyväksytään vuotuinen kasvuselvitys, jossa tarkastellaan Euroopan taloudellista ja yhteiskunnallista tilannetta sekä asetetaan koko EU:lle laaja-alaisia ensisijaisia politiikkatavoitteita tulevaksi vuodeksi.

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

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

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

riippuvuussuhteiden vuoksi.[3] Tältä osin tässä kertomuksessa esitetty analyysi täydentää arviointia, joka on esitetty euroalueen talouden analyysia koskevassa Euroopan komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa, joka liittyy komission suositukseen neuvoston suositukseksi euroalueen talouspolitiikasta.

Varoitusmekanismia koskevan kertomuksen arviointi on tehty olosuhteissa, joissa talouskasvu on edelleen laajapohjaista, vaikka hidastumista on tapahtunut jonkin verran. Euroopan komission syksyn 2018 talousennusteen mukaan reaalisen BKT:n kasvu on sekä EU:ssa että euroalueella 2,1 prosenttia vuonna 2018 ja 1,9 prosenttia vuonna 2019. Näin ollen se hidastuu hieman verrattuna 2,4 prosentin kasvuun vuonna 2017. Positiivista kasvua on odotettavissa kaikissa jäsenvaltioissa. Työllisyystilanteen odotetaan paranevan entisestään ja johtavan vähitellen pysyvämpään palkkojen nousuun, joka tukisi kulutusta ja ajan mittaan myös pohjainflaation kehittymistä kohti rahaviranomaisten inflaatiotavoitetta. Investointien kasvun odotetaan pysyvän vahvana huolimatta hienoisesta hidastumisesta. Toisaalta on viitteitä siitä, että nettoviennin vaikutus kasvuun heikkenee, sillä epävarmuus kauppapoliittisesta toimintaympäristöstä ja euron viimeaikaisen vahvistumisen vaikutuksista on lisääntynyt. Kaiken kaikkiaan kasvunäkymät perustuvat edelleen vankkoihin perustekijöihin, kuten yleisesti ottaen vahvoihin työmarkkinoihin, kasvua tukeviin luottoehtoihin sekä pankkien ja rahoitusalan ulkopuolisten yritysten parempiin taseisiin ja voittoihin. Kasvunäkymien odotetaan kuitenkin heikentyvän suhdannekierron edetessä kypsään vaiheeseen maailman tärkeimmillä alueilla[4].

Makrotalouden epätasapainojen korjaaminen EU:ssa edistyy nimellisen BKT:n kasvun vahvistumisen ansiosta, mutta lisääntynyt epävarmuus synkentää keskipitkän aikavälin näkymiä. Talouden laajentuminen ja vähitellen tavoitetta lähentyvät inflaatioasteet auttavat supistamaan velkasuhteita. Yksityisen ja julkisen sektorin velkamäärät ovat kuitenkin edelleen ennätyksellisen korkealla tasolla, ja rahoitusalalla on edelleen taseiden heikkouksia. Inflaation lähentyminen asteittain kohti EKP:n tavoitetta vahvistaisi mahdollisuutta rahapolitiikan normalisointiin, mikä vaikuttaisi lainakustannuksiin, varallisuushintoihin ja taseisiin. Tätä taustaa vasten useat laukaisevat tekijät voisivat johtaa riskiasenteiden kääntymiseen ja luottamusvaikutusten kohdistumiseen niihin jäsenvaltioihin, joissa julkisen talouden tai rahoitusalan näkymät ovat heikentyneet tai jotka kärsivät negatiivisista tuotantohäiriöistä (muun muassa liittyen Yhdistyneen kuningaskunnan eroamiseen EU:sta). EU:n ulkoinen ympäristö aiheuttaa useita heikkenemisriskejä, jotka liittyvät erityisesti protektionistisiin kauppapoliittisiin toimenpiteisiin, geopoliittisilla jännitteillä erityisesti energian hintoihin oleviin vaikutuksiin, Yhdysvaltojen finanssipoliittisen elvytyksen päättymiseen rahapolitiikan kiristämisen yhteydessä sekä pääomavirtoihin ja valuuttakursseihin

[3] 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 määritelmien 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”.

[4] Ks. esim. EKP:n talouskatsaus (*Economic Bulletin*) 5/2018.

kohdistuviin vaikutuksiin, jotka ovat seurausta rahapolitiikan asynkronisesta normalisoinnista maailmantalouden eri alueilla[5]. Edellä mainittujen riskilähteiden välinen vuorovaikutus kallistaa riskien tasapainoa huonompaan suuntaan ja lisää entisestään näkymien epävarmuutta tilanteessa, jossa mahdollisuus vaimentaa häiriöitä yksityisen ja julkisen sektorin säästöillä on rajallinen useissa jäsenvaltioissa.

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

- **Vaihtotaseiden tasapainottamista on jatkettava.** Suuret vaihtotaseen alijäämät on korjattu useimmissa jäsenvaltioissa, mutta joissakin tapauksissa ulkoisten rahoitusasemien osalta olisi noudatettava suurempaa varovaisuutta, jotta ulkomaisen nettovelkakannan vähentämisvauhti pysyisi asianmukaisena. Joidenkin suurimpien vaihtotaseen ylijäämien supistumista on ollut nähtävissä vasta hiljattain, ja niiden supistuminen on pysynyt vaatimattomana. Useiden jäsenvaltioiden vaihtotaselukuihin vaikuttavat yhä enemmän monikansallisten yhtiöiden ja kansainvälisesti suuntautuneiden palvelusektorien toimintaan liittyvät valtioiden rajat ylittävät liiketoimet, jotka vaikuttavat sekä kauppa- että tulotaseisiin.

- **Ulkoiset varantoasemat ovat edelleen epätasapainossa, ja sopeutus on asteittaista.** Niiden jäsenvaltioiden, joilla on aiemmin ollut suuria vaihtotaseen alijäämiä, merkittävät negatiiviset ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat korjautumassa lähes tasapainossa olevien tai ylijäämäisten ulkomaisten rahoitusvirtojen ja uudelleen käynnistyneen nimellisen BKT:n kasvun ansiosta. Tätä kehitystä on pidettävä yllä velkojen supistamiseksi varovaisemmalle tasolle. Ulkomaiset nettovarallisuusasemat jatkavat kasvuaan niissä maissa, joissa on suuria ylijäämiä.

- **Kustannuskilpailukyvyn edellytykset heikkenevät useissa jäsenvaltioissa ja tukevat kaiken kaikkiaan vähemmän symmetrisempää tasapainottamista.** Vuodesta 2016 lähtien yksikkötyökustannusten nousu on kiihtynyt useimmissa jäsenvaltioissa. Erityisen voimakasta nousu on ollut monissa Keski- ja Itä-Euroopan jäsenvaltioissa tarjonnan pullonkaulojen vuoksi. Kriisin jälkeen kustannuskilpailukyky on parantunut nopeammin euroalueen nettovelallismaissa kuin nettovelkojamaissa. Viime aikoina nettovelallismaiden kustannuskilpailukykydynamiikan tuottama etu on kuitenkin suhteellisesti tarkasteltuna heikentynyt työmarkkinoiden kiristymisen ja tuottavuuden hitaamman parantumisen vuoksi, kun taas nettovelkojamaissa kireät työmarkkinat eivät ole toistaiseksi johtaneet palkkojen nousun merkittävään kiihtymiseen. Tämä viimeaikainen kustannuskilpailukyvyn kehitys ei ilmene täysin hintakilpailukyvyn vastaavana heikkenemisenä, mikä voi johtua alhaisempien hintamarginaalien kompensoivasta vaikutuksesta. Tämä vaikutus voisi olla yksi niistä syistä, joiden vuoksi ei ole alustavaa näyttöä siitä, että kustannuskilpailukykytappiot olisivat jo heikentäneet vientimarkkinaosuuksien kasvua, mutta vaikutuksia voi tulla näkyviin, jos tällaiset suuntaukset jatkuvat.

[5] Ks. myös Kansainvälinen valuuttarahasto, *World Economic Outlook*, lokakuu 2018.

- **Yksityisen sektorin velkaantuminen vähenee yhä enemmän nimelliskasvun siivittämänä.** Yksityisen velan suhde BKT:hen pienenee useammissa jäsenvaltioissa vuotta aikaisempaan tilanteeseen verrattuna. Tämä johtuu nopeammasta nimellisen BKT:n kasvusta, sillä aktiivista velkaantumisen purkamista, eli velan vähentämistä nimellismääräisesti, tapahtuu vain muutamissa maissa ja se on vaimeaa. Aktiivista velkaantumisen purkamista tapahtuu pääasiassa yrityssektorilla, sillä kotitalouksien lainanotto on lisääntynyt. Velkaantumisen purkaminen on edelleen nopeampaa yrityssektorilla kuin kotitaloussektorilla myös siitä syystä, että velkamäärät on suurempia yrityssektorilla ja näin ollen nimellisen BKT:n kasvun vaikutus velkasuhteeseen on vahvempi.

- **Maissa, joissa julkisen velan määrä on suuri, viranomaiset ovat vasta hiljattain ryhtyneet purkamaan velkaantumista, ja se etenee hitaasti.** Vaikka nimelliskasvun käynnistyminen uudelleen ja alhaisemmat korkomenot ovat osaltaan johtaneet siihen, että julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen on supistunut useimmissa jäsenvaltioissa, myötäsyklistä elvyttävää finanssipolitiikkaa harjoitetaan yhä useammassa maassa, mikä vaikuttaa mahdollisuuksiin lieventää häiriöitä huonoina aikoina.

- **EU:n pankkisektorin olosuhteet ovat kohentumassa, mutta kannattavuus on edelleen heikko ja järjestämättömiä lainoja on vieläkin runsaasti joissakin jäsenvaltioissa.** Kannattavuus on parantunut erityisesti niissä maissa, joissa pankkisektorille on tunnusomaista heikko kannattavuus. Järjestämättömien lainojen osuudet ovat pienentyneet entisestään erityisesti niissä jäsenvaltioissa, joissa niiden määrä on suurin. Vakavaraisuussuhteet ovat edelleen parantuneet useimmissa maissa. Pankkien pääoman arvostukset nousivat vuoden 2018 alkuun asti, minkä jälkeen niitä korjattiin alaspäin.

- **Asuntojen hintojen nousu on kiihtynyt ja kääntynyt positiiviseksi yhä useammissa jäsenvaltioissa, ja useammissa maissa on mahdollisia merkkejä yliarvostuksesta.** Samaan aikaan asuntojen hintojen nousu on hiljattain hidastunut maissa, joissa on eniten näyttöä yliarvostuksesta. Sitä vastoin hintojen nousun on havaittu kiihtyneen voimakkaasti erityisesti niissä maissa, joissa ei tällä hetkellä ole lainkaan näyttöä yliarvostuksesta tai näyttö on kohtuullista.

- **Työmarkkinoiden kohentuminen jatkuu edelleen, ja palkat ovat vähitellen kääntymässä uudelleen nousuun.** Työttömyysasteet laskevat edelleen muun muassa nuorten ja pitkäaikaistyöttömien osalta, mutta joissakin jäsenvaltioissa työttömyys on edelleen korkealla tasolla ja työvoimaosuus alhainen, tosin usein kasvussa. Sosiaalinen ahdinko on hellittämässä, vaikka pitkäaikainen työttömyys ja pienet tulot ovat pitkään olleet yleisiä monissa maissa[6]. Euroalueen tasolla palkkojen nousu on edelleen heikompaa kuin mitä nykyisillä työttömyystasoilla voitaisiin aiempien vuosien tietojen perusteella odottaa. Palkkojen nousu EU:n jäsenvaltioissa on kuitenkin vähitellen käynnistymässä uudelleen eri nopeuksilla, jotka kuvastavat työmarkkinoiden kireyttä ja joissakin maissa vallitsevia työvoimatarjonnan pullonkauloja.

[6] Tekstikehyksessä 3 tarkastellaan työllisyyden ja sosiaalisen tilanteen viimeaikaista kehitystä EU:ssa.

Euroalueen tasapainottaminen vaatii edelleen huolellista harkintaa. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä vakiintui vuonna 2016 ja on pysytellyt kutakuinkin vakaana sen jälkeen. Se on maailman suurin ja ylittää talouden perustekijöiden mukaiset tasot. Euroalueen maiden keskinäisten kytkösten ja heijastusvaikutusten vuoksi euroalueen maissa tarvitaan asianmukaista politiikkojen yhdistelmää sen varmistamiseksi, että palautuva kasvu jatkuu kestävällä tavalla ja on makrotalouden vakauden mukaista. Nettovelallismaissa ulkomaisen ja kotimaisen velan suurten määrien supistaminen edellyttää maltillisten vaihtotaseiden ylläpitämistä ja velan asianmukaisen supistamisvauhdin varmistamista vaarantamatta kasvupotentiaalin lisäämistä koskevaa tavoitetta ja pyrkien välttämään finanssipolitiikan myötäsyklisen kiristämisen riskiä huonoina aikoina. Nettovelkojamaissa jatkuvien suurten ylijäämien korjaaminen investointeja edistävillä ja pysähtyneen palkkakehityksen uudelleen käynnistävillä politiikoilla tukisi kasvupotentiaalia ja vähentäisi kasvunäkymien riippuvaisuutta ulkomaisesta kysynnästä. Tekstikehyksessä 2 käsitellään tarkemmin epätasapainojen vaikutusta euroalueella.

Kaiken kaikkiaan olemassa oleviin epätasapainoihin liittyvät riskit heikkenevät edelleen talouden laajentumisen myötä, mutta varantoepätasapainoihin liittyy edelleen heikkouksia ja näkyvissä on merkkejä mahdollisista kestämättömistä suuntauksista. Mahdolliset riskilähteet ovat suurin piirtein samat kuin varoitusmekanismia koskevassa vuoden 2018 kertomuksessa todetut. Suuria ylijäämiä on edelleen, ja kilpailukyvyn kehitys puolestaan tukee tasapainottamista vähemmän. Yksityisen sektorin velkaantumisen purkaminen on hyötynyt talouden laajentumisesta, mutta se on edelleen epätasaista. On olemassa suuria velkakantoja, joiden purkaminen ei etene riittävän nopeasti. Yksityisen ja erityisesti julkisen sektorin velkaantumisen aktiivisen purkamisen vähentyminen herättää kysymyksen siitä, voiko velkaantumisen vähentäminen perustua yhä enemmän potentiaalisen BKT:n kasvuun tulevaisuudessa. Tämä haaste korostaa tarvetta jatkaa useissa EU:n jäsenvaltioissa viime vuosina käynnistettyä uudistusprosessia ja pitää asialistan kärjessä sellaiset politiikat ja uudistukset, joilla pyritään lisäämään kasvupotentiaalia[7]. Koska keskipitkän aikavälin näkymät ovat yhä epävarmemmat, yksityisen ja julkisen sektorin pyrkimykset vähentää velkaantumista taloudellisen laajentumisen jatkuessa ovat tärkeitä myös liikkumavaran luomiseksi negatiivisten tuotantohäiriöiden lieventämistä varten tilanteessa, jossa taloudelliset olosuhteet eivät ole enää yhtä suotuisat ja riskit toteutuvat. Samanaikaisesti monissa maissa on merkkejä mahdollisesta ylikuumenemisesta. Ne liittyvät pääasiassa nopeasti kasvaviin yksikkötyökustannuksiin, jotka heikentävät kustannuskilpailukykyä, ja asuntojen dynaamiseen hintojen nousuun jo suhteellisen korkeilta lähtötasoilta. Kun otetaan huomioon, että suurin osa virtojen epätasapainoista on korjattu ja varantoepätasapainojen vakavuus vähenee asteittain, sekä mahdolliset merkit ylikuumenemisesta useissa maissa, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn valvonnassa kiinnitetään vähitellen enemmän huomiota mahdollisesti kestämättömien suuntausten seurantaan ennakoivasta näkökulmasta sekä sellaisten riskien ehkäisemiseen, jotka saattavat kiteytyä keskipitkällä aikavälillä.

Useiden varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa yksilöityjen jäsenvaltioiden osalta perusteellisiin tarkasteluihin sisältyy yksityiskohtaisempi ja kattavampi analyysi. Kuten edellisillä vuotuisilla kierroksilla, perusteelliset tarkastelut sisällytetään maaraportteihin, joissa esitetään komission yksiköiden analyysi EU:n jäsenvaltioiden taloudellisista ja sosiaalisista haasteista. Perusteellisissa tarkasteluissa esitettävä komission analyysi perustuu laajaan tietoaineistoon ja komission yhteistyössä neuvoston komiteoiden ja työryhmien kanssa kehittämiin asiaankuuluviin

[7] Ks. myös Euroopan komission vuotuinen kasvuselvitys 2019.

tieto- ja arviointikehyksiin. Perusteellisissa tarkasteluissa esitettävä analyysi muodostaa perustan jäsenvaltioissa vallitsevien epätasapainojen tai liiallisten epätasapainojen tunnistamiselle sekä jäsenvaltioille annettujen maakohtaisten suositusten mahdolliselle päivittämiselle.[8] Maat, joiden osalta on havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja, ovat nyt ja jatkossa erityisseurannan kohteena. Näin varmistetaan makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn puitteissa toteutettujen politiikkatoimien jatkuva seuranta.

Perusteelliset tarkastelut laaditaan jäsenvaltioista, joissa on jo havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Varovaisuuteen perustuvan vakiintuneen käytännön mukaisesti perusteelliset tarkastelut laaditaan sen arvioimiseksi, ovatko olemassa olevat epätasapainot purkautumassa, jatkumassa vai pahenemassa, ja niissä otetaan asianmukaisesti huomioon toteutetut korjaavat politiikkatoimet. Näin ollen perusteellinen tarkastelu tehdään niistä 11 jäsenvaltiosta, joissa havaittiin epätasapainoja vuonna 2018 tehdyssä perusteellisessa tarkastelussa.[9] Nämä jäsenvaltiot ovat **Alankomaat, Bulgaria, Espanja, Irlanti, Italia, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Ruotsi** ja **Saksa**.

Perusteelliset tarkastelut tehdään myös Kreikasta, joka on ensimmäistä kertaa makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisen valvonnan kohteena, sekä Romaniasta. Kreikasta, joka oli aikaisemmin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisen valvonnan ulkopuolella, koska se oli rahoitustukeen liittyvän makrotalouden sopeutusohjelman kohteena elokuuhun 2018 asti, tehdään perusteellinen tarkastelu varoitusmekanismia koskevan kertomuksen analyysin perusteella[10]. Varoitusmekanismia koskevan kertomuksen analyysi ei viittaa merkittäviin lisäriskeihin verrattuna viimeisissä saatavilla olevissa perusteellisissa tarkasteluissa havaittuihin riskeihin useissa sellaisissa jäsenvaltioissa, joiden osalta makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukainen valvonta on lopetettu viime vuosina, nimittäin Sloveniassa (jossa ei havaittu epätasapainoja vuonna 2018), Suomessa (valvonta lopetettiin vuonna 2017), Belgiassa ja Unkarissa (valvonta lopetettiin vuonna 2016). Olosuhteet eivät ole muuttuneet merkittävästi myöskään Itävallassa vuoden 2016 perusteellisessa tarkastelussa esitetystä arvioinnista, jonka perusteella ei havaittu epätasapainoja. Myös Viron tilannetta arvioitiin vuonna 2016 perusteellisessa tarkastelussa, jossa pääteltiin, että epätasapainoja ei ollut. Vaikka yksikkötyökustannukset ovat tämän jälkeen kasvaneet voimakkaasti, kasvulla ei ole ollut merkittäviä vaikutuksia ulkoiseen tasapainoon eikä ole pakottavaa syytä tehdä Virosta uutta perusteellista tarkastelua. Siitä huolimatta tiivis seuranta on

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

[9] Ks. Talouspolitiikan EU-ohjausjakso 2018: rakenneuudistusten edistymisen arviointi, makrotalouden epätasapainojen ehkäiseminen ja korjaaminen sekä asetuksen (EU) N:o 1176/2011 nojalla tehtyjen perusteellisten tarkastelujen tulokset (COM(2018) 120 final, 7.3.2018).

[10] Jäsenvaltiot, jotka ovat rahoitustukeen liittyvän makrotalouden sopeutusohjelman kohteena, on vapautettu makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisesta valvonnasta (rahoitusvakautensa osalta vakavissa vaikeuksissa olevien tai vakavien vaikeuksien uhasta kärsivien euroalueen jäsenvaltioiden talouden ja julkisen talouden valvonnan tiukentamisesta 21 päivänä toukokuuta 2013 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 472/2013 11 artikla).

tarpeen tulevassa maaraportissa. Sen sijaan vaikuttaa aiheelliselta analysoida **Romanian** tilannetta perusteellisessa tarkastelussa, jotta voidaan arvioida kehitystä ja jo aikaisemmissa perusteellisissa tarkasteluissa (vuosina 2015 ja 2016) havaittujen riskialttiiden kehityssuuntausten uusimista, erityisesti kilpailukyvyn ja ulkoisen tasapainon osalta. Asuntomarkkinoiden kehitykseen useissa maissa liittyvät riskit (Belgia, Itävalta, Luxemburg, Tanska, Tšekki, Unkari ja Yhdistynyt kuningaskunta) ja kilpailukyvyn kehitykseen liittyvät riskit (Latvia, Liettua, Tšekki, Unkari ja Viro) näyttävät edellyttävän tarkempaa analyysia maaraporteissa[11]. Varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa edellytetään näin ollen, että perusteellinen tarkastelu tehdään kaiken kaikkiaan 13 jäsenvaltiosta, kun edellisellä kierroksella se tehtiin 12 jäsenvaltiosta.

Tekstikehys 1: **Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun lisäindikaattoreihin tehdyt muutokset**

Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulua täydennetään joukolla lisäindikaattoreita. Kuten makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annetussa asetuksessa (asetus (EU) N:o 1176/2011) säädetään, tulostaulusta tehtävät talouspoliittiset päätelmät perustuvat sekä tulostaulun pääindikaattoreihin että asiaankuuluviin lisäindikaattoreihin ja -tietoihin. Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisen valvonnan aloittamisen jälkeen joukko lisäindikaattoreita on täydentänyt pääindikaattoreita talouspoliittisia päätelmiä tehtäessä. Pääindikaattoreista poiketen lisäindikaattoreille ei ole asetettu kynnysarvoja (ks. taulukko 2.1).

Makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annetussa asetuksessa edellytetään, että komissio tarkastelee makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulua säännöllisesti uudelleen ja tarvittaessa muuttaa sitä. Tulostaulua on muutettu useaan otteeseen makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn aloittamisen jälkeen. Vuonna 2012 lisättiin rahoitusalaa koskeva pääindikaattori (rahoitusalan kaikki vastuut). Vuonna 2013 tarkistettiin useiden tulostaulun pääindikaattoreiden määritelmiä (reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, yksityisen sektorin velka ja luottovirrat) ja lisättiin joitakin lisäindikaattoreita (mukaan lukien joukko sosiaalisia ja työllisyyteen liittyviä indikaattoreita). Vuonna 2015 lisättiin työllisyyttä koskevia pääindikaattoreita. Kaiken kaikkiaan muutokset ovat olleet kohdennettuja ja rajoitettuja.

Tämä varoitusmekanismia koskeva kertomus sisältää joitakin muutoksia lisäindikaattoreihin. Niiden tarkoituksena on mahdollistaa hyötyminen käytettävissä olevien tilastojen parantumisesta ja varmistaa indikaattoreiden tarkoituksenmukaisuus. Näillä viimeisimmillä lisäindikaattoreihin tehdyillä muutoksilla pyritään hyötymään maksutasetta ja pankkisektoriin liittyviä tietoja (erityisesti järjestämättömiä lainoja) koskevien tilastojen parantumisesta sekä mahdollistamaan sellaisten indikaattoreiden sisällyttäminen tulostauluun, joita jo käytetään laajalti varoitusmekanismia koskevan kertomuksen ja perusteellisten tarkastelujen analyyseissa. Euroopan parlamenttia ja neuvostoa (mukaan lukien sen asiantuntijakomiteat) kuultiin asianmukaisesti tulostauluun tehtävistä muutoksista ja Euroopan järjestelmäriskikomitealle tiedotettiin niistä, kuten aiempienkin muutosten yhteydessä. Muutokset voidaan tiivistää seuraavasti[12]:

[11] Euroopan järjestelmäriskikomitea antoi marraskuussa 2016 maakohtaiset varoitukset asuntokiinteistösektorin keskipitkän aikavälin haavoittuvuustekijöistä kahdeksalle jäsenvaltiolle: Alankomaille, Belgialle, Itävallalle, Luxemburgille, Ruotsille, Suomelle, Tanskalle ja Yhdistyneelle kuningaskunnalle.

[12] Tarkempia tietoja uusien indikaattoreiden tilastomääritelmistä on Euroopan komission valmisteluasiakirjassa *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard*,

- *Ulkomainen nettovelka* korvataan *ulkomaisella nettovarallisuusasemalla ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja* (NENDI), jotta saadaan parempi kuva ulkoisista varannoista (sekä varat että velat), joihin liittyy maksukyvyttömyysriskejä. Uusi indikaattori hyötyy maksutasetilastoja koskevista tarkistetuista menetelmistä (maksutasekäsikirjan viidennestä painoksesta sen kuudenteen painokseen), joiden avulla voidaan eritellä ulkomaiset varat ja velat tarkemmin. Ulkomaiseen nettovelkaan verrattuna NENDI i) ei sisällä yrityksen sisäisiin suoriin ulkomaisiin sijoituksiin kuuluvia nettovelkoja, jotka joissakin tapauksissa muodostavat suuren osan valtioiden rajat ylittävistä veloista ilman, että niihin liittyy maksukykyongelmia; ii) sisältää rahasto-osuudet, jotka ovat joskus erittäin suuri erä ja joiden vakuutena on enimmäkseen joukkovelkakirjoja; ja iii) sisältää myös nettojohdannaiset. Eri näkökulmasta katsottuna NENDI on ulkomaisen nettovarallisuusaseman osa, joka ei sisällä oman pääoman ehtoisia osia, toisin sanoen suorien ulkomaisten sijoitusten muodossa annettavaa omaa pääomaa ja kantaosakkeita ja suorina ulkomaisina sijoituksina annettavia yritysten sisäisiä valtioiden rajat ylittäviä velkoja.
- *Rahoitusalan konsolidoimatonta velkaantumisastetta* koskeva kansantalouden tilinpidosta saatava indikaattori korvataan indikaattorilla *konsolidoitu pankkisektorin velkaantumisaste, koti- ja ulkomaiset yritykset*. Se saadaan EKP:n konsolidoiduista pankkitiedoista. Uuden indikaattorin taloudellinen tulkinta on selvempi, sitä voidaan vertailla eri maiden välillä, ja se perustuu johdonmukaisesti kirjanpitoarvoihin, vaikka se kattaakin vain pankkisektorin.
- Tulostauluun lisätään kaksi indikaattoria, joita käytetään säännöllisesti makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyyn sisältyvissä analyyseissa: *kotitalouksien velka (konsolidoitu)*, jolla täydennetään yksityisen sektorin velkaa koskevaa pääindikaattoria; ja *järjestämättömien lainojen bruttomäärä*, joka tarjoaa täydentävää tietoa yksityisen sektorin velan arvioimiseksi. Viimeksi mainitun indikaattorin lisääminen on mahdollista, sillä EKP:n konsolidoiduissa pankkitilastoissa on saatavilla vertailukelpoisia maakohtaisia tietoja vuodesta 2015 alkaen.
- Jotta tulostaulu säilyisi tarkoituksenmukaisena ja rajallisena, indikaattoreiden kokonaismäärä on edelleen 28. Kaksi aiemmin mukana ollutta lisäindikaattoria on jätetty pois: i) nimellisten yksikkötyökustannusten kymmenen vuoden muutos (koska se on päällekkäinen tietojen kanssa, jotka koskevat pääindikaattoreihin kuuluvan yksikkötyökustannusten kolmen vuoden muutosta ja lisäindikaattoreihin kuuluvan yksikkötyökustannusten kymmenen vuoden muutosta suhteessa euroalueeseen); ii) konsolidoimaton yksityisen sektorin velka (joka on korvattu yksityisen sektorin konsolidoitua velkaa koskevalla pääindikaattorilla).

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

Varoitusmekanismia koskeva kertomus perustuu talouspoliittisiin päätelmiin, jotka on tehty makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostauluun sisältyvien indikaattorien pohjalta. Kyseisen tulostaulun avulla saadaan alustavaa näyttöä mahdollisista riskeistä ja haavoittuvuuksista. Tulostauluun sisältyy 14 indikaattoria, joille on asetettu ohjeelliset kynnysarvot. Ne kuvaavat muun muassa ulkoista rahoitusasemaa, kilpailukykyä, yksityisen sektorin velkaa, asuntomarkkinoita, pankkisektoria ja työllisyyttä. Tietojen vakauden ja maiden yhdenmukaisen kohtelun varmistamiseksi tulostaulu perustuu toteutunutta tilannetta kuvaaviin laadukkaisiin tilastotietoihin. Näin ollen tässä kertomuksessa käytettävän tulostaulun tiedot ulottuvat vuoteen 2017

---

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.

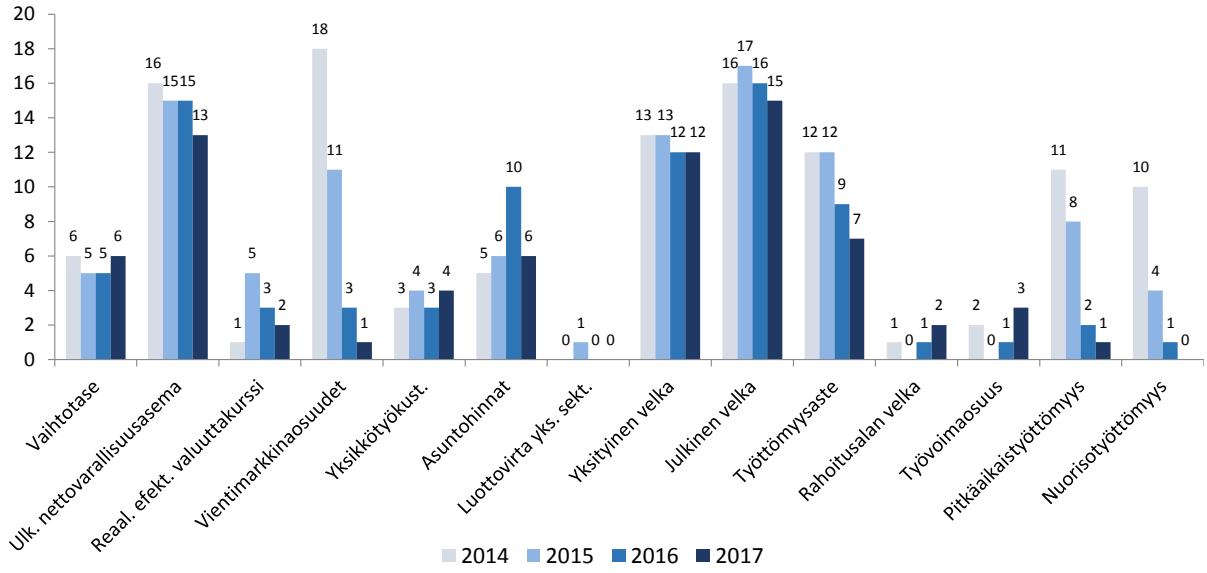
asti. Makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annetun asetuksen (asetus (EU) N:o 1176/2011) mukaisesti tulostaulun arvoja ei lueta mekaanisesti varoitusmekanismia koskevaan kertomukseen sisältyvissä arvioinneissa, vaan niiden pohjalta tehdään talouspoliittisia päätelmiä, joiden avulla voidaan paremmin ymmärtää yleistä taloudellista tilannetta ja ottaa huomioon maakohtaiset näkökohdat.[13] Tulostaulun pohjalta tehtäviä päätelmiä täydennetään lisäindikaattoreilla. Varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa tehdyssä arvioinnissa otetaan huomioon myös tuoreemmat tiedot ja lisätiedot, arviointikehyksistä saadut tiedot sekä perusteellisissa tarkasteluissa ja asiaankuuluvissa analyyseissa tehdyt havainnot ja komission yksiköiden syksyn 2018 talousennuste.

Vuotta 2017 koskevat tulostaulun indikaattoreiden arvot viittaavat jatkuviin varantoepätasapainoihin, jotka ovat kuitenkin asteittain väistymässä. Tulostaulun kynnysarvot ylittyvät edelleen usein julkisen velan, ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja yksityisen velan tapauksessa (kuvio 1).[14] Niiden jäsenvaltioiden lukumäärä, joiden tulokset ylittävät näille kolmelle indikaattorille asetetut kynnysarvot, on vain hieman pienempi kuin aikaisemmissa tulostauluissa. Tämä vahvistaa sen, että nämä varantoepätasapainot ovat pitkäaikaisia ja että niitä sopeutetaan vain asteittain. Suurimmassa osassa tapauksista, joissa vaihtotase ylittää kynnysarvon, on kyse pitkäaikaisesta suuresta ylijäämästä; kynnysarvon ylittävien arvojen yleistyminen vuonna 2017 johtuu suurten alijäämien suuremmasta määrästä. Meneillään oleva työllisyyden elpyminen näkyy niiden jäsenvaltioiden määrän vähenemisenä, joiden tulokset ylittävät työttömyysasteelle asetetun kynnysarvon. Vähennykset ovat yleisempiä nuoriso- ja pitkäaikaistyöttömyyttä kuvaavien indikaattoreiden osalta, sillä ne ovat yleensä herkempiä työmarkkinatilanteelle. Huolimatta asuntojen hintojen laajasta ja voimakkaasta elpymisestä kaikkialla Euroopassa, tulostaulun mukaan aiempaa harvemmat jäsenvaltiot ylittävät asuntojen hintojen nousulle asetetun kynnysarvon, sillä joissakin maissa hieman kynnysarvon yläpuolella olleet lukemat ovat sittemmin laskeneet sen alapuolelle. Niiden maiden määrä, joissa yksikkötyökustannusten kasvu ylittää kynnysarvon, on pysynyt yleisesti ottaen vakaana, kun taas aiempaa harvemmat maat ylittävät todellisen efektiivisen valuuttakurssin kynnysarvot, ja tällöin kyse on vain tapauksista, joissa reaalinen valuuttakurssi laskee alemman kynnysarvon alapuolelle. Niiden jäsenvaltioiden määrä, joissa vientimarkkinaosuuksien menetykset ylittävät kynnysarvon, on vähentynyt entisestään.

[13] 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).

[14] Tulostaulun indikaattoreista ja niiden ohjeellisista kynnysarvoista on tarkempi selvitys liitteen taulukossa 1.1. Lisäindikaattorit esitetään taulukossa 2.1. Kuten kuvioon 1 liitetyssä huomautuksessa todetaan, tulostaulun tietojen kehityksen tulkinta perustuu kunkin varoitusmekanismia koskevan kertomuksen laatimishetkellä saatavilla olleisiin tietoihin. Varoitusmekanismia koskevan vuoden 2019 kertomuksen tietojen koontipäivä oli 24. lokakuuta 2018.

Kuvio 1: Niiden maiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kynnysarvon



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

Useimmissa EU:n jäsenvaltioissa vaihtotaseet ovat edelleen tasapainossa tai ylijäämäisiä, ja joissakin maissa on edelleen suuria vaihtotaseen ylijäämiä, jotka supistuvat parhaimmillaankin vain hyvin vähän. Kaiken kaikkiaan viimeaikaiset muutokset vaihtotaseissa ovat olleet suhteellisen pieniä (Kuvio 3). Suurin osa merkittävistä ja kestämättömistä vaihtotaseen alijäämistä oli korjattu jo vuosikymmenen alkuvuosiin mennessä, ja vaihtotaseet olivat muuttuneet ylijäämäisiksi tai tasapainoisiksi. Vaihtotaseet ovat säilyneet tällä tasolla ja usein kasvaneet marginaalisesti viime vuosien aikana. Nettovelkojamaiden suuret ylijäämät ovat kokonaisuudessaan muuttuneet vähän tai jopa kasvaneet. Suhdannetekijät vaikuttavat vaihtotaseeseen vain rajoitetusti: toteutuneiden ja suhdannekorjattujen vaihtotaseiden ero on yleensä vähäinen, ja se pienenee tuotantokuilujen kaventuessa (kuvio 2)[15]. Useimpien EU-maiden viimeaikaiset vaihtotasetulokset ovat parempia kuin mitä perustekijöiden (esimerkiksi väestön ikääntyminen ja tulotaso asukasta kohden) perusteella voitaisiin odottaa.[16] Viimeaikaiset toteutuneet vaihtotaseet saattavat joissakin tapauksissa kuitenkin

[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.

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

olla vielä riittämättömiä ulkomaisen nettovelan supistamiseksi riittävän nopeasti. Pitkälti tasapainossa olevat vaihtotaseet vuonna 2017 olivat aiempaa vähemmän seurausta suhdannetilanteesta, sillä jäsenvaltioiden negatiiviset tuotantokuilut ovat kaventumassa tai kääntymässä positiivisiksi. Öljyn hinnan nousun vuoksi energiataseessa tapahtunut kehitys on heikentänyt yleistä tasetta lähes kaikkialla, mutta usein vain hieman (ks. energiatasetta koskevat tiedot liitteessä olevassa taulukossa 2.1).

- **Jäsenvaltioista Kyproksella on suurin vaihtotaseen alijäämä, joka ylittää makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon** (vuotta 2017 edeltäneiden kolmen vuoden keskiarvon perusteella). Vuotuiset tiedot ovat viime vuosina heikentyneet vain Kyproksen osalta. Kyproksen tulokset ovat **alle sen, mitä voitaisiin odottaa perustekijöiden perusteella ja mikä on tarpeen ulkomaisen nettovarallisuusaseman parantamiseksi asianmukaisella vauhdilla**. Vaihtotaseen heikkenemistä vuonna 2017 ei voida selittää suhdanteiden vaikutuksella. Euroalueen ulkopuolella Yhdistyneen kuningaskunnan vaihtotase on myös alle tulostaulun kynnysarvon.

- Vuonna 2017 vain **viidessä muussa jäsenvaltiossa vaihtotase oli alijäämäinen**, nimittäin Kreikassa, Ranskassa, Romaniassa, Slovakiassa ja Suomessa. Näistä vain Romaniassa ja Slovakiassa arvot olivat yli 1 prosenttia suhteessa BKT:hen. **Romanian vaihtotaseen alijäämä on heikentynyt**, ja vaihtotase näyttää jäävän vuonna 2017 sen alapuolelle, mitä perustekijöiden perusteella voitaisiin odottaa. **Negatiivisen tuotantokuilun vaikutus** suhdannekorjaamattoman vaihtotaseen suureen alijäämään **on merkittävä etenkin Kreikassa**; suhdanne huomioon ottaen vaihtotase näyttää olevan alle sen tason, joka tarvitaan ulkomaisen nettovarallisuusaseman pienentämiseksi nopeasti, ja alle norminmukaisen vaihtotaseen.

- **Maissa, joiden ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat pääosin negatiivisia**, kuten Portugalissa ja Espanjassa, toteutuneet vaihtotaseet ylittivät sen, mikä olisi odotettavissa perustekijöiden perusteella, mutta tulos ei Portugalin tapauksessa riitä varmistamaan ulkomaisen nettovarallisuusaseman parantumista riittävän nopeasti. Kroatiassa vaihtotase oli ylijäämäinen, minkä ansiosta ulkomainen nettovarallisuusasema pienenee tyydyttävään tahtiin. Irlannin vaihtotase oli alijäämäinen vuonna 2016. Se muuttui selvästi ylijäämäiseksi vuonna 2017 viimeaikaisten merkittävien alaspäin tehtyjen takautuvien tarkistusten jälkeen. Irlannin tapauksessa monikansallisten yhtiöiden toimintaan liittyvät rajat ylittävät liiketoimet vaikuttavat merkittävästi vaihtotaselukuihin.

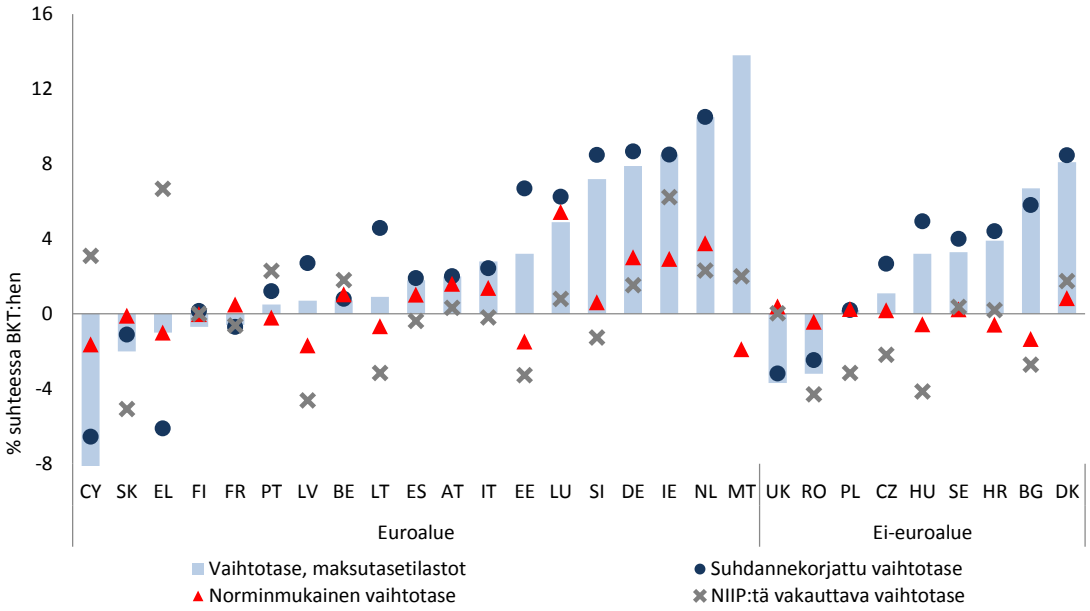
- **Neljä EU-maata ylittää tällä hetkellä makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun kynnysarvon ylijäämien vuoksi.** Kynnysarvon ylittäviä arvoja on havaittu Alankomaissa, Saksassa ja Tanskassa useiden vuosien ajan ja Maltassa hiljattain. Saksan ylijäämä supistui 0,5 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2017, kun taas Alankomaiden

---

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). 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.

ylijäämä kasvoi 2,5 prosenttia suhteessa BKT:hen. Kaikissa näissä neljässä tapauksessa toteutuneet ylijäämät ovat merkittävästi **suurempia kuin mitä voidaan selittää perustekijöillä**, aina vähintään 5 prosenttiyksikköä suurempia suhteessa BKT:hen. Alankomaiden ja Maltan ylijäämäkehitykseen vaikuttivat merkittävästi monikansallisten yhtiöiden ja kansainvälisesti suuntautuneiden palvelusektorien toimintaan liittyvät valtioiden rajat ylittävät liiketoimet, jotka vaikuttavat sekä kauppa- että tulotaseisiin. Useiden muiden maiden vaihtotaseet ovat olleet ylijäämäisiä jo joidenkin vuosien ajan, mutta ylijäämä on kuitenkin kynnysarvon alapuolella. Tämä koskee myös suuria euroalueen maita, erityisesti Italiaa (ks. myös tekstikehys 2, jossa käsitellään tarkemmin euroalueen vaihtotaseen ylijäämää).

Kuvio 2: Vaihtotaseet ja vertailuarvot vuonna 2017

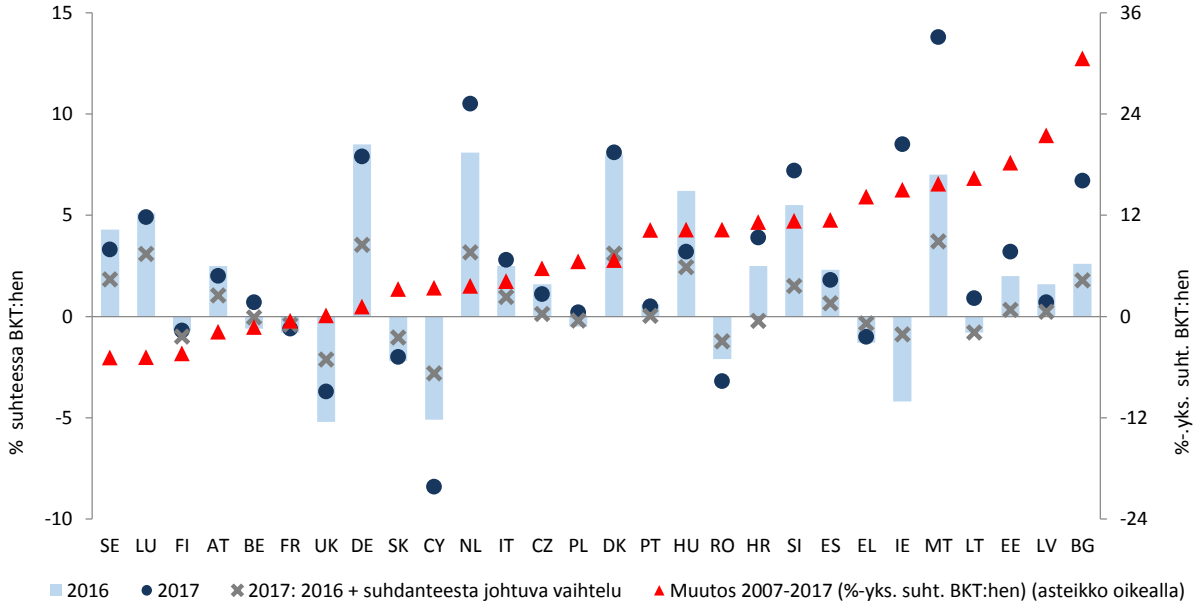


Lähde: Eurostat (BPM6-tiedot) ja komission yksiköiden laskelmat.

Huom. Maat esitetään vuoden 2017 vaihtotaseen mukaisessa järjestyksessä. *Suhdannekorjatut vaihtotaseet*: ks. alaviite 15. *Norminmukaiset vaihtotaseet*: ks. alaviite 16. *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.[17]

[17] Vaihtotaseen vertailuarvojen osalta ks. L. Coutinho ym. (2018); maakohtaisten ulkomaista nettovarallisuusasemaa koskevien varovaisuuskynnysarvojen osalta ks. alaviite **Error! Bookmark not defined.**.

Kuvio 3: Vaihtotaseiden kehitys



Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään nousevassa järjestyksessä, joka perustuu ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja BKT:n suhteen vaihteluun vuosien 2007 ja 2017 välisenä aikana. Suhdanteen aikaansaama muutos lasketaan vaihtotaseen vaihteluna, joka ei sisälly suhdannekorjatun vaihtotaseen vaihteluun; ks. alaviite 15.

Lähes kaikkien jäsenvaltioiden ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat edelleen parantuneet, mutta suuret negatiiviset asemat ovat yhä ongelma useissa maissa. Monien EU:n jäsenvaltioiden ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat edelleen pitkälti negatiivisia (Kuvio 4). Suurimmassa osassa niitä EU-maita, joilla on negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, ulkomainen velkakanta ylittää talouden perustekijöiden perusteella odotettavissa olevan ulkomaisen nettovarallisuusaseman, kun taas vain harvoissa tapauksissa se näyttää jäävän varovaisuuskynnysarvon alapuolelle.[18] Joissakin maissa ulkomaisen velan määrä on suuri myös silloin, kun se lasketaan ilman vähemmän riskialttiita rahoitusinstrumentteja (NENDI). Ulkomaisten nettovarallisuusasemien paraneminen jatkui vuonna 2017, koska vaihtotasetulokset olivat usein positiivisia ja nimellisen BKT:n kasvu elpyi (kuvio 5). Parannukset olivat yleensä hieman aiempia vuosia lievempiä, sillä arvostusvaikutukset vaikuttivat usein vähemmän ulkomaisen nettovarallisuusaseman parantumiseen tai jopa marginaalisesti heikensivät ulkomaista nettovarallisuusasemaa. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman vaihtelun etumerkillä ja voimakkuudella ei ollut vahvaa yhteyttä ulkomaisen nettovarallisuusaseman lähtötasoihin, mutta nettovelallismaat paransivat lukemiaan tai vakiinnuttivat ne vuonna 2017 suurimmassa osassa tapauksia.

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

- Vuonna 2017 **lähes puolessa jäsenvaltioista ulkomainen nettovarallisuusasema alitti tulostaulun kynnysarvon**, joka oli –35 prosentia suhteessa BKT:hen. Irlannin, Kreikan, Kyproksen ja Portugalin ulkomaiset nettovarallisuusasemat ylittivät –100 prosenttia suhteessa BKT:hen ja Espanjan –80 prosenttia suhteessa BKT:hen; myös Bulgaria, Kroatia, Latvia, Liettua, Puola, Romania, Slovakia ja Unkari olivat edelleen jäljessä –35 prosentin tavoitteesta suhteessa BKT:hen.

- Maissa, joissa **ulkomainen nettovarallisuusasema on pitkälti negatiivinen**, lukemat ovat yleensä **maakohtaisten kynnysarvojen alapuolella** sekä norminmukaisten ulkomaisten nettovarallisuusasemien että varovaisuuskynnysarvojen osalta. Tämä koskee Irlantia, Kreikkaa, Kyprosta, Portugalia ja myös Espanjaa. Kreikassa ulkomainen nettovarallisuusasema on heikentynyt marginaalisesti, ja Portugalissa lukemat ovat pysyneet ennallaan. Molemmissa tapauksissa arvostusvaikutukset heikensivät ulkomaista nettovarallisuusasemaa jonkin verran vuonna 2017. Kaikki muut edellä mainitut maat paransivat tuloksiaan. Kaikkein negatiivisimmille ulkomaisille nettovarallisuusasemille ovat tunnusomaista **suuret nettovelat**[19]. Kyprosta ja Irlantia koskevia lukuja tarkasteltaessa on otettava huomioon myös monikansallisten yritysten ja kansainvälisesti suuntautuneiden palvelusektorien toiminnan merkitys. Kreikan osalta on otettava huomioon erittäin edullisin ehdoin myönnetyn ulkomaisen julkisen velan suuri määrä.

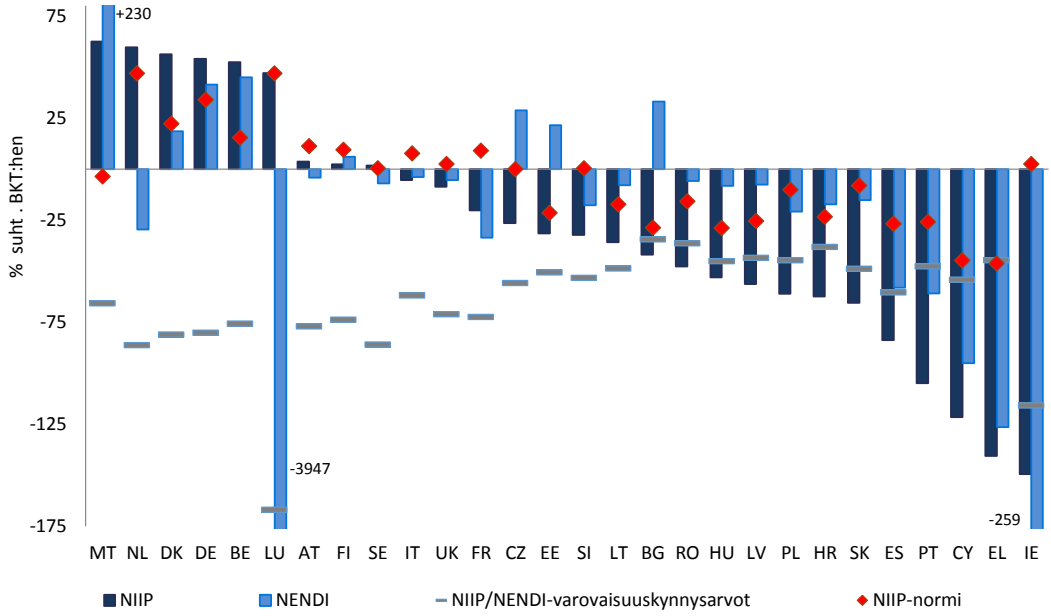
- Niissä maissa, joissa **negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on keskitasoa** mutta alittaa edelleen tulostaulussa asetetun –35 prosentin kynnysarvon suhteessa BKT:hen, ulkomainen nettovarallisuusasema **jää usein alle normin ja joissakin tapauksissa hieman alle varovaisuuskynnysarvojen**. Näissä maissa omalla pääomalla on suuri vaikutus negatiiviseen ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan, myös maahan suuntautuvien suorien ulkomaisten sijoitusten nettomäärän perusteella. Maissa, joiden **ulkoiset varantoasemat ovat kohtuullisia**, ulkomaiset nettovarallisuusasemat ylittävät usein normit, lukuun ottamatta Ranskaa ja Sloveniaa, joissa ne jäävät normien alapuolelle.

- Suurimmassa osassa niitä maita, joissa **ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat suuria ja positiivisia**, ulkomaiset nettovarallisuusasemat ylittävät normin ja ovat kasvaneet vuonna 2017 suurten vaihtotaseen ylijäämien myötä. Alankomaissa ja Tanskassa ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni negatiivisten arvostusvaikutusten vuoksi marginaalisesti. Maltan ja Alankomaiden ulkomaiset nettovarallisuusasemat olivat vuoden 2017 lopussa noin 60 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja Belgian, Tanskan ja Saksan yli 50 prosenttia[20].

[19] Kuten NENDI-muuttuja eli ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja osoittaa. Myönteistä on, että ulkomaisten nettovarallisuusasemien parantuminen näissä maissa vuonna 2017 johtui pääosin NENDIn parantumisesta.

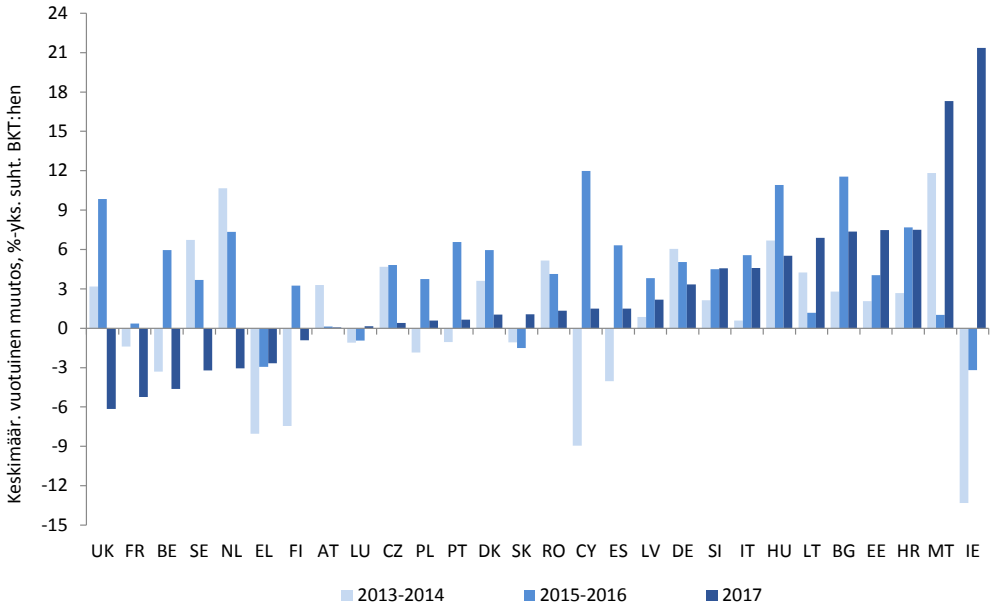
[20] NENDIn merkitys vaihtelee huomattavasti näissä maissa, mikä kuvastaa myös niiden rahoituskeskusten merkitystä, kuten Luxemburgissa ja Maltassa, tai pankkien ja monikansallisten yritysten pääkonttoreiden ulkomaisen velan merkitystä, kuten Alankomaissa.

Kuvio 4: Ulkomaiset nettovarallisuusasemat (NIIP) ja vertailuarvot vuonna 2017



Lähde: Eurostat (BPM6, EKT-10), komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään laskevassa järjestyksessä sen perusteella, mikä ulkomaisen nettovarallisuusaseman suhde BKT:hen oli vuonna 2017. NENDI on ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja, ks. lisätietoja tekstikehyksessä 1. Norminmukaisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvon osalta ks. alaviite 18.

Kuvio 5: Ulkomaisten nettovarallisuusasemien kehitys



Lähde: Eurostat
Huom. Maat esitetään laskevassa järjestyksessä, joka perustuu ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja BKT:n suhteen vaihteluun vuonna 2017.

Kustannuskilpailukyvyn kehitys tukee tasapainottamista vähemmän. Kriisin jälkeisiä yksikkötyökustannusten kehityssuuntauksia leimasi suhteellisen heikko dynamiikka maissa, joissa kysyntä on vähentynyt suurten vaihtotaseen alijäämien purkautumisen jälkeen. Yksikkötyökustannusten kasvu käynnistyi uudelleen talouden elpymisen myötä, mutta se pysyi suhteellisen laimeana työmarkkinoiden kiristymisestä huolimatta. Yksikkötyökustannusten kasvu kiihtyi selvästi useissa Keski- ja Itä-Euroopan maissa: vuodesta 2012 alkaen Bulgariassa ja Virossa, vuodesta 2013 alkaen Latviassa ja Liettuassa ja vuodesta 2016 alkaen Romaniassa, Tšekissä ja Unkarissa. Yksikkötyökustannusten kasvu on kiihtynyt edelleen vuonna 2017 useimmissa jäsenvaltioissa talouden laajentumisen lujittuessa, mutta työvoimakustannukset eivät kuitenkaan ole nousseet merkittävästi suurissa nettovelkojamaissa. Vuonna 2016 alkaneen suuntauksen kohti sellaista kustannuskilpailukyvyn kehitystä, joka tukee vähemmän tasapainottamista, voidaan tämän vuoksi katsoa jatkuvan edelleen (ks. myös tekstikehys 2).

- **Yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet useimmissa jäsenvaltioissa.** Yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet viime vuosina erityisen voimakkaasti Bulgariassa, Latviassa, Liettuassa ja Virossa (kuvio 6). Kaikki nämä maat ylittävät tulostaulun kynnysarvon. Vuonna 2017 yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui edellisvuosiin verrattuna selvästi Bulgariassa ja Romaniassa ja vähäisemmässä määrin myös Tšekissä, Luxemburgissa ja Slovakiassa. Vuotta 2018 koskevat arviot viittaavat siihen, että yksikkötyökustannusten dynaaminen kehitys jatkuu niistä useissa. Yksikkötyökustannusten kasvu kiihtyi selvemmin Latviassa, Liettuassa, Romaniassa, Tšekissä ja Unkarissa ja hidastui Bulgariassa, jossa ne ovat kuitenkin edelleen korkealla tasolla.

- **Yksikkötyökustannusten kasvusuuntaukset eri maissa heijastavat pitkälti eroja työmarkkinoiden kireydessä.** Maat, joissa yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet nopeimmin, ovat yleensä niitä, joissa työttömyysasteet ovat alhaisempia (kuvio 8). Maissa, joissa BKT:n kasvu on ollut nopeaa viime vuosina, erityisesti Baltian maissa ja monissa muissa Itä-Euroopan maissa, työttömyysasteet ovat alhaisia tai kohtuullisia ja yksikkötyökustannusten kasvuasteet korkeita. Sitä vastoin työvoimakustannusten kehitys on yleensä hillitympää maissa, joissa työttömyys on korkea. Tällainen suhde on odotettavissa Phillipsin käyrän dynamiikasta, mutta se pitää paikkansa vain löyhästi, sillä joissakin maissa yksikkötyökustannusten kasvu on selvästi nopeampaa kuin mitä suhteen perusteella voitaisiin odottaa, erityisesti Baltian maissa, Bulgariassa, Romaniassa, Tšekissä ja Unkarissa. Samaan aikaan joissakin muissa maissa yksikkötyökustannusten kasvu on ollut odotettua hitaampaa (esim. Irlannissa, Kroatiassa ja Suomessa). Ensin mainitussa ryhmässä palkkojen voimakas nousu voi liittyä myös työvoimapulaan, joka on yhteydessä lähtömuuttoon, osaamisvajeeseen ja osaamisen kohtaanto-ongelmaan[21].

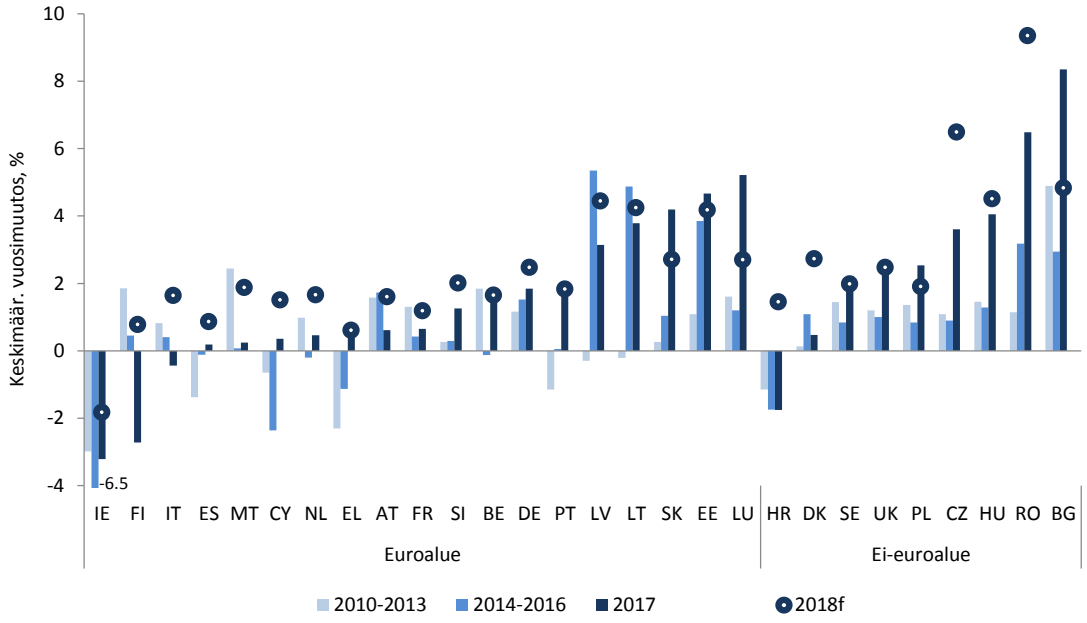
- **Nimellispalkkojen nousu vaikutti eniten vuonna 2017 havaittuun yksikkötyökustannusten kasvuun.** Useimmissa jäsenvaltioissa nimellispalkkojen nousu vaikutti eniten yksikkötyökustannusten kasvuun, ja työn tuottavuuden merkitys oli suhteellisesti vähäisempi. Työn tuottavuus on yleisesti ottaen vaikuttanut hidastamalla yksikkötyökustannusten kasvua

[21] Ks. esim. Euroopan komissio (2018), *Labour markets and wage developments in Europe - Annual review 2018*, ja Z. Darvas ja I. Gonçalves Raposo (2018), *The ever-rising labour shortages in Europe*, Bruegel Blog Post, 25. tammikuuta 2018.

sekä pääomaintensiteetin että kokonaistuottavuuden kasvun kautta, kun taas työtuntien väheneminen merkitsee usein alhaisempaa tuottavuutta (kuvio 7).

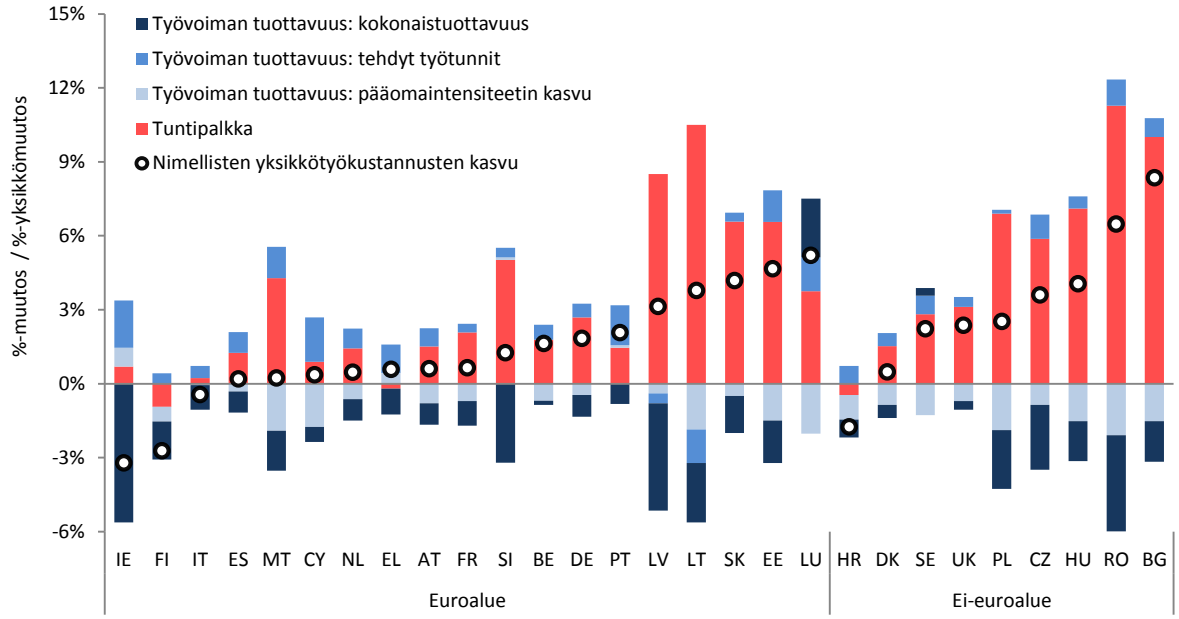
- **Yksikkötyökustannusten kasvusuuntausten yhteys ulkoisen tasapainottamisen tarpeisiin on käymässä yhä heikommaksi.** Kriisiaikana työttömyys oli yleisesti suurempi nettovelallismaissa, joissa vaihtotaseen kehitys oli kääntynyt vastakkaiseen suuntaan ja kysyntä supistunut. Työttömyysasteet ovat lähentyneet talouden elpymisen käynnistymisestä alkaen, mikä viittaa siihen, että yksikkötyökustannusten kasvusuuntaukset, jotka pitkälti heijastavat työmarkkinoiden kireyttä, ovat yhä vähemmän yhteydessä ulkoisen tasapainottamisen tarpeisiin. Vuonna 2017 saatiin tavallaan vahvistus jo vuonna 2016 nähdylle suuntaukselle, jonka mukaan yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet jälleen joissakin nettovelallismaissa vuosia jatkuneen laskun tai pysähtyneisyyden jälkeen. Kasvua on ollut havaittavissa erityisesti Kreikassa, Kyproksessa ja Portugalissa. Samaan aikaan nettovelkojamaiden jatkuvasti kireät työmarkkinat eivät ole toistaiseksi johtaneet palkkojen nousun merkittävään kiihtymiseen.

Kuvio 6: Yksikkötyökustannusten kasvu viime vuosina



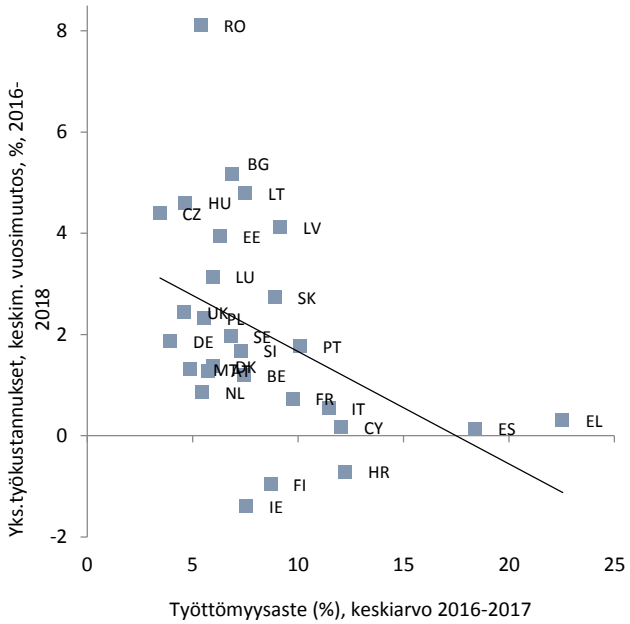
Lähde: AMECO-tietokanta; vuoden 2018 tiedot tulevat Euroopan komission syksyn 2018 talousennusteesta.
Huom. Maat esitetään yksikkötyökustannusten kasvun mukaisessa nousevassa järjestyksessä (vuosi 2017).

Kuvio 7: Yksikkötyökustannusten kasvu ja sen osatekijät vuonna 2017



Lähde: AMECO-tietokanta ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään yksikkötyökustannusten kasvun mukaisessa nousevassa järjestyksessä (vuosi 2017). Erittely perustuu vakiomalliin, jossa yksikkötyökustannusten kasvu jaetaan nimellisen tuntipalkan ja työn tuottavuuden välillä. Työn tuottavuus jaetaan edelleen tehtyihin työtunteihin, kokonaistuottavuuteen ja pääoman muodostukseen käyttämällä yleistä kasvutilinpitomallia.

Kuvio 8: Yksikkötyökustannusten kasvu ja työttömyysaste



Lähde: AMECO-tietokanta.

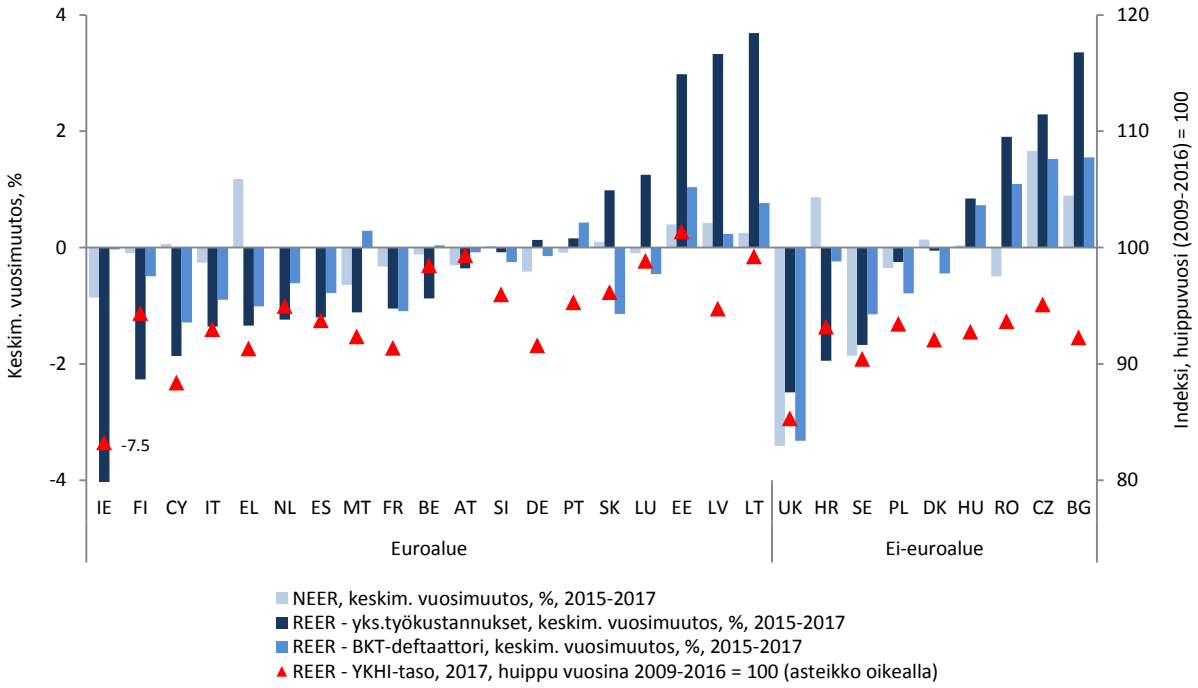
Reaalisilla efektiivisillä valuuttakursseilla (REER) mitattu hintakilpailukyvyn kehitys heijastaa yksikkötyökustannuksiin perustuvia kustannuskilpailukyvyn muutoksia vain osittain. Erot yksikkötyökustannusten kasvussa ovat johtaneet sekä kustannuskilpailukyvyn parantumiseen että heikentymiseen EU:n jäsenvaltioissa mitattuna yksikkötyökustannuksiin perustuvilla reaalisilla efektiivisillä valuuttakursseilla, joissa otetaan huomioon sekä yksikkötyökustannusten kasvun muutokset verrattuna kilpailijoihin kotimarkkinoilla ja kansainvälisillä markkinoilla että nimellisten valuuttakurssien kehitys (kuvio 9).

- **Suurimmassa osassa euroalueen jäsenvaltioita yksikkötyökustannuksiin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on pienentynyt** viime vuosina, mikä tarkoittaa sitä, että työvoimakustannusten suhteellinen lasku riitti tasoittamaan euron efektiivisen valuuttakurssin vahvistumista vuodesta 2016. **Muutamat euroalueen maat, erityisesti Baltian maat, kirjasivat** kuitenkin yksikkötyökustannuksiin perustuvalla reaalisella efektiivisellä valuuttakurssilla mitattuja **kustannuskilpailukyvyn menetyksiä**. Euroalueen ulkopuolisissa maissa yksikkötyökustannuksiin perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin muutokset liittyivät enimmäkseen nimellisten valuuttakurssien vaihteluihin, joita mitataan nimellisillä efektiivisillä valuuttakursseilla (NEER). Valuuttakurssin heikkeneminen paransi kilpailukykyä Puolassa, Romaniassa, Ruotsissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Valuuttakurssin vahvistumisella oli eniten vaikutuksia Bulgariassa ja Tšekissä. Yksikkötyökustannuksiin perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin muutoksilla mitattu kustannuskilpailukyvyn parantuminen on viime vuosina ollut yleensä suurempaa nettovelallismaissa. Tätä koskeva näyttö vastaa edellä tarkasteltua yksikkötyökustannusten dynamiikkaan liittyvää näyttöä.
- **Hintakilpailukyvyn dynamiikka**, jota mitataan BKT-deflaattoriin perustuvalla reaalisella efektiivisellä valuuttakurssilla, **on ollut hallitumpaa kuin kustannuskilpailukyvyn dynamiikka**, jota mitataan yksikkötyökustannuksiin perustuvalla reaalisella efektiivisellä valuuttakurssilla. Tämä merkitsee sitä, että osa yksikkötyökustannusten vaihtelusta on vaikuttanut hintamarginaaleihin sen sijaan, että se olisi siirtynyt hintoihin (kuvio 9). **Marginaalin supistumista** koskeva näyttö oli erityisen voimakasta maissa, joissa kustannuskilpailukyvyn menetykset olivat suuria, erityisesti Baltian maissa, Bulgariassa ja Romaniassa[22].
- Monissa maissa erittäin maltilliset tai **negatiiviset kuluttajahintainflaatioasteet** näkyivät voimakkaana **kilpailukyvyn parantumisena** mitattuna yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin perustuvalla efektiivisellä valuuttakurssilla. Kaksi maata, Irlanti ja Kypros, jäivät jopa alle tulostaulun alemman kynnysarvon vuonna 2017. Useimmissa maissa **nykyinen kilpailukykytilanne on suotuisampi kuin ennen kriisiä, sillä yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi** on alhaisempi kuin aiempien huippujen aikana. Reaalinen heikkeneminen tapahtui useimmissa tapauksissa

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

samanaikaisesti suljetun sektorin tuotteiden suhteellisen hinnan laskun ja avoimen sektorin osuuden kasvun kanssa, mikä paransi mahdollisuuksia vientivetoiseen kasvudynamiikkaan. Muutamissa maissa, erityisesti Itävallassa, Liettuassa ja Virossa, nykyiset yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin perustuvat reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat lähellä aikaisempia huippuja tai ylittävät ne.

Kuvio 9: Nimelliset ja reaaliset efektiiviset valuuttakurssit (NEER ja REER)



Lähde: AMECO-tietokanta.

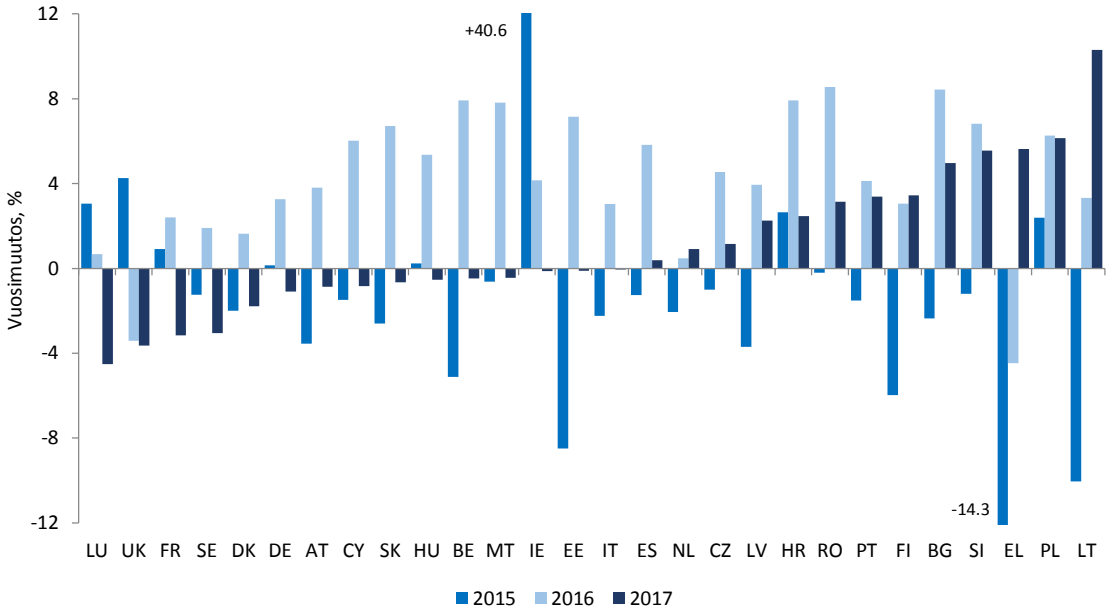
Huom. Maat esitetään yksikkötyökustannusten kasvuun perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin keskimääräisen vuotuisen vaihtelun (2015–2017) mukaisessa nousevassa järjestyksessä. Yksikkötyökustannuksiin ja BKT-deflaattoriin perustuvat reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ja nimellinen efektiivinen valuuttakurssi on laskettu suhteessa 37 kauppakumppaniin; yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on laskettu suhteessa 42 kauppakumppaniin kuten varoitusmekanismia koskevan kertomuksen tulostaulussa.

Vientimarkkinaosuudet ovat kasvaneet useimmissa EU:n jäsenvaltioissa, mutta kasvu on supistumassa. Vuonna 2017 kirjattu yhteenlaskettu vientimarkkinaosuuden muutos viiden vuoden ajalta on positiivinen useimmissa EU:n jäsenvaltioissa, ja vain yhdessä maassa (Kreikka) vientimarkkinaosuuksien menetykset ylittivät tulostaulun kynnysarvon. Tuoreempien tietojen mukaan tilanne on muuttunut, sillä vientimarkkinaosuudet kasvavat edelleen mutta maltillisemmin vuonna 2017. Tämä on seurausta euron vahvistumisesta ja kasvua heikommin tukevasta perushyödykkeiden hintakehityksestä. EU-maiden vientitoiminta jatkoi elpymistä vuonna 2017, mutta samanaikaisesti muiden talouksien viennin kasvu nopeutui edellisistä vuosista ja lähes saavutti viennin kasvun EU:ssa vuonna 2017[23].

- EU:n vientimarkkinaosuuksien aiempaa myönteistä kehitystä ovat edistäneet EU:n sisäisen vientikysynnän kääntyminen nousuun ja edellä tarkasteltu kilpailukyvyn parantuminen. **Markkinaosuuksien kasvu oli yleisesti ottaen jossain määrin voimakkaampaa nettovelallismaissa sekä Keski-Euroopan maissa ja eräissä Itä-Euroopan maissa**, mikä tarkoittaa sitä, että kilpailukyvyn paraneminen näissä maissa on yleensä johtanut myös etuun vientimarkkinoille pääsyn suhteen.
- Tuoreemmat tiedot vuotuisista markkinaosuuksien muutoksista osoittavat kasvua vuonna 2016, minkä jälkeen tulokset olivat yleisesti ottaen maltillisempia vuonna 2017 (kuvio 10). **Kasvu muuttui maltillisemmaksi lähes kaikissa EU:n jäsenvaltioissa vuonna 2017**. Kreikassa ja Liettuassa kasvu sen sijaan vahvistui aiemman suuriin menetyksiin johtaneen suuntauksen kääntyessä.

[23] Ks. Euroopan komission syksyn 2018 talousennuste ja IMF (2018), *World Economic Outlook*, lokakuu 2018. Ks. myös liitteessä oleva taulukko 2.1, jossa vertaillaan vientitulosta kehittyneisiin talouksiin.

Kuvio 10: Vientimarkkinaosuuksien muutos, viime vuodet



Lähde: Eurostat, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään vientimarkkinaosuuksien vuotuisen vaihtelun (vuosi 2017) mukaisessa nousevassa järjestyksessä.

Tekstikehys 2: Makrotalouden epätasapainojen vaikutus euroalueella

Euroalueen vaihtotase on vakiintunut hyvin korkealle tasolle. Euroalueen vaihtotase kasvoi selvästi vuoden 2008 kriisin jälkeen vuoteen 2016 saakka. Sen jälkeen sen arvo on maksutasetilastojen perusteella vakiintunut noin 3,2 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuosina 2016 ja 2017[24]. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä on edelleen maailman suurin, ja sen arvioidaan ylittävän talouden perustekijöiden perusteella odotettavissa olevan arvon (noin 1,5 % suhteessa euroalueen BKT:hen)[25]. Jos politiikka säilyy muuttumattomana, euroalueen vaihtotaseen ylijäämän odotetaan Euroopan komission syksyn 2018 talousennusteen mukaan supistuvan hieman vuoteen 2020 mennessä[26]. Tekijöitä, jotka voivat osaltaan supistaa ylijäämää, ovat muun muassa suhdanneolojen suhteellinen heikkeneminen maailmantalouden muilla aloilla, rajoittavien kauppapolitiikkojen ja euron reaalisen efektiivisen valuuttakurssin viimeaikaisen vahvistumisen vaikutukset, mahdollinen euron lisävahvistuminen (joka on kytköksissä muun muassa jatkuvasti suuresta ulkoisesta ylijäämästä johtuviin markkinapaineisiin) ja öljyn hinnan nousun jatkuminen.

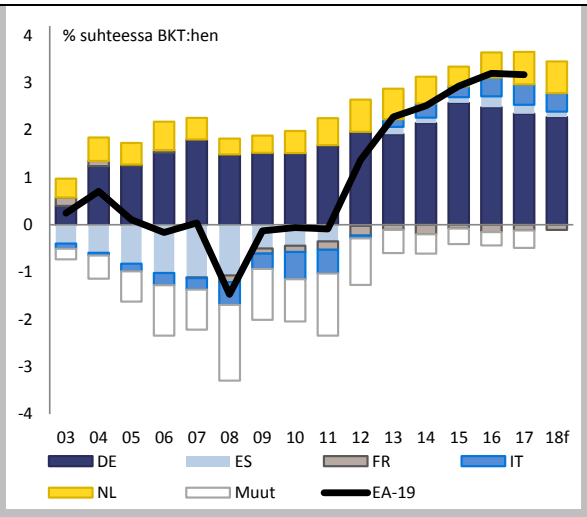
Kuvio B.1: Euroalueen vaihtotaseen kehitys: erittely maittain

Kuvio B.2: Euroalueen vaihtotaseen kehitys: erittely osatekijöiden mukaan

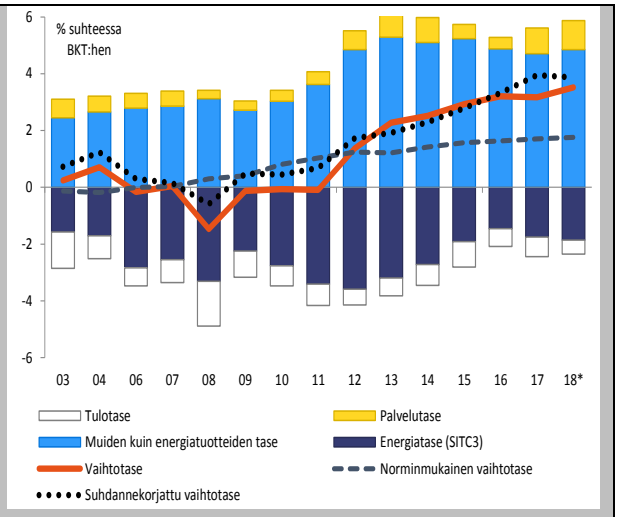
[24] Maksutasetietoihin perustuvia euroalueen vaihtotaselukuja tarkistettiin hiljattain hieman alaspäin, ja ne osoittavat tällä hetkellä ylijäämää, joka on vuoden 2015 osalta noin 0,3 prosenttiyksikköä ja vuoden 2016 osalta noin 0,1 prosenttiyksikköä pienempi verrattuna vuotta aikaisemmin käytettävissä olleisiin lukuihin. Euroalueen aggregaattitasolla vaihtotase suhteessa muuhun maailmaan oli 3,2 prosenttia suhteessa BKT:hen vuosina 2016 ja 2017 sekä maksutasetilastojen että kansantalouden tilinpidon lukujen mukaan. Euroalueen jäsenvaltioiden vaihtotaseiden summa on kuitenkin 3,5 prosenttia suhteessa euroalueen BKT:hen vuonna 2016 ja 4 prosenttia vuonna 2017. Euroalueen aggregaattitason ja jäsenvaltioiden vaihtotaseiden summan välinen ero johtuu jäsenvaltioiden ilmoittamien epäsymmetristen tietojen mukauttamisesta.

[25] Perustekijöiden mukaisen vaihtotaseen (norminmukainen vaihtotase) laskennassa käytettävän menetelmän osalta ks. alaviite **Error! Bookmark not defined.** ja siinä olevat viittaukset. Kansainvälisen valuuttarahaston vuonna 2018 laatiman ulkoista sektoria koskevan raportin (*External Sector Report 2018*) mukaan euroalueen norminmukainen vaihtotase olisi noin 1,5 prosenttia suhteessa BKT:hen.

[26] Ennuste perustuu kansantalouden tilinpidon lukuihin.



Lähde: AMECO-tietokanta, maksutaseluvut.



Lähde: Eurostat, maksutaseluvut.
Huom. ”18*” tarkoittaa neljän vuosineljänneksen liukuvaa keskiarvoa koskevia tietoja vuoden 2018 toiseen vuosineljännekseen asti.

Ylijäämän kertyminen euroalueella johtuu aiemmin alijäämäisten vaihtotaseiden korjaamisesta sekä pysyvistä suurista ylijäämistä. Euroalueen vaihtotase oli pääosin tasapainossa ennen vuotta 2008, jolloin se laski alijäämäiseksi maailmanlaajuisen vientikysynnän vähetessä huomattavasti. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen se muuttui ylijäämäiseksi pääasiassa seurauksena suurten alijäämien jyrkästä korjausliikkeestä yksityisten rajat ylittävien rahavirtojen suunnan käännyttyä (kuvio B.1). Ylijäämä kasvoi edelleen vuoden 2011 jälkeen, kun velkakriisi levisi Espanjaan ja Italiaan ja sen seurauksena kotimainen kysyntä supistui, mikä edisti näiden maiden vaihtotaseen kääntymistä ylijäämäiseksi. Myös Saksan suuri vaihtotaseen ylijäämä on kasvanut asteittain vuodesta 2011. Tällä hetkellä euroalueen vaihtotaseen ylijäämä johtuu pääasiassa suurista ylijäämistä Saksassa ja Alankomaissa, joiden yhteenlasketut ulkoiset rahoitusasemat muodostavat suurimman osan euroalueen ylijäämästä (kuvio B.1). Saksan vaihtotaseen ylijäämän asteittainen supistuminen vuodesta 2016 on yhteydessä euroalueen ylijäämän vakiintumiseen.

Euroalueen vaihtotaseen viimeaikainen kehitys liittyy pääasiassa energia-, tulo- ja palvelutaseeseen. Muiden kuin energiatuotteiden tase parani finanssikriisin jälkimainingeissa seurauksena euroalueen heikosta suhdannetilanteesta verrattuna muihin maailman alueisiin, ja se on vaikuttanut eniten vaihtotaseen paranemiseen (kuvio B.2). Vastaavasti euroalueen suhdannekorjattu vaihtotase parani heikommin saman ajanjakson aikana. Euroalueen tuotannon elpymisen seurauksena tavarakaupan taseen ylijäämä on vakiintunut vuodesta 2013 alkaen ja sen supistuminen on ollut erittäin maltillista, sillä vientitulokset arvona ja määränä mitattuna ovat olleet vahvoja verrattuna muihin kehittyneisiin talouksiin[27]. Kriisin jälkeen energiataseen kehittymiseen on vaikuttanut pääasiassa öljyn hinnan vaihtelu. Vuonna 2008 tapahtuneen merkittävän laskun jälkeen öljyn hinnat

[27] Ks. myös EKP:n talouskatsaus 5/2018, kehikko 2.

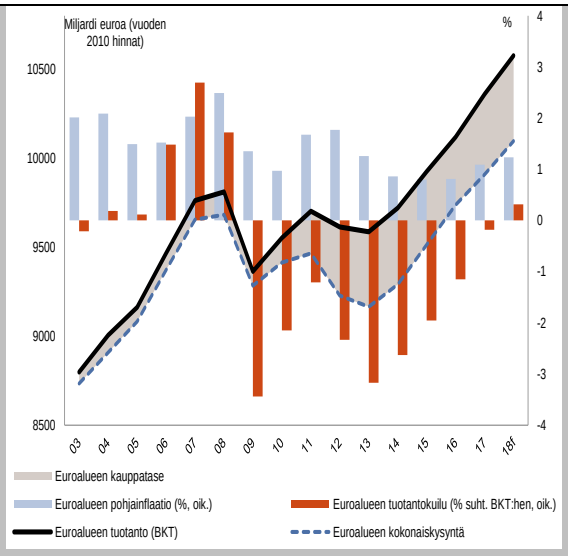
elpyivät vuosina 2009–2011 ja laskivat jälleen vuosina 2014–2016. Näiden vaihtelujen seurauksena on aina ollut euroalueen energiataseen kehittyminen vastakkaiseen suuntaan. Öljyn hintojen elpyminen, joka alkoi vuoden 2016 puolivälissä, on syynä sen jälkeen kirjattuun energiataseen heikkenemiseen[28]. Energiataseen negatiivista vaikutusta euroalueen ylijäämään vuoden 2016 jälkeen kompensoi palvelutaseen paraneminen. Huolimatta kohenevasta pääomataseesta, joka on yhteydessä positiiviseen ja kasvavaan ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan euroalueen aggregaattitasolla, tulotase on edelleen negatiivinen, ja se on heikentynyt vuonna 2017 yritysten nettotulojen kehityksen vuoksi.

Euroalueen ylijäämän kehitys on yhteydessä taloudellista toimeliaisuutta vähäisempään kotimaiseen kysyntään ja vientikysynnän jatkumiseen, joka on perustunut kehitystä tukevaan eurooppalaisten tavaroiden ja palvelujen maailmanlaajuiseen kysyntään ja parantuneeseen kilpailuasemaan. Kokonaistulojen ja -menojen erotus, joka vastaa nettovientiä, on suurentunut vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen vuoteen 2016 asti (ks. kuvio B.3). Kriisin puhjetessa kysynnän kehitys vaimeni yksityisen sektorin velkaantumisen laajamittaiseen purkamisen seurauksena, erityisesti nettovelallismaissa, joita vaihtotaseen kehityksen äkillinen pysähtyminen koski. Samalla julkisen sektorin nettoluotonoton lisääntyminen auttoi lieventämään kriisin vaikutusta tuloihin (kuvio B.4). Euroalueen velkakriisin pahentumisen jälkeen vuonna 2011 velkaantumisen purkaminen alkoi myös julkisella sektorilla, mikä on vaikuttanut eniten nettoluotonantoasemien yleiseen paranemiseen euroalueella sen jälkeen. Kotitaloussektorin osalta nettoluotonantoa koskevat luvut ovat tällä hetkellä kaksi kertaa suuremmat kuin kriisiä edeltäneellä jaksolla, ja rahoitusalan ulkopuolisilla yrityksillä, joilla yleensä on nettoluotonottotarpeita, on ollut positiivinen nettoluotonantoasema vuodesta 2013. Julkisyhteisöjen nettoluotonanto on edelleen negatiivinen ja on vasta viime aikoina saavuttanut tason, joka vastaa useimmissa euroalueen maissa julkisten velkasuhteiden supistumista. Aktiivisesta velkaantumisen purkamisesta huolimatta nimellisen BKT:n pitkittynyt pysähtyneisyys kriisin jälkeen merkitsi sitä, että kotitalouksien, yritysten ja julkisen sektorin velkasuhteet ovat edelleen ennätyksellisen korkeita useissa euroalueen maissa. Velkaantumista puretaan tällä hetkellä suotuisassa taloustilanteessa.

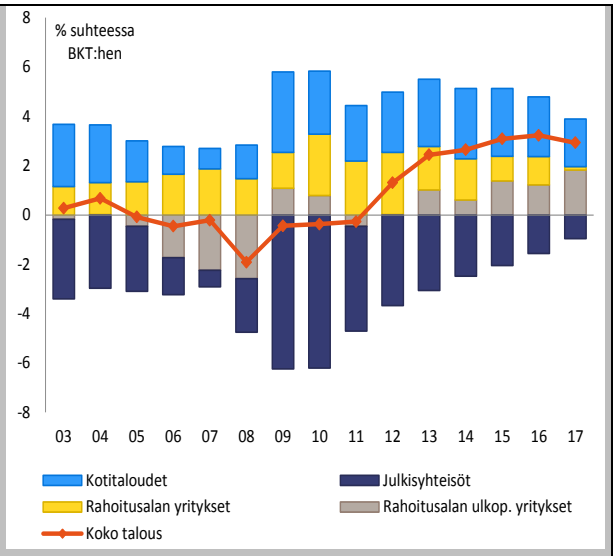
Kuvio B.3: Euroalueen tuotanto, kotimainen kysyntä, nettovienti ja pohjainflaatio

Kuvio B.4: Euroalueen nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain

[28] Arvioitaessa energiatasenäkymiä olisi otettava huomioon myös euroalueen energiataseen asteittainen rakenteellinen parantuminen tietyllä öljyn hintatasolla, joka on yhteydessä paljon energiaa kuluttavien toimintojen heikompaan painoarvoon ja tuotantoprosessien energiatehokkuuden parantumiseen. Ks. esim. IAE (2018), *Energy Efficiency 2017*, Kansainvälinen energiajärjestö.



Lähde: AMECO-tietokanta.



Lähde: Eurostat

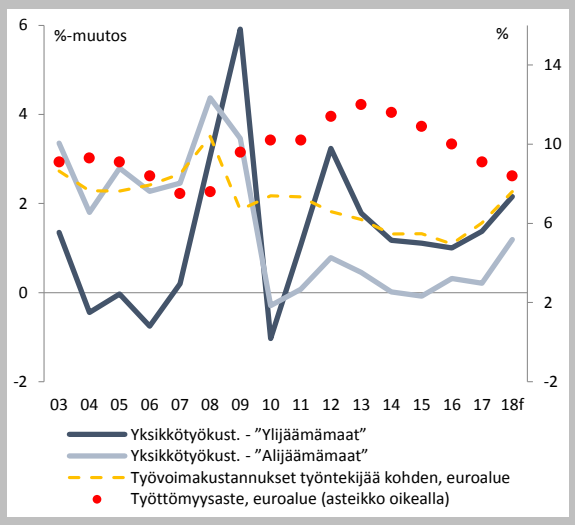
Edelleen on haasteita, jotka liittyvät varantoepätasapainojen jatkumiseen, nykyisen talouden laajentumisen kestävyyteen ja rajalliseen liikkumavaraan vaimentaa kielteisiä häiriöitä korkean velkatason maissa. Lähes vuosikymmenen jatkuneen hitaan kehityksen jälkeen euroalueen kotimainen kysyntä on elpymässä, tuotantokuilu on muuttumassa positiiviseksi ja inflaation odotetaan vähitellen lähestyvän rahaviranomaisten tavoitetta (kuvio B.3). Meneillään oleva laajentuminen tukee varantoepätasapainojen korjaamista, mutta useita haasteita on edessä. Ensinnäkin nykyisen laajentumisen kestävyyteen liittyy epävarmuutta, sillä kestävän kasvun varmistavia olosuhteita ei ole aina olemassa. Tämä liittyy erityisesti sitkeisiin investointivajeisiin, riittämättömiin toimintaedellytyksiin tuottavuuden kasvun piristämiseksi sekä käyttämättömään osaamispääomaan[29]. Toiseksi euroalueen sisäinen tasapainottaminen on vielä kesken. Maille, joilla on aiemmin ollut suuria alijäämiä, on edelleen ominaista suuri negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema yhdistettynä suureen yksityiseen tai julkiseen velkaan, mikä on osoitus niiden haavoittuvuudesta. Lisäksi suuresta velkaantumisesta kärsivät maat ovat yleensä myös niitä maita, jotka voivat luottaa muita maita vähemmän siihen, että tuotannon potentiaalinen kasvu pienentäisi niiden velkasuhdetta, mikä tarkoittaa sitä, että yksityisen ja julkisen sektorin säästöt voivat todennäköisesti vain rajallisesti lieventää negatiivisia tuotantohäiriöitä (kuvio B.6).

Symmetrinen tasapainottaminen euroalueella auttaisi palauttamaan kestävän kasvun ja varmistaisi samalla makrotalouden vakauden tulevaisuudessa. Tarvitaan asianmukaista politiikkojen yhdistelmää, jotta voidaan varmistaa, että kasvu on kestävää ja sopusoinnussa makrotalouden vakauden kanssa. Nettovelallismaissa ulkomaisen ja kotimaisen velan suurten määrien vähentäminen edellyttää varovaisuusperiaatteiden mukaisten vaihtotaseiden ylläpitämistä ja velan asianmukaisen supistamisvauhdin varmistamista samalla kun säilytetään tavoite lisätä kasvupotentiaalia asianmukaisilla investoinneilla ja uudistuksilla ja pyritään välttämään

[29] Ks. Euroopan komissio, Vuotuinen kasvuselvitys 2019, sekä B. Pierluigi ja D. Sondermann (2018), *Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?*, ECB Occasional Paper 211/2018.

finanssipolitiikan myötäsyklisen kiristämisen riskiä huonoina aikoina. Tuottavuusnäkymien parantaminen on erityisen tärkeää nettovelallismaissa sekä velkakantojen kestävyyden kannalta että suhteellisen kilpailukyvyn kehityksen muuttamiseksi tasapainottamista enemmän tukevaksi tilanteessa, jossa vuonna 2012 alkanut nettovelallismaiden suhteellisen kilpailukyvyn parantuminen on viime aikoina heikentynyt (kuvio B.5). Toisaalta politiikoilla, joilla edistetään investointeja ja saadaan pysähtynyt palkkakehitys jälleen käyntiin, autettaisiin selviytymään nettovelkojamaiden jatkuvista suurista ylijäämistä samalla kun tuettaisiin kasvupotentiaalia ja vähennettäisiin kasvunäkymien riippuvuutta ulkomaisesta kysynnästä.

Kuvio B.5: Tasapainottaminen euroalueella (työttömyys, palkkojen nousu ja yksikkötyökustannusten kasvu)



Lähde: AMECO-tietokanta.

Huom. ”Ylijäämämaihin” kuuluvat Alankomaat, Belgia, Itävalta, Luxemburg, Saksa ja Suomi. Kaikkien muiden euroalueen nykyisten jäsenten katsotaan olevan ”alijäämämaita”.

Kuvio B.6: Velka ja potentiaalisen kasvun näkymät euroalueen maissa



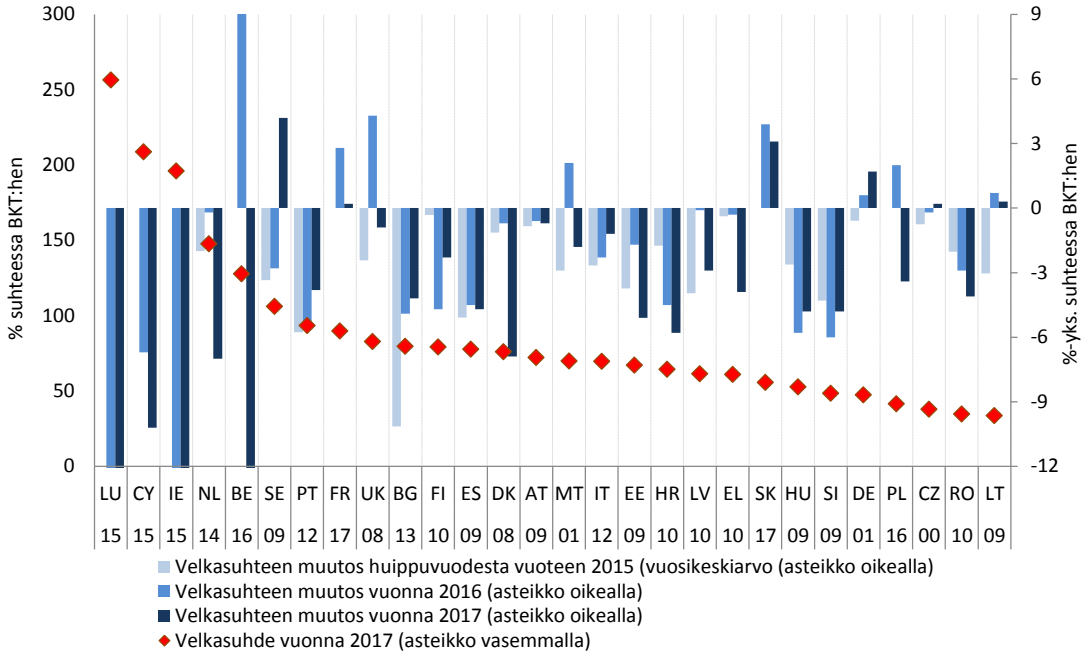
Lähde: AMECO-tietokanta.

Huom. kuplien suuruus kuvastaa julkisen velan arvoa (% suhteessa BKT:hen) vuonna 2017.

Yksityisen sektorin velkasuhteet ovat vähitellen supistumassa, mutta ne ovat edelleen korkealla tasolla useissa jäsenvaltioissa. Kaksitoista jäsenvaltiota ylitti vuonna 2017 tulostaulussa yksityiselle velalle asetetun kynnysarvon. Kyseiset maat ovat samat kuin viime vuoden varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa. Yksityisen sektorin velkasuhteet ovat suurimmat Alankomaissa, Irlannissa, Kyproksessa ja Luxemburgissa, mutta niiden lukuihin vaikuttavat monikansallisten yritysten toimintaan liittyvät valtioiden rajat ylittävät liiketoimet. Erityisen suuria yksityisen velan määriä on kirjattu myös Belgiassa, Portugalissa, Ruotsissa, Tanskassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa, joissa yksityisen velan määrät ovat yli 160 prosenttia suhteessa BKT:hen. Kotitalouksien ja rahoitusalan ulkopuolisten yritysten suhteelliset osuudet yksityisen sektorin suuresta velkamäärästä vaihtelevat jäsenvaltioittain. Belgian, Irlannin ja Luxemburgin osalta yksityisen sektorin suuret velkaantumisasteet johtuvat pääasiassa rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velkaantuneisuudesta. Sitä vastoin Tanskassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa suuret yksityisen sektorin velkamäärät johtuvat kotitaloussektorista. Alankomaissa, Kyproksessa, Portugalissa ja Ruotsissa sekä yritysten että kotitalouksien velkaantuneisuus on korkea muihin maihin verrattuna. Erot yksityisen velan määrissä maiden välillä selittyvät pitkälti eroilla perustekijöissä, joiden vuoksi velkaantuminen on perusteltavissa. Tällaisiin kuuluvat muun muassa kasvu- ja investointinäkymät sekä rahoitusalan kehitys. Velkatason arvioinnissa olisi sen vuoksi otettava huomioon nämä tekijät sekä muut seikat, jotka vaikuttavat suuren velan aiheuttamiin riskeihin ennakoivasta näkökulmasta[30].

[30] Nämä tekijät otetaan huomioon Euroopan komission yhteistyössä talouspoliittisen komitean LIME-työryhmän kanssa kehittämissä maakohtaisissa vertailuarvoissa (Euroopan komissio, *Benchmarks for the assessment of private debt*", selvitys talouspoliittiselle komitealla, ARES (2017) 4970814). Ensimmäisen vertailuarvon avulla voidaan arvioida yksityistä velkaa suhteessa arvoihin, jotka voidaan selittää talouden perustekijöiden perusteella. Toinen vertailuarvo koostuu varovaisuuskynnysarvoista, jotka perustuvat signaalien maksimointiin pankkikriisien ennustamisessa ja joissa on mukana maakohtaisia tietoja pankkien pääomatilanteesta, julkisesta velasta ja talouskehityksen tasosta. Useimmissa EU:n jäsenvaltioissa varoitusmekanismia koskevan kertomuksen tulostaulun kynnysarvon ylittävät yksityiset velkasuhteet ylittävät myös molemmat maakohtaiset vertailuarvot.

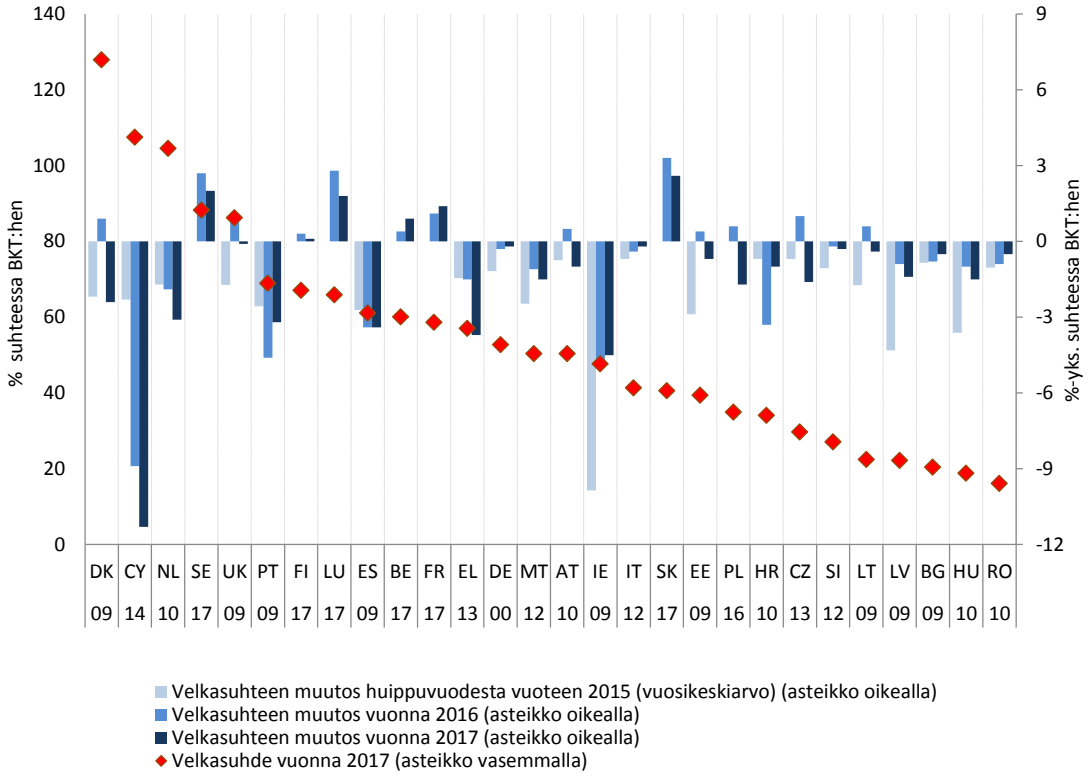
Kuvio 11: Rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velkaantumisen väheneminen



Lähde: Eurostatin konsolidoitut vuotuiset sektoritilit, komission yksiköiden laskelmat.

Huom. Maat esitetään vuoden 2017 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä. Maakoodien alapuolella olevat numerot ilmoittavat huippuvuoden. Kasvua huippuvuoteen laskettaessa perusvuotena on vuoden 2000 sijaan käytetty Kroatian ja Irlannin tapauksessa vuotta 2001 ja Kyproksen tapauksessa vuotta 2006. Luxemburgia, Irlantia ja Belgiaa koskevia havaintoja on typistetty, jotta ne mahtuisivat asteikolle.

Kuvio 12: Kotitalouksien velkaantumisen väheneminen



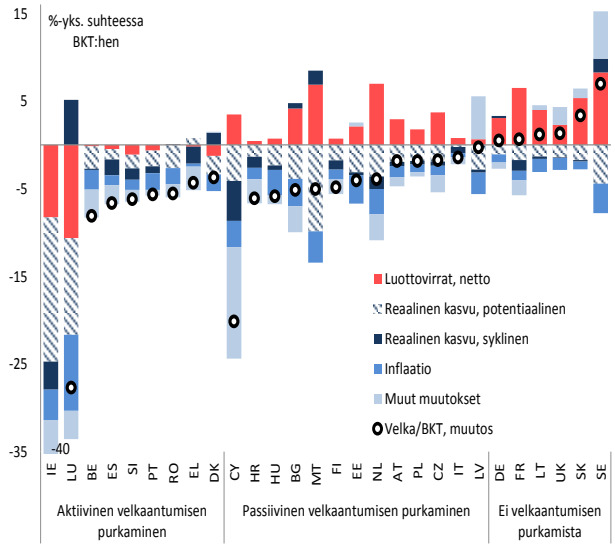
Lähde: Eurostatin konsolidoitut vuotuiset sektoritilit, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään vuoden 2017 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä. Maakoodien alapuolella olevat numerot ilmoittavat huippuvuoden. Kasvua huippuvuoteen laskettaessa perusvuotena on vuoden 2000 sijaan käytetty Kroatian ja Irlannin tapauksessa vuotta 2001.

Yksityisen sektorin velkasuhteet ovat pienenemässä huippulukemista useimmissa jäsenvaltioissa, mutta vauhti ei ole aina linjassa velan vähentämistarpeiden kanssa. Velkaantumisen purkaminen on alkanut rahoitusalan ulkopuolisista yrityksistä, ja se on niiden tapauksessa ollut nopeampaa kuin kotitaloussektorilla. Tämä johtuu sekä yrityssektorin negatiivisemmista nettoluottovirroista että nimellisen kasvun voimakkaammasta vaikutuksesta velkasuhteen supistumiseen, kun otetaan huomioon yritysten suuremmat velkamäärät verrattuna kotitalouksiin.

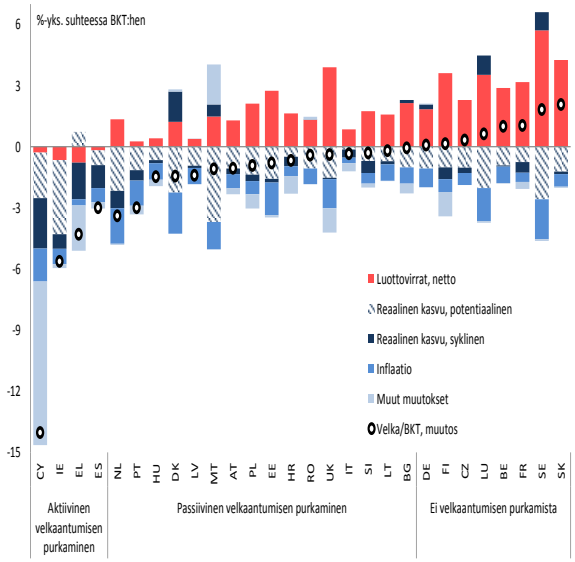
- Useissa maissa **rahoitusalan ulkopuoliset yritykset** ovat onnistuneet supistamaan ainakin noin puolella niitä velkasuhteita, jotka kertyivät vuoden 2000 ja sen vuoden välisenä aikana, jona niiden velka oli huipussaan (Espanja, Italia, Kroatia, Latvia, Liettua, Portugali, Romania, Ruotsi, Slovenia, Tanska, Unkari, Viro ja Yhdistynyt kuningaskunta). Velkaantumisen vähentämisvauhti ei kuitenkaan aina vastannut velkaantumisen vähentämistarpeita, sillä neljässä maassa, joissa yritysten velkasuhteet ovat suurimpien joukossa (Alankomaat, Belgia, Irlanti, Kypros ja Luxemburg), yritysten velkaantumisen vähentäminen on ollut vaatimatonta velkakantoihin nähden. Ranskassa rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velkatasot puolestaan ovat edelleen kasvaneet (kuvio 11).

- **Kotitalouksien** velkaantumisaste on kahden viimeksi kuluneen vuoden aikana laskenut niissä kolmessa jäsenvaltiossa, joissa kotitalouksien velka oli suurin (ts. Alankomaissa, Kyproksessa ja Tanskassa), ja muissa sellaisissa jäsenvaltioissa, joissa kotitalouksilla on runsaasti velkaa, kuten Espanjassa, Kreikassa ja Portugalissa (kuvio 12). Kotitaloudet eivät enää vähennä velkojaan Yhdistyneessä kuningaskunnassa, ja suhteellisen korkeat velkasuhteet Suomessa ja Ruotsissa kasvoivat edelleen.

Kuvio 13: Rahoitusalan ulkopuolisten yritysten velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (vuoden 2018 ensimmäinen neljännes)



Kuvio 14: Kotitalouksien velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (vuoden 2018 ensimmäinen neljännes)



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

Velkaantumisen purkaminen perustuu yhä enemmän nimellisen BKT:n kasvun nopeutumiseen. Yksityisen sektorin luottovirrat elpyvät mutta ovat edelleen maltillisia eivätkä yhdessäkään jäsenvaltiossa ylittäneet tulostaulun kynnysarvoa vuonna 2017. Nimellisen BKT:n kasvu on löysännyt paineita purkaa velkaantumista aktiivisesti. Tämä on johtanut siihen, että harvemmissa maissa esiintyy negatiivisia luottovirtoja joko yrityksille tai kotitalouksille, ja negatiivisten virtojen absoluuttiset arvot ovat keskimäärin pienempiä (kuviot 13 ja 14). Lisäksi joissakin maissa, joissa ei ole aiemmin purettu velkaantuneisuutta, velkaantuminen on alkanut purkautumaan passiivisesti, toisin sanoen ainoastaan seurauksena siitä, että nimellisen BKT:n kasvu supistaa velkasuhteita samalla kun nettoluottovirrat lisäävät velkaa. Tämä koskee Italiaa, Itävaltaa ja Tšekkiä rahoitusalan ulkopuolisten yritysten osalta sekä Itävaltaa, Puolaa ja Viroa kotitaloussektorin osalta. Kuten kuvioista 13 ja 14 käy ilmi, viimeaikaisen nimelliskasvun arvioidaan pitkälti olleen luonteeltaan syklistä (esim. Espanjassa, Kreikassa, Kroatiassa Kyproksessa ja Portugalissa). Tulevaisuudessa mahdollisuudet passiiviseen velkaantumisen purkaantumiseen riippuvat yhä enemmän kasvupotentiaalista, sillä kasvun syklinen komponentti alkaa tasaantua tuotantokuilujen kääntyessä positiivisiksi yhä useammissa maissa.

EU:n pankkisektorin olosuhteet ovat kohentumassa, mutta kannattavuus on yhä heikko ja järjestämättömiä lainoja on runsaasti joissakin maissa. Tämä on tilanne etenkin Kreikassa, Kyproksessa, Italiassa ja Portugalissa (kuviot 15 ja 16). Myönteistä on, että vuonna 2017 pankkisektorin kannattavuus parani erityisen voimakkaasti näissä maissa, ja järjestämättömät lainat vähenivät usein varsin mittavasti.

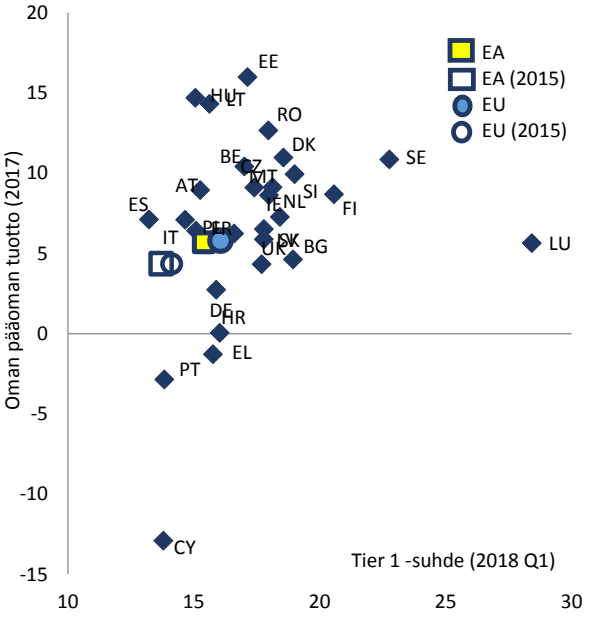
- **Rahoitusalan velkojen kasvu hidastui vuonna 2017** useimmissa EU-maissa ja on edelleen selvästi tulostaulun kynnysarvon sisällä kahta jäsenvaltiota lukuun ottamatta.[31] Pankkien luottovirrat asettuivat maltilliselle tasolle vuonna 2017 aiemman kasvun jälkeen, ja pankkien luotonannon kasvu oli edelleen voimakkaampaa kotitaloussektorin kuin rahoitusalan ulkopuolisten yritysten tapauksessa.
- **Pankkien kannattavuus ja vakavaraisuussuhteet ovat parantuneet useimmissa jäsenvaltioissa** viime vuoden aikana. Pankkien pääoman arvostukset ovat kasvaneet vuoden 2018 alkuun asti, minkä jälkeen niitä on korjattu alaspäin. Tällä tavoin on menetetty osa aiemmasta kasvusta. Menetykset johtuivat osittain tuottokäyrien tasoittumisesta ja siihen liittyvästä korkomarginaalien supistumisesta. Joissakin jäsenvaltioissa tilanteelle on ominaista heikko kannattavuus yhdistettynä maakohtaiseen jakaumaan suhteutettuna melko alhaisiin vakavaraisuussuhteisiin ja järjestämättömien lainojen suureen määrään.
- **Järjestämättömien lainojen määrä on edelleen suuri useissa jäsenvaltioissa.** Järjestämättömien lainojen osuus on vuonna 2017 erityisen suuri Kreikassa (45 % kaikista lainoista) ja Kyproksessa (30 % kaikista lainoista) sekä Italiassa, Portugalissa, Bulgariassa, Irlannissa ja Kroatiassa, joissa järjestämättömien lainojen osuus on pysynyt lähes 10 prosentissa kaikista lainoista[32]. Järjestämättömät lainat ovat kriisin jälkeisen kauden kasvun jälkeen alkaneet vähentyä eri vauhtia eri puolilla EU:ta. **Viimeisimmät luvut osoittavat, että järjestämättömien lainojen vähentämisessä on tapahtunut jatkuvaa edistystä**, myös maissa, joissa järjestämättömien lainojen osuus on suuri (Kreikkaa lukuun ottamatta), erityisesti Portugalissa ja Italiassa (kuvio 16)[33].

[31] Poikkeuksen muodostavat Tšekki ja Slovakia. Tšekin tapauksessa rahoitusalan velkojen nopea kasvu vuonna 2017 johtuu suurelta osin ennen valuuttakurssisitoumuksen päättymistä toteutetuista rahoitustoimista, eikä se näin ollen kuvasta kotimaista lainanantotoimintaa. Slovakiassa kasvu johtui pääasiassa euroalueen ulkopuolisilta yksiköiltä peräisin olevien keskuspankin velkojen kasvusta. Tämä on saattanut olla yhteydessä Slovakian keskuspankin tarjoamiin varannonhoitopalveluihin, joilla ei ole välitöntä vaikutusta kotimaiseen talouteen.

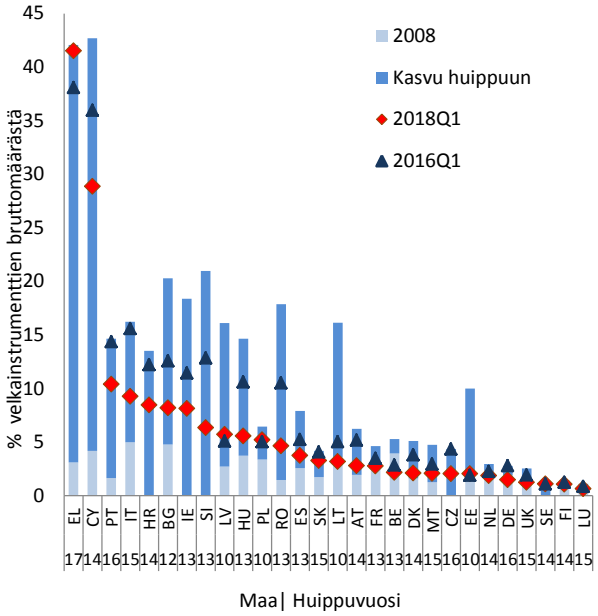
[32] Tulostaulun lisäindikaattoreihin sisältyvät järjestämättömät lainat määritellään bruttomääräisten järjestämättömien lainojen ja ennakkojen kokonaismäärän prosenttiosuudeksi bruttomääräisten lainojen ja ennakkojen kokonaismäärästä (bruttomääräinen kirjanpitoarvo) raportointisektorilla ”kotimaiset pankkiryhmittymät ja itsenäiset pankit, ulkomaisessa määräysvallassa olevat tytäryhtiöt ja ulkomaisessa määräysvallassa olevat sivukonttorit, kaikki laitokset”. Arvot annetaan taulukossa 2.1.

[33] Yhdenmukaistetut järjestämättömien lainojen osuudet ovat käytettävissä vasta vuodesta 2014 alkaen. Kuviossa 17 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

Kuvio 15: Pankkien kannattavuus ja vakavaraisuussuhteet



Kuvio 16: Järjestämättömät velkainstrumentit



Lähteet: EKP, komission yksiköiden laskelmat.
Huomautukset: Vuoden 2008 tietoja järjestämättömien velkainstrumenttien bruttomääristä ei ole saatavilla seuraavien maiden osalta: CZ, HR, SE ja SI.

Asuntojen hinnat nousivat vuonna 2017 lähes kaikissa EU:n jäsenvaltioissa, mutta asuntojen hintojen nousu näyttää hidastuvan silloin, kun merkit yliarvostuksesta ovat vahvimpia. Vaikka asuntojen hinnat ovat jatkuvasti nousseet kaikkialla EU:ssa, vuoden 2017 tietojen mukaan niiden maiden määrä, joissa asuntojen hintojen nousu ylittää tulostaulun kynnysarvon, on vähentynyt vuoteen 2016 verrattuna. Vuonna 2017 vain kuusi maata (Alankomaat, Bulgaria, Irlanti, Portugali, Slovenia ja Tšekki) ylitti kynnysarvon, kun taas varoitusmekanismia koskevassa vuoden 2018 kertomuksessa arvojen havaittiin ylittävän kynnysarvon vuoden 2016 tietojen perusteella kymmenessä maassa. Nämä muutokset osoittavat keskitasoista tai maltillista hidastumista kynnysarvon ylittäviltä tasoilta ja kiihtymistä joissakin maissa. Asuntojen reaalihintojen kasvu oli negatiivista vain Kreikassa ja Italiassa vuonna 2017. Tuoreemmat tiedot osoittavat, että vuoden 2018 alkupuoliskolla kasvu edellisvuoden vastaavasta ajankohdasta on ylittänyt tulostaulun 6 prosentin kynnysarvon Alankomaissa, Irlannissa, Latviassa, Portugalissa, Slovakiassa, Sloveniassa ja Unkarissa.

- Asuntojen reaalihintojen nousun jatkuminen on nostanut **asuntojen hinnat takaisin vähintään kriisiä edeltäneelle huipputasolle** useissa maissa, nimittäin Belgiassa, Itävallassa,

---

mainittu on tyypillisesti hieman alhaisempi kuin järjestämättömien lainojen osuudet. Näiden kahden osuuden suurin ero on tällä hetkellä 4 prosenttiyksikköä (Kreikassa), kun useimmissa jäsenvaltioissa se on alle 1 prosenttiyksikköä.

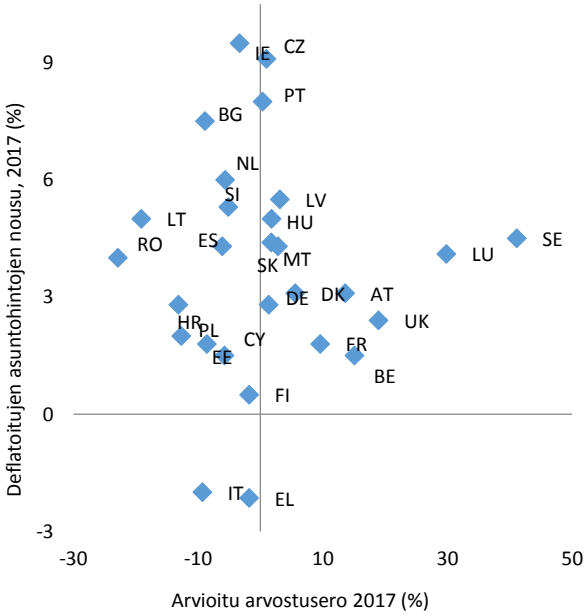
Luxemburgissa, Maltassa, Ruotsissa, Saksassa ja Tšekissä. Tulojen ja muiden asuntojen hintoihin tavallisesti vaikuttavien merkityksellisten muuttujien nousua nopeampi asuntojen reaalihintojen nousu nostaa asuntojen hintoja **mahdolliselle yliarvostusalueelle yhä useammissa maissa** (kuvio 17).[34]

- Asuntojen reaalihintojen nousu **kiihtyi** vuonna 2017 erityisesti **maissa, joissa arvostuserot olivat negatiivisia tai lievästi positiivisia** (kuvio 18). Sen sijaan **hidastumista** havaittiin **maissa, joissa on vahvempia merkkejä yliarvostuksesta**, muun muassa maksukykyrajoitusten, makrovakauspolitiikan täytäntöönpanon ja inflaation kiihtymiseen yhteydessä olevan, asuntojen reaalihintojen nousuun kohdistuvan mekaanisen vaikutuksen vuoksi (esim. Itävallassa, Luxemburgissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa). Tällä hetkellä asuntojen hintojen nousu on voimakkainta maissa, joissa on kohtalaisia tai ei lainkaan merkkejä yliarvostuksesta. Neljännesvuositiedot, myös vuoden 2018 alun osalta, osoittavat hintojen nousun kiihtyvän Kroatiassa, Portugalissa, Puolassa, Slovakiassa, Sloveniassa, Unkarissa ja Virossa Hidastumista on havaittu erityisesti Bulgariassa, Romaniassa, Ruotsissa ja Tšekissä, joissa asuntojen hinnat kääntyivät vuositasolla laskuun vuoden 2018 ensimmäisellä puoliskolla[35]. Irlannissa, Portugalissa ja Sloveniassa kirjattiin vuoden 2018 ensimmäisellä puoliskolla kaksinumeroisia kasvuasteita edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan verrattuna.
- Monissa maissa, kuten Luxemburgissa, Ruotsissa, Tanskassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa, **asuntojen hinnat ovat yliarvostettuja samalla kun kotitalouksien velkamäärät ovat suuria**. Alankomaissa kotitalouksilla on erittäin paljon velkaa. Vuonna 2017 asuntolainakannan kasvu oli erityisen nopeaa (yli 5 % nopeampaa kuin edellisenä vuonna) Belgiassa, Bulgariassa, Itävallassa, Liettuassa, Luxemburgissa, Maltassa, Puolassa, Ranskassa, Romaniassa, Slovakiassa, Tšekissä ja Virossa.

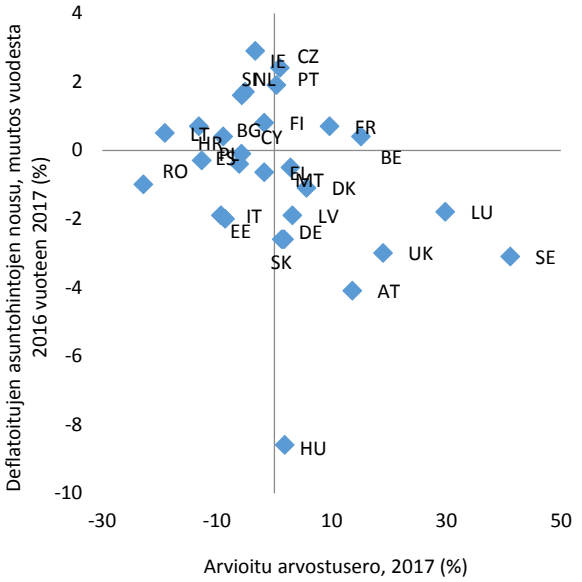
[34] Hintojen arvostuksen arviointi perustuu kolmen parametrin keskiarvoon: i) maksukykykuilu (hinta-tulosuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan); ii) tuottokuilu (hinta-vuokrasuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan); ja iii) arviot siitä, miten paljon asuntojen hinnat poikkeavat asuntojen kysynnän ja tarjonnan perustekijöiden perusteella asianmukaisesta tasapainotasosta. Ks. N. Philiponnet ja A. Turrini (2017), *Assessing House Price Developments in the EU*, Euroopan komission keskusteluasiakirja 048, toukokuu 2017. Kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin asukasta kohti suhteutettuihin asuntojen hintatasoihin perustuvan vaihtoehtoisen indikaattorin perusteella Kroatiassa, Kyproksessa ja Virossa voisi olla yliarvostuksia. Sitä vastoin yliarvostus ei ole yhtä ilmeistä Tanskan, Tšekin ja Latvian osalta (katso Euroopan komissio, *European Economic Forecast – Winter 2016*, European Economy, Institutional Paper 20, 2016, (tekstikehys 1.4)).

[35] Ilmoitetut maat ovat niitä, joissa asuntojen reaalihintojen nousuasteet vuoden 2018 ensimmäisellä puoliskolla ylittävät tai alittavat vuoden 2017 vuotuisen nousuasteen vähintään 2 prosenttiyksiköllä.

Kuvio 17: Asuntojen hintojen muutokset ja arvostuserot vuonna 2017



Kuvio 18: Arvostuserot ja muutokset hintojen nousussa vuosien 2016 ja 2017 välillä

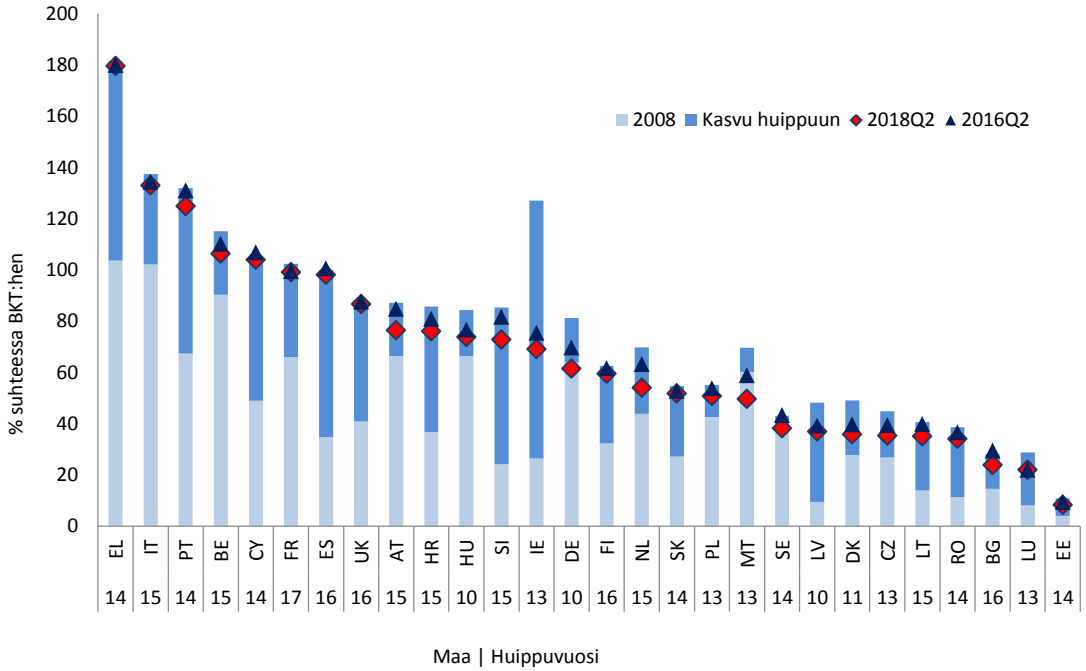


Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.

Huom. Positiivinen arvostusero on arvioitu seuraavien kolmen parametrin perusteella: hinta-tulosuhteen ja hinta-vuokrasuhteen poikkeamat niiden pitkän aikavälin keskiarvoista sekä arvostuserojen perustekijämallilla saadut tulokset. ks. alaviite 34.

Julkisen talouden velkasuhde ei enää kasva EU:ssa, mutta velkatasot ovat edelleen korkeita monissa maissa. Tulostaulun arvot ylittivät kynnysarvon 15 jäsenvaltiossa vuonna 2017. Belgiassa, Italiassa, Kreikassa ja Portugalissa velkatasot ovat yli 100 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja Italian rahoituskustannukset kasvoivat merkittävästi vuonna 2018. Kahdeksassa maassa (Belgia, Espanja, Irlanti, Kypros, Portugali, Ranska, Suomi ja Yhdistynyt kuningaskunta) julkisen velan määrä on yli 60 % suhteessa BKT:hen ja myös yksityisen sektorin velkaantuneisuus ylittää kynnysarvon. Julkinen velka suhteessa BKT:hen on yleensä kääntynyt laskuun (kuvio 19). Maissa, joissa julkisen velan määrä on suuri, velkaantumisen purkaminen on kuitenkin käynnistynyt vasta hiljattain, ja se etenee hitaasti. Kaikista EU-maista velkasuhteiden ennustetaan kasvavan vain Liettuassa ja Romaniassa vuonna 2019. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että julkisen talouden velkaantuminen on vähentynyt viime vuosina tapahtuneen julkisen talouden rahoitusaseman vähittäisen kohenemisen, nimellisen BKT:n kasvun jatkumisen ja alhaisempien korkomaksujen seurauksena. Yhä useampien maiden odotetaan kuitenkin harjoittavan myötäsyklistä elvyttävää finanssipolitiikkaa, joka mahdollisesti heikentää tulevaisuudessa käytettävissä olevaa liikkumavaraa negatiivisten tuotantohäiriöiden vaimentamiseksi.

Kuvio 19: Julkinen velka



Lähde: Eurostat

Tekstikehys 3: **Työllisyys ja sosiaalinen kehitys**

EU:n työmarkkinat paranivat edelleen vuoden 2017 ja vuoden 2018 ensimmäisen puoliskon aikana, ja EU-maiden väliset suuret erot kaventuivat. Työllisyys on lisääntynyt entisestään, ja työllisten määrä koko EU:ssa on noussut ennätyksellisen suureksi. Työttömyys on vähentynyt kaikissa EU-maissa, vaikka useat maat kärsivät edelleen suuresta työttömyydestä. Elpyminen on edistänyt eräiden köyhyysindikaattoreiden laskua, mutta sosiaalinen tilanne on edelleen huolestuttava joissakin jäsenvaltioissa. Vuodesta 2008 lähtien suhteellinen köyhyysriski on kasvanut EU:ssa, mutta vakava aineellinen puute on vähentynyt erityisesti Itä-Euroopan jäsenvaltioissa, joissa sen lähtötaso oli korkea.

Työttömyysaste **laski vuonna 2017 kaikissa jäsenvaltioissa.** Lasku oli suurinta niissä jäsenvaltioissa, joissa työttömyysasteet olivat korkeimmat (työttömyysaste laski vähintään 2 prosenttiyksikköä Espanjassa, Kreikassa, Kroatiassa ja Portugalissa). Seitsemässä jäsenvaltiossa (Espanjassa, Italiassa, Kreikassa, Kroatiassa, Kyproksessa, Portugalissa ja Ranskassa) työttömyysasteet ylittivät kuitenkin edelleen tulostaulun indikaattorin kynnysarvon, joka on 10 prosenttia viimeksi kuluneiden kolmen vuoden jaksolta laskettuna keskiarvona. Työttömyysasteet olivat vuonna 2017 edelleen korkeampia kuin vuonna 2008 noin kahdessa kolmasosassa jäsenvaltioista. Koko EU:ssa ja euroalueella työttömyysasteet olivat noin 3 prosenttiyksikköä alhaisempia kuin vuonna 2013 saavutettu huippu, mutta edelleen ½ ja 1½ prosenttiyksikköä korkeampia kuin vuonna 2008. Työttömyysasteet laskivat edelleen tasaisesti vuoden 2018 ensimmäisellä puoliskolla: EU:n työttömyysaste laski 6,9 prosenttiin ja euroalueen 8,3 prosenttiin vuoden 2018 toisella neljänneksellä.

Työllisyysasteet **nousivat lähes kaikissa jäsenvaltioissa, mikä merkitsi viime vuosien myönteisen kehityksen jatkumista.** Työllisyysaste (20–64-vuotiaat) oli vuonna 2017 koko EU:ssa 72,1 prosenttia, eli se ylitti selvästi ennen kriisiä vuonna 2008 saavutetun huipun, joka oli 70,3 prosenttia. Työllisyysaste jatkoi kasvuaan vuoden 2018 toisella neljänneksellä, jonka päättyessä se oli ennätyksellisen korkea, 73,2 prosenttia.

Työvoimaosuudet **kasvoivat edelleen lähes kaikkialla EU:ssa.** Työvoimaosuus on kolmen viime vuoden aikana laskenut ainoastaan kolmessa maassa: Espanjassa (–0,3 prosenttiyksikköä), Kyproksessa (–0,4 prosenttiyksikköä) ja Luxemburgissa (–0,6 prosenttiyksikköä). Kaikissa kolmessa tapauksessa lasku ylittää tulostaulun kynnysarvon, joka on –0,2 prosenttiyksikköä. Koko EU:n työvoimaosuus oli 73,3 prosenttia vuonna 2017 eli 2½ prosenttiyksikköä suurempi kuin vuonna 2008. Vastaavat euroalueen luvut olivat 73,1 prosenttia ja 2 prosenttiyksikköä. Työvoimaosuuden kasvu johtuu lähinnä siitä, että iäkkäämpien työntekijöiden ja naisten osallistuminen työmarkkinoille on lisääntynyt.

Pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys ovat edelleen korkealla tasolla monissa EU-maissa, mutta ne ovat parantuneet muita työmarkkinoita vahvemmin. *Pitkäaikaistyöttömyys* väheni kaikissa jäsenvaltioissa vuonna 2017. Vain kahdessa maassa pitkäaikaistyöttömyys oli korkeampi kuin kolme vuotta aiemmin: Itävallassa pitkäaikaistyöttömyys oli 1,8 prosenttia (0,3 prosenttiyksikköä enemmän kuin vuonna 2014), ja Suomessa se oli 2,1 prosenttia (0,2 prosenttiyksikön nousu vuodesta 2014). Kummassakaan maassa nousu ei ylitä tulostaulun kynnysarvoa, joka on 0,5 prosenttiyksikköä. Suurimmat pitkäaikaistyöttömien osuudet olivat Kreikassa (15,6 prosenttia), Espanjassa (7,7 prosenttia), Italiassa (6,5 prosenttia) ja Slovakiassa (5,1 prosenttia). *Nuorisotyöttömyysaste* laski kaikissa EU:n jäsenvaltioissa kolmen vuotta 2017 edeltäneen vuoden aikana. Lasku oli kyseisellä ajanjaksolla vähintään 10 prosenttiyksikköä Bulgariassa, Espanjassa, Kroatiassa, Kyproksessa, Portugalissa ja Slovakiassa. Nuorisotyöttömyysaste on kuitenkin edelleen yli 30 prosenttia Espanjassa, Italiassa ja Kreikassa, ja niiden nuorten osuus, jotka eivät ole työelämässä tai koulutuksessa, on

edelleen yli 15 prosenttia Bulgariassa, Italiassa, Kreikassa, Kroatiassa, Kyproksessa ja Romaniassa.

Sosiaalinen tilanne aiheuttaa parantumisestaan huolimatta edelleen huolta monissa EU-maissa, kuten köyhyyden ja puutteen tavanomaiset mittausvälineet osoittavat. Köyhyysriskin tai sosiaalisen syrjäytymisen riskin alaisen väestön osuus on vuosien 2016 ja 2017 välisenä aikana vähentynyt EU:ssa yhdellä prosenttiyksiköllä 22,5 prosenttiin[36]. Osuus on noin prosenttiyksikön alhaisempi kuin kriisin alussa havaittu osuus ja noin kaksi prosenttiyksikköä alhaisempi kuin vuonna 2013 havaittu huippu. Useimmissa maissa tapahtui laskua vuonna 2017. Nousua tapahtui Alankomaissa, Itävallassa, Luxemburgissa ja Tanskassa, tosin lähtötasot olivat niissä suhteellisen alhaiset. Köyhyys- ja syrjäytymisriskiaste vaihteli huomattavasti: se oli suurin Bulgariassa (38,9 prosenttia), jonka jälkeen tulivat Romania, Kreikka ja Liettua, ja alhaisin Tšekissä (noin 12 prosenttia), jonka jälkeen tulivat Suomi, Slovakia ja Alankomaat. Köyhyyden ja sosiaalisen syrjäytymisen yleinen kehitys on tulosta sen eri osatekijöiden erilaisesta kehityksestä. Köyhyysriskin alaisen väestön osuus on lisääntynyt viime vuosina joissakin jäsenvaltioissa ja toisissa puolestaan laskenut. Kolmen vuoden aikana suurimmat lisäykset kirjattiin Liettuassa (3,8 prosenttiyksikköä) ja Luxemburgissa (2,3 prosenttiyksikköä), kun taas merkittävät laskut kirjattiin Kreikassa (1,9 prosenttiyksikköä) ja Puolassa (2,0 prosenttiyksikköä). Vakava aineellinen puute väheni kolmen viime vuoden aikana (ja myös vuonna 2017) useimmissa EU:n jäsenvaltioissa. Sitä kuvaava indikaattori laski kolmen vuoden tarkastelujaksolla yli 5 prosenttiyksikköä Latviassa, Maltassa, Romaniassa ja Unkarissa. Lopuksi on todettava, että vaikka elpyminen on vähentänyt hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa asuvien (alle 60-vuotiaiden) henkilöiden osuutta useimmissa maissa, tämä osuus on kasvanut Suomessa ja Liettuassa kolmen vuotta 2017 edeltävän vuoden aikana. Lisäksi työssäkäyvien köyhyys vakiintui 9,6 prosentin ennätystasolle koko EU:ssa kahden viime vuoden aikana.

[36] *Köyhyysriskin tai sosiaalisen syrjäytymisen riskin alaisen väestön* osuutta koskeva indikaattori kuvaa sellaisten henkilöiden osuutta, jotka ovat haavoittuvassa asemassa vähintään yhden seuraavassa luetellun sosiaalisen indikaattorin perusteella: 1) *köyhyysriski*, jolla mitataan tuloköyhyyttä suhteessa kansalliseen tulonjakoon ja joka lasketaan sellaisten henkilöiden osuutena, joiden käytettävissä olevat tulot (mukautettuina kotitalouden koostumuksen perusteella) ovat alle 60 prosenttia kansallisesta mediaanitulosta; 2) *vakava aineellinen puute*, joka kattaa resurssien puutteeseen liittyvät indikaattorit ja jolla mitataan sellaisten ihmisten osuutta, joiden elämässä toteutuu vähintään neljä puutetekijää yhdeksästä, koska heillä ei ole varaa tietyntyyppisiin hankintoihin; 3) *hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa asuvilla* tarkoitetaan 0–59-vuotiaita henkilöitä kotitalouksissa, joissa aikuiset (18–59-vuotiaat) ovat edeltävän vuoden aikana työskennelleet alle 20 prosenttia koko työpotentiaalistaan. Näissä mittausvälineissä käytettyjen tietojen osalta tulojen viitejakso on tietty12 kuukauden jakso, kuten edellinen kalenteri- tai verovuosi, jota kaikkien maiden tiedot koskevat lukuun ottamatta Yhdistynyttä kuningaskuntaa, jonka osalta tulojen viitejakso on tutkimuksen tekovuosi, ja Irlantia, jossa tutkimus on jatkuva ja jossa tulotiedot kerätään tutkimusta edeltäneiltä 12 kuukaudelta. Tämän kertomuksen laadintahetkellä vuoden 2017 tiedot ovat saatavilla kaikista maista Irlantia ja Yhdistynyttä kuningaskuntaa lukuun ottamatta.

3. TIIVISTELMÄ TÄRKEIMMISTÄ HAASTEISTA JÄSENVALTIOISSA JA VALVONTAA KOSKEVISTA PÄÄTELMISTÄ

Yleisesti ottaen riskejä on edelleen monissa jäsenvaltioissa, ja niiden yhdistelmät vaihtelevat. Makrotalouden vakauteen kohdistuvien haasteiden vakavuus vaihtelee huomattavasti eri jäsenvaltioissa riippuen haavoittuvuuksien ja kestämättömien suuntausten luonteesta ja laajuudesta sekä siitä, miten ne vaikuttavat toisiinsa ja yhdistyvät. Tärkeimmät riskilähteet yhdistyvät useiden typologioiden mukaisesti seuraavassa tiivistetyllä tavalla:

- Useat jäsenvaltiot kärsivät pääasiassa *moninaisista ja toisiinsa liittyvistä varantohaavoittuvuuksista*. Tämä koskee yleensä maita, joihin luotoituksen suhdannevaihtelut ovat iskeneet kovimmin ja joissa myös vaihtotase on kääntynyt vastakkaiseen suuntaan, millä on myös ollut vaikutuksia pankkisektoriin ja julkiseen velkaan.
    - Kyproksen ja Kreikan tapauksessa korkeat velkakannat ja suuret ulkomaiset nettovarallisuusasemat yhdistyvät finanssisektorin jäljellä oleviin haasteisiin. Näiden maiden on edelleen vähennettävä huomattavasti velkojaan tilanteessa, jossa julkisen talouden liikkumavaraa on vähän, työttömyys on korkea (joskin vähenemässä) ja potentiaalinen kasvu vaatimatonta.
    - Espanjassa, Irlannissa, Kroatiassa ja Portugalissa on myös varantoja koskevista vanhoista ongelmista aiheutuvia merkittäviä, moninaisia ja toisiinsa liittyviä haavoittuvuuksia. Bulgariassa yritysten suuri velkaantuneisuus yhdistyy finanssisektoriin liittyviin pitkällisiin ongelmiin. Näissä maissa varantoepätasapainot ovat väistymässä talouden laajentumisen myötä. Tähän liittyy joissakin tapauksissa asuntojen hintojen tasolla ilmenevien kustannuspaineiden uudelleen kehittyminen (erityisesti Irlannissa ja yhä enenevässä määrin myös Portugalissa) sekä kustannuskilpailukyvyn parantumisen pysähtyminen (erityisesti Bulgariassa yksikkötyökustannukset ovat nousseet voimakkaasti).
- Joissakin jäsenvaltioissa haavoittuvuus johtuu pääasiassa *suuresta julkisesta velasta* ja ongelmista, jotka liittyvät *potentiaaliseen tuotannon kasvuun* ja *kilpailukykyyn*. Tämä koskee erityisesti Italiaa, jossa haavoittuvuudet liittyvät myös pankkisektoriin ja järjestämättömien lainojen suureen määrään, joka on kuitenkin viime aikoina vähentynyt nopeaan tahtiin. Myös Belgiassa ja Ranskassa on suureen julkiseen velkaan ja potentiaaliseen kasvuun liittyviä ongelmia tiukassa kilpailukykytilanteessa, mutta niissä ei ole vastaavia julkiseen velkaan tai haavoittuvassa asemassa oleviin pankkeihin liittyviä potentiaalisia riskejä. Ranskassa yritysten suhteellisen suuri velkamäärä on kasvussa. Belgiassa kotitalouksien suhteellisen suuri velkamäärä yhdistyy mahdollisesti yliarvostettuihin asuntojen hintoihin.
- Joillekin jäsenvaltioille ovat ominaista *suuret ja jatkuvat vaihtotaseen ylijäämät*, jotka heijastavat vaihtelevassa määrin myös vaimeaa yksityistä kulutusta ja vaimeita investointeja ja jotka ylittävät sen, mikä olisi perusteltavissa talouden perustekijöillä. Tämä koskee erityisesti Saksaa ja Alankomaita. Saksan tapauksessa tähän yhdistyy lisäksi se, että kaikilla talouden sektoreilla vähennetään velkoja, vaikka velkatasot eivät ole suhteellisesti kovin suuria. Alankomaissa suuri ylijäämä yhdistyy kotitalouksien suureen velkamäärään ja asuntojen hintojen voimakkaaseen nousuun. Suuret ja jatkuvat ylijäämät saattavat merkitä sitä, että kasvua ja kotimaisia investointimahdollisuuksia menetetään, mikä vaikuttaa muuhun euroalueeseen

tilanteessa, jossa inflaatio on edelleen tavoitetta hitaampaa ja jossa ulkoinen ympäristö muuttuu yhä epävarmemmaksi ja voi osoittautua kasvua vähemmän tukevaksi.

- Joissakin jäsenvaltioissa *hinta- tai kustannusmuuttujien kehityksessä on merkkejä mahdollisesta ylikuumenemisesta etenkin asunto- tai työmarkkinoilla*.
    - Ruotsissa, ja pienemmässä määrin Alankomaissa, Itävallassa, Luxemburgissa, Tanskassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa, asuntojen hintojen nousu on jatkunut tilanteessa, jossa mahdollisesti esiintyy positiivisia arvostuseroja ja jossa kotitalouksilla on runsaasti velkaa. Viimeaikainen näyttö viittaa kuitenkin siihen, että asuntojen hintojen nousu on hidastunut näissä maissa. Monissa maissa asuntojen hintojen voimakkaaseen nousuun liittyy vähemmän näyttöä yliarvostuksesta, ja kotitalouksien velkakannat ovat maltilliset (esim. Latvia, Tšekki ja Unkari).
    - Latviassa, Liettuassa, Romaniassa, Tšekissä, Unkarissa ja Virossa yksikkötyökustannukset kasvavat edelleen suhteellisen ripeää tahtia samaan aikaan kun hintakilpailukyky heikkenee vähitellen. Romaniassa yksikkötyökustannusten kasvu on kiihtynyt tilanteessa, jossa vaihtotaseen alijäämä on kasvanut ja jossa harjoitetaan myötäsyklistä finanssipolitiikka, joka saattaa lisätä mahdollisia ylikuumenemispaineita.

Tulevissa perusteellisissa tarkasteluissa on mahdollista syventää näiden haasteiden analyysia ja politiikkatoimien arviointia.

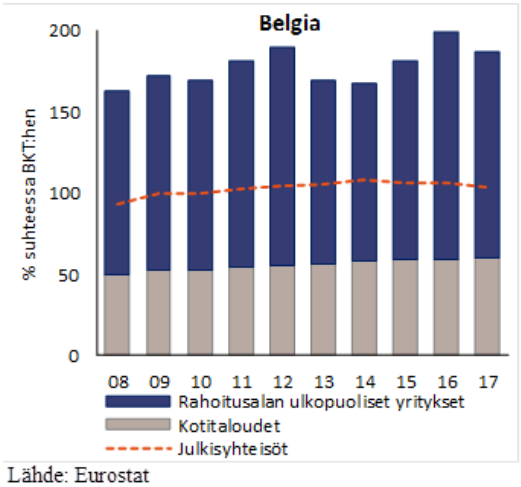
Yhteenvetona voidaan todeta, että perusteellinen tarkastelu on tarpeen 13 jäsenvaltion osalta. Nämä jäsenvaltiot ovat Alankomaat, Bulgaria, Espanja, Irlanti, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Romania, Ruotsi ja Saksa. Näistä jäsenvaltioista yksitoista oli perusteellisen tarkastelun kohteena makrotalouden epätasapainoa koskevan vuotuisen menettelyn edellisellä kierroksella. Vakiintuneen käytännön mukaisesti uusi perusteellinen tarkastelu tehdään sen arvioimiseksi, ovatko havaitut epätasapainot pahenemassa vai korjautumassa, jotta voidaan päivittää aikaisempaa arviota. Kyseiset yksitoista jäsenvaltiota ovat Alankomaat, Bulgaria, Espanja, Irlanti, Italia, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Ruotsi ja Saksa. Perusteellinen tarkastelu tehdään myös Kreikasta, jotta voidaan arvioida useista lähteistä, etenkin varantohaavoittuvuuksista, aiheutuvia mahdollisia epätasapainoja. Kreikka oli aikaisemmin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisen valvonnan ulkopuolella, koska se oli rahoitustukeen liittyvän makrotalouden sopeutusohjelman kohteena elokuuhun 2018 asti. Varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esitetty arviointi ei viittaa merkittäviin lisäriskeihin verrattuna viimeisimmissä saatavilla olevissa perusteellisissa tarkasteluissa havaittuihin riskeihin useissa sellaisissa jäsenvaltioissa, joiden osalta makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukainen valvonta on lopetettu viime vuosina (Slovenia vuonna 2018, Suomi vuonna 2017, Belgia ja Unkari vuonna 2016) tai joista tehdyissä perusteellisissa tarkasteluissa ei havaittu epätasapainoja (Itävalta ja Viro vuonna 2016). Sen sijaan vaikuttaa aiheelliselta tehdä Romaniasta perusteellinen tarkastelu, jotta voidaan arvioida kehitystä ja jo aikaisemmissa perusteellisissa tarkasteluissa havaittujen riskialttiiden kehityssuuntausten mahdollista uusimista, erityisesti kilpailukyvyn ja ulkoisen tasapainon osalta.

4. EPÄTASAPAINOT, RISKIT JA SOPEUTUS: JÄSENVALTIOKOHTAISET KOMMENTIT

Belgia: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Belgialla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: yksityinen velka ja julkinen velka.

Ulkoista kestävyyttä tukevat paraneva vaihtotase ja suotuisa ulkomainen nettovarallisuusasema. Yksikkötyökustannukset ovat joitakin vuosia jatkuneen maltillisen palkkakehityksen jälkeen kasvaneet, mutta ne ovat hallinnassa. Vientimarkkinaosuus supistui hieman vuonna 2017. Yksityisen velan määrä on suhteellisen suuri erityisesti rahoitusalan ulkopuolisissa yrityksissä, vaikkakin laajalti käytössä olevat kansainväliset konsernilainat kasvattavat velkalukuja. Kotitalouksien velkaan liittyvät riskit johtuvat pääasiassa asuntomarkkinoista. Asuntojen reaalihintojen nousu on ollut viime vuosina maltillista, joskaan vuotta 2008 edeltänyttä nopeaa kasvua tasoittavaa korjausliikettä ei ole tapahtunut. Julkisen velan kasvu on tasoittunut, ja julkinen velka on hieman supistunut vuoden 2014 velkahuipusta. Suuri julkinen velka muodostaa edelleen merkittävän haasteen julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyydelle. Työmarkkinatilanne on parantunut työttömyyden laskun jatkuessa. Myös pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys on vähentynyt. Työvoimaosuus on edelleen alhainen verrattuna muihin EU-maihin, kun taas avoimien työpaikkojen määrä on suuri ja kasvaa.

*Kuvio A1: **Velka talouden eri sektoreilla***



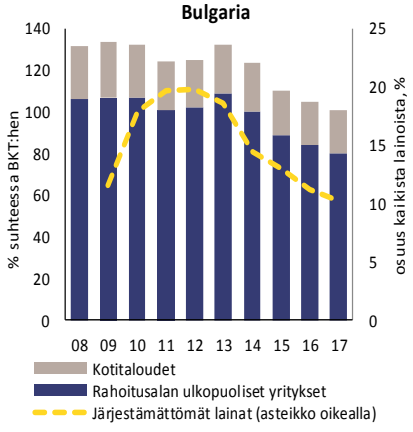
Lähde: Eurostat

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

Bulgaria*:* Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Bulgarialla oli *epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti rahoitusalan haavoittuvuustekijöihin sekä yritysten suureen velkaantuneisuuteen ja niiden järjestämättömien lainojen suureen määrään. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat kolme indikaattoria ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu ja asuntojen reaalihintojen kasvu.

Vaihtotaseen ylijäämä kasvoi edelleen vuonna 2017 samalla kun pääasiassa suorista ulkomaisista sijoituksista muodostuva negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema parani entistään.

*Kuvio A2: **Yksityinen velka ja järjestämättömät lainat***



Lähde: Eurostat ja EKP

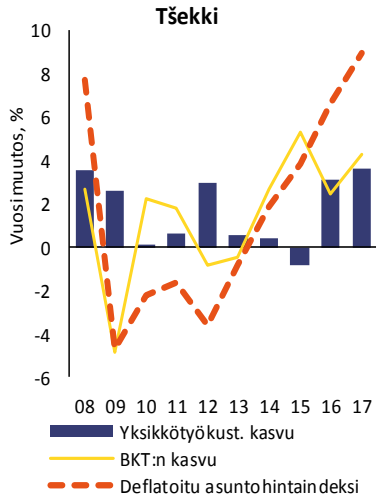
Yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui selvästi vuonna 2017, mutta reaalinen efektiivinen valuuttakurssi säilyi melko vakaana, ja vientimarkkinaosuudet kasvoivat jonkin verran. Ongelmana on edelleen yrityssektorin suuri velka, vaikka velkasuhde on viime vuosina vähitellen supistunut, mikä osaltaan johtuu nimellisen BKT:n voimakkaasta kasvusta. Luottovirrat ovat jälleen piristymässä, mikä hidastaa velkavivun purkamista mutta saattaa toisaalta tukea yksityisten investointien vilkastumista ja potentiaalisen kasvun vahvistumista. Järjestämättömien lainojen osuus on edelleen suuri etenkin yrityssektorilla, vaikka se onkin supistumassa. Vaikka rahoitusalan valvonnan parantamisessa on edistytty vuonna 2016 toteutetun omaisuuserien laaduntarkastelun jälkeen, jäljellä on joitakin haavoittuvuustekijöitä, joihin on syytä kiinnittää edelleen huomiota. Näihin kuuluvat muun muassa lähipiiriliiketoimet ja vaikeasti arvostettavissa oleviin omaisuuseriin liittyvät vastuut. Asuntojen reaalihinnat ovat nousseet nopeasti. Samalla rakentaminen on lisääntynyt ja asuntoluottojen määrä on kasvanut. Tässä vaiheessa ei vielä ole merkkejä yliarvostuksesta, mutta asuntomarkkinoiden nykyisen dynamiikan vuoksi tilannetta on perusteltua seurata tarkkaan. Tässä myönteisessä suhdannetilanteessa työttömyys on edelleen vähentynyt erityisesti nuorten ja pitkäaikaistyöttömien keskuudessa, ja työvoimaosuus on kohentunut.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät rahoitusalalla edelleen oleviin haavoittuvuustekijöihin ja yrityssektorin velkaan. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu epätasapaino, että on aiheellista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Tšekki: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Tšekillä *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: asuntojen reaalihintojen nousu ja rahoitusalan kokonaisvastuut.

Vaihtotase on kehittynyt parempaan suuntaan, ja se oli vuonna 2017 hieman ylijäämäinen. Valuuttakurssisitoumuksen päätyttyä huhtikuussa 2017 reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui samalla kun ulkomainen nettovarallisuusasema lujittui edelleen, vaikkakin hitaammin kuin edellisinä vuosina. Nimelliset yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet merkittävien palkankorotusten seurauksena, ja niiden kasvun ennustetaan edelleen kiihtyvän akuutin työvoimapulan vuoksi. Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin vahvistumisesta huolimatta vientimarkkinaosuudet ovat viime vuosina edelleen kasvaneet jonkin verran. Asuntojen hintojen nousu ja asuntolainojen määrän kasvu ovat kiihtyneet entisestään ja edellyttävät tiivistä seurantaa. Yksityisen sektorin velka on kuitenkin maltillisella tasolla. Tämä koskee myös kotitalouksien velkaa, joka on säilynyt ennallaan. Julkista velkaa on vähän, ja velan määrä vähenee edelleen julkisen talouden ylijäämän tukemana. Rahoitusalan velkojen kasvu kiihtyi huomattavasti vuonna 2017, ja niiden määrä ylitti ohjeellisen

Kuvio A3: ***BKT, yksikkötyökustannukset ja asuntojen hinnat***



Lähde: komission yksiköt

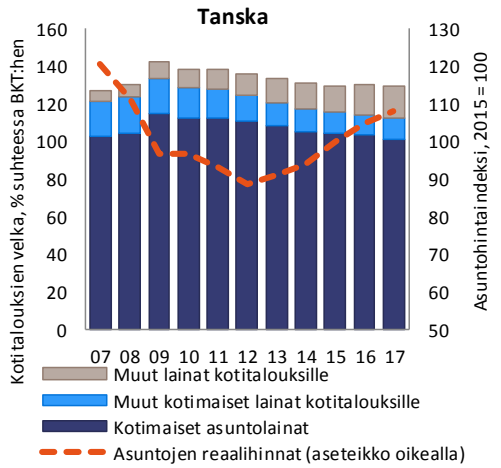
kynnysarvon. Tämä johtui pääasiassa siitä, että ulkomaiset yksiköt olivat ostaneet Tšekin korunan määräisiä talletuksia ennen valuuttakurssisitoumuksen päättymistä. Työttömyysaste laski edelleen, ja työmarkkinat olivat erittäin kireät.

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

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

Vaihtotase on edelleen voimakkaasti ylijäämäinen. Peräkkäisistä ylijäämistä on ollut seurauksena suuri positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka on tuottanut positiivisia nettoensituloja. Tämä on puolestaan vahvistanut vaihtotaseen ylijäämää. Yksikkötyökustannusten kasvu on hillittyä, vaikka kiristyneet työmarkkinat aiheuttavat painetta palkkoihin, ja tuottavuuden kehitys on vaimeaa. Vientimarkkinaosuuksien kasvu on pitkälti pysynyt ennallaan. Vaikka asuntojen hintojen nousu hidastui kansallisella tasolla, hinnat nousivat edelleen keskimääräistä nopeammin tärkeimmillä suurkaupunkialueilla. Tätä kehitystä on seurattava tarkkaan. Kotitalouksien velka suhteessa BKT:hen on edelleen EU:n suurin, ja se supistuu vain hitaasti tilanteessa, jossa luotonannon kasvu on vaatimatonta. Kotitaloudet ovat jatkaneet säästöjensä kasvattamista, mikä on osoitus pyrkimyksestä vähentää velkaantumista, ja makrovakaustoimenpiteitä on toteutettu riskialttiin luotonoton rajoittamiseksi. Yritysten velkaantuneisuus on sen sijaan edelleen maltillista. Tilanne työmarkkinoilla paranee jatkuvasti, työllisyyden kasvu on vakaata, ja työvoimapula yleistyy.

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

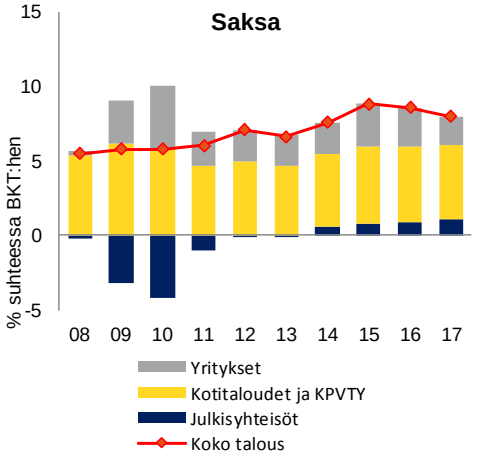


Lähde: Eurostat ja EKP

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

Saksa*:* Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Saksalla oli *makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti sen suureen vaihtotaseen ylijäämään. Tämä ylijäämä johtuu sekä julkisen että yksityisen sektorin säästöihin verrattuna vaimeista investoinneista. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät edelleen ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotase ja julkinen velka.

*Kuvio A5: **Nettoluotonotto/-anto sektoreittain***



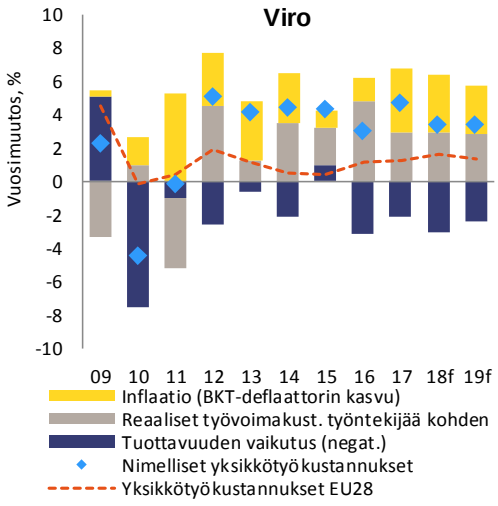
Lähde: Eurostat

Vaihtotaseen ylijäämä on edelleen erittäin suuri, mutta se supistui hieman vuositasolla vuonna 2017. Vaihtotaseen ylijäämän odotetaan edelleen supistuvan kotimaisen kysynnän tasaisen kasvun myötä mutta pysyttelevän tästä huolimatta edelleen suurena ja kasvattavan ulkomaista nettovarallisuusasemaa entisestään. Yksikkötyökustannusten kasvu on jatkunut maltillisena. Viennin kasvu voimistui vuonna 2017, mutta vientimarkkinaosuudet supistuivat hieman. Yksityisen sektorin velkaantuminen vähenee edelleen, vaikka sektorin velka on pieni. Samaan aikaan yritysinvestoinnit kasvavat suhteessa BKT:hen. Myös investoinnit asuntosektorille kasvavat, mutta ne eivät edelleenkään riitä täyttämään suurkaupunkialueiden asuntotarpeita. Asuntojen reaalihintojen nousu on nopeutunut, ja rakennuskustannukset ovat kasvaneet. Molempiin seikkoihin olisi kiinnitettävä huomiota myös alueellisten hintaerojen ja asuntojen saatavuuden osalta. Luotonannon kasvu on vähitellen vahvistumassa. Kotitalouksien säästämisaste on edelleen korkea, vaikka palkkojen kasvu on maltillista ja yksityinen kulutus voimakasta. Tämä johtuu yritysten kotitalouksille jakamien tulojen kasvusta. Julkinen velka väheni edelleen, ja sen odotetaan supistuvan alle kynnysarvon (60 % suhteessa BKT:hen) vuoteen 2019 mennessä. Samalla julkisten investointitarpeiden merkittävä kasauma säilyy. Kokonaistyöttömyys samoin kuin nuoriso- ja pitkäaikaistyöttömyys ovat edelleen vähentyneet ja pysyttelevät hyvin alhaisella tasolla.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät pitkäaikaiseen säästöjen ylijäämään suhteessa investointeihin. Tämä näkyy suurena ja vain vähitellen supistuvana vaihtotaseen ylijäämänä ja korostaa tarvetta jatkaa tasapainottamista. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu epätasapaino, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Viro: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Virolla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Kuvio A6: ***Yksikkötyökustannusten hajotelma***



Lähde: komission yksiköt

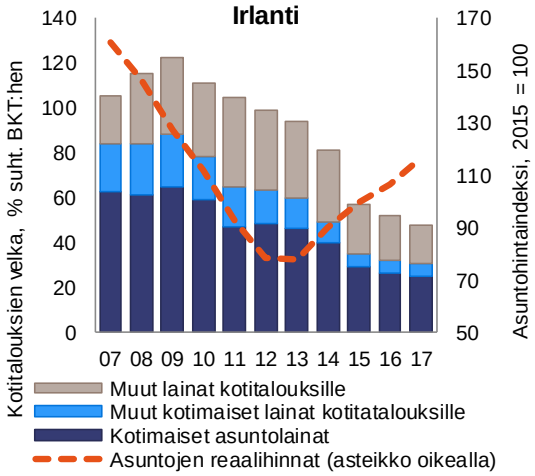
Vaihtotaseen ylijäämä kasvoi edelleen vuonna 2017, ja ulkomainen nettovarallisuusasema parani niin, että se on nyt kynnysarvon rajoissa. Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu jatkuu nopeana, mikä johtuu inflaatiosta ja voimakkaasta palkkojen noususta. Tuottavuuden kehitys on ollut vaimeaa, mikä on jossain määrin heikentänyt kustannuskilpailukyvyn indikaattoreita. Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui edelleen, mutta vientimarkkinaosuudet säilyivät ennallaan. Asuntojen reaalihintojen nousu, joka on ollut dynaamista viime vuosina, hidastui maltilliselle tasolle vuonna 2017. Yksityisen velan vähentäminen on jatkunut, ja julkista velkaa on hyvin vähän. Työmarkkinat kiristyvät, mutta maahanmuutto on jossain määrin vähentänyt työvoimapulaa.

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

Irlanti: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Irlannilla oli *makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti suuresta julkisesta ja yksityisestä velasta ja suuresta ulkomaisesta nettovelasta johtuviin haavoittuvuustekijöihin. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, yksityinen velka, julkinen velka ja asuntojen reaalihintojen vuosimuutos.

Vaihtotase oli vuonna 2017 merkittävästi ylijäämäinen, kun se vuonna 2016 oli ollut merkittävästi alijäämäinen edeltävien vuosien ylijäämien jälkeen. Näihin viimeaikaisiin vaihtotaseen heilahteluihin vaikuttivat osaltaan immateriaalioikeuksien tuonnin heilahtelut ja sopimusvalmistus.[37] Ulkomainen nettovarallisuusasema on edelleen parantunut, mutta se on yhä erittäin negatiivinen, mikä johtuu suurelta osin sellaisten monikansallisten yritysten toiminnasta, joiden yhteydet kotimaan talouteen ovat rajalliset. Tuottavuuden voimakas kasvu, jota paisuttaa niin ikään monikansallisten yritysten toiminta, on viime vuosina auttanut parantamaan kilpailukykyä. Yksityisen sektorin velka on edelleen hyvin suuri, mutta se on jatkanut laskuaan.

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



Lähde: Eurostat ja EKP

Kotitaloudet ovat edelleen vähentäneet velkaansa, ja irlantilaisten pankkien riskisaamisten määrä kotimaisilta yrityksiltä on vähentynyt, mikä viittaa siihen, että yritysten velkaantuneisuuden purkaminen jatkuu. Kotimaisten rahoitusalan ulkopuolisten yritysten tilannetta on vaikeampi tulkita, koska monikansallisten yritysten osuus yritysten velkojen kokonaismäärästä on suuri. Asuntojen hintojen nousu on ollut erittäin dynaamista vuodesta 2014 lähtien pääasiassa tarjonnan rajoitusten vuoksi, mikä edellyttää tiivistä seurantaa. Julkinen velka suhteessa BKT:hen on vahvan talouskasvun myötä supistunut, mutta velkasuhde on edelleen korkea. Järjestämättömien lainojen osuus on viime vuosina pienentynyt, mutta se on edelleen suuri. Vaikka pankkien pääomapohja on hyvä, niiden varausten määrä vähentynyt. Pankkien kannattavuus paranee vähitellen, joskin kehitys on edelleen vaimeaa. Työttömyysaste laski alle makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon vuonna 2017, ja pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys ovat edelleen laskussa.

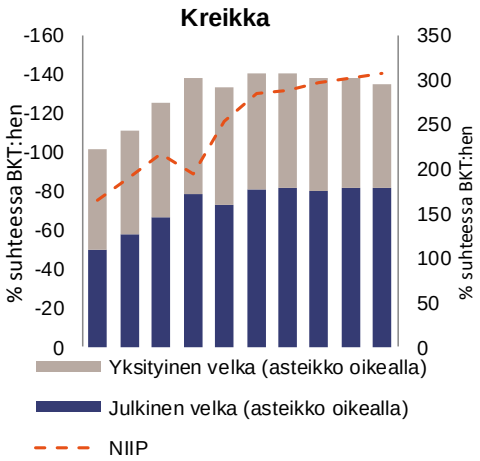
Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät ulkoisen rahoitusaseman epävakauteen, yksityisen ja julkisen velan määrään, asuntojen hintojen nopeaan nousuun ja järjestämättömien lainojen suhteellisen suureen osuuteen. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaitut epätasapainot, että on aiheellista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

[37] Sopimusvalmistus on prosessi, jossa kotimaassa sijaitsevat monikansalliset yritykset tekevät ulkomaisten yritysten kanssa sopimuksia tavaroiden valmistamisesta. Koska kotimaiset yritykset omistavat nämä tavarat, niiden myynti kirjataan kotimaan vienniksi, vaikka ne eivät päädy kotimaan talouteen.

Kreikka: Kreikka on vuodesta 2010 lähtien viime aikoihin asti ollut rahoitustukiohjelmien kohteena. Sen vuoksi epätasapainotilojen seuranta ja korjaavat toimenpiteet on toteutettu rahoitustukiohjelmien yhteydessä eikä makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä. Kreikka on viime vuosina toteuttanut merkittäviä toimia vähentääkseen virtaepätasapainojaan ja hallitakseen niihin liittyviä riskejä, mutta jäljellä olevien varantoepätasapainojen odotetaan jatkuvan. Tämä näkyy ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, jossa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, vientimarkkinaosuuksien menetykset, julkinen velka ja työttömyysaste.

Vaikka yksityisen sektorin ulkomainen nettovarallisuusasema on positiivinen, suuri julkisen ulkomaanvelan osuus aiheuttaa sen, että ulkomainen nettovarallisuusasema on kokonaistasolla merkittävästi negatiivinen. Vaikka suuri osa ulkomaanvelasta on annettu erittäin edullisin ehdoin, ulkomaisen nettovarallisuusaseman pitkän aikavälin kestävyys edellyttää vaihtotaseen äskettäisten parannusten jatkumista olosuhteissa, joissa kotimainen kysyntä kasvaa. Viimeksi kuluneiden viiden vuoden aikana on havaittu vientimarkkinaosuuksien huomattavia menetyksiä, mutta näyttää siltä, että suuntaus on kääntynyt vuonna 2017. Julkisen sektorin velka suhteessa BKT:hen on hyvin suuri, vaikka velkasuhteen odotetaan supistuvan. Velkasuhteen kestävyyttä tukee myös kesäkuussa 2018 tehty euroryhmän sopimus. Asuntojen reaalihinnat laskivat edelleen vuonna 2017, mutta kehitys on tasaantunut vuoden 2018 alussa. Luotonannon kasvu on edelleen negatiivista, sillä yksityisen velan vähentäminen jatkuu. Järjestämättömien lainojen suuri määrä haittaa talouden luotonsaannin tervehdyttämistä, joka on välttämätöntä, jotta kasvua voitaisiin tukea keskipitkällä aikavälillä. Työttömyys on vähenemässä, mutta se on edelleen korkea, erityisesti pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyyden tapauksessa.

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

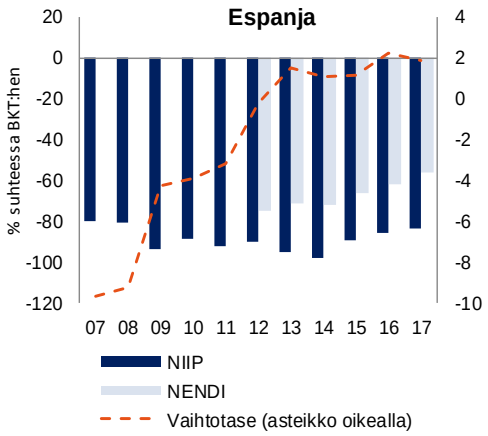


Lähde: Eurostat

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät suureen julkiseen ja ulkoiseen velkaan, vähäisiin säästöihin ja järjestämättömien lainojen suureen määrään. Kaikki nämä tekijät esiintyvät tilanteessa, jolle on ominaista korkea työttömyys, heikko tuottavuuden kasvu ja verkkainen investointitoiminta. Komissio pitää siksi aiheellisena selvittää asiaan liittyviä riskejä tarkemmin ja arvioida perusteellisessa tarkastelussa, onko epätasapainoa vai ei.

Espanja: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Espanjalla oli *makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti suureen ulkomaiseen ja kotimaiseen velkaan yksityisellä ja julkisella sektorilla korkean työttömyyden vallitessa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityisen sektorin ja julkisen talouden velkasuhteet, työttömyysaste ja työvoimaosuuden kasvu.

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



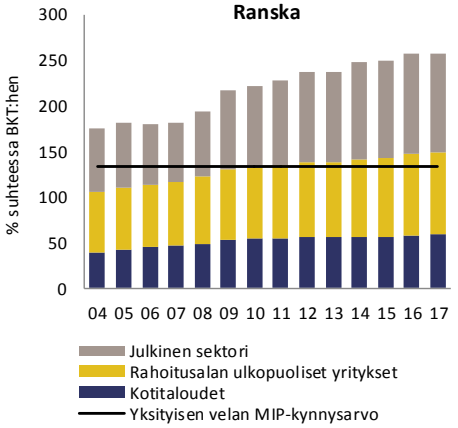
Lähde: komission yksiköt

Ulkoinen tasapainottaminen on jatkunut, vaikka se on ollut suhteellisen hidasta. Ulkomainen nettovarallisuusasema on parantunut, mutta se on edelleen hyvin negatiivinen. Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu on ollut vakaata tilanteessa, jossa palkkojen nousu on ollut maltillista ja tuottavuuden kasvu vähäistä. Vientimarkkinat ovat vuositasolla kasvaneet jonkin verran huolimatta reaalisen efektiivisen valuuttakurssin hienoisesta vahvistumisesta vuonna 2017. Yksityisen sektorin velka on edelleen vähentynyt koko vuoden 2017 ajan, erityisesti yritysten osalta, mutta velan vähentämiseen on edelleen tarvetta. Lisäksi uusia lainoja on alettu jälleen myöntää, mikä tukee investointien elpymistä. Kotitalouksien velkaantumisen vähentämistä hidastaa myös kulutusluottojen voimakas kasvu. Aikaisemmin aliarvostetut asuntojen hinnat ovat viime vuosina elpyneet. Julkisen talouden alijäämää on viime vuosina pystytty supistamaan pääasiassa voimakkaan talouskasvun ansiosta, mutta jatkuvat alijäämät merkitsevät sitä, että julkisen talouden velkasuhde supistuu hitaasti. Työttömyys on vähentynyt nopeasti, mutta se on edelleen hyvin korkealla tasolla, erityisesti nuorten keskuudessa. Samaan aikaan tuottavuuden heikosta kasvusta seuraa, että kilpailukyvyn paraneminen on riippuvaista kustannuseduista.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat ulkoinen kestävyys, yksityinen ja julkinen velka sekä työmarkkinoiden sopeutus tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on heikkoa. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaitut epätasapainot ja niiden vaikutus maan rajat ylittävällä tasolla, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Ranska: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Ranskalla oli *makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti suureen julkiseen velkaan ja heikkoon kilpailukykyyn tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu oli heikkoa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät tai saavuttavat ohjeelliset kynnysarvot: julkisen ja yksityisen sektorin velka ja työttömyysaste.

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



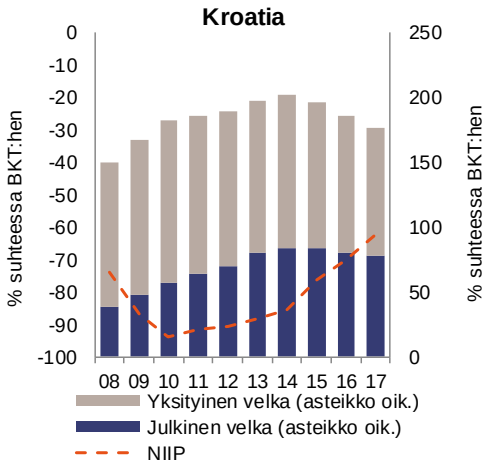
Lähde: Eurostat

Vaihtotaseen alijäämä pysyi suurin piirtein ennallaan vuonna 2017, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni. Viennin kasvun nopeutumisesta huolimatta vientimarkkinaosuudet supistuivat hieman vuonna 2017 samalla kun reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vakiintui. Maltillinen palkkakehitys hillitsi yksikkötyökustannusten kasvua. Tuottavuuden kehitys on kuitenkin pysynyt heikkona. Suuresta ja edelleen kasvavasta julkisesta velasta johtuvat haavoittuvuustekijät ovat edelleen merkittävä ongelma. Suuren julkisen velan ja suuren yksityisen velan yhdistelmä lisää haavoittuvuutta. Yksityisen sektorin velka on suhteellisen suuri erityisesti rahoitusalan ulkopuolisten yritysten osalta, ja luotonannon kasvu on hieman elpymässä. Asuntojen reaalihinnat nousivat maltillisesti. Työmarkkinatilanne kohenee, ja työttömyysindikaattorin arvot ovat kynnysarvon rajoissa.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat suuri velkaantuneisuus ja heikko kilpailukyky tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on hidasta. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu epätasapaino, että on aiheellista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Kroatia: Komissio päätteli helmikuussa 2018, että Kroatialla oli *liiallisia makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät julkisen, yksityisen ja ulkomaisen velan suureen määrään tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu on heikkoa. Velat ovat suurelta osin ulkomaan valuutassa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, julkinen velka ja työttömyysaste.

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



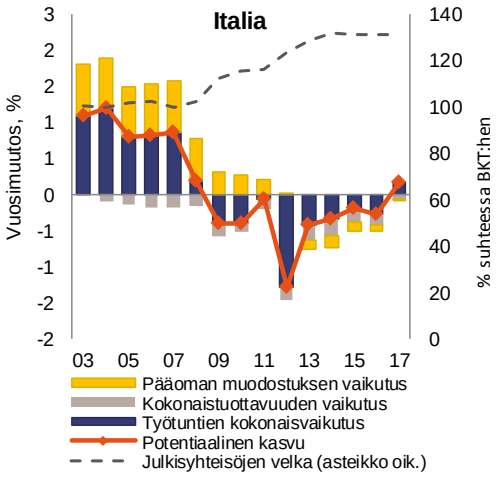
Lähde: Eurostat

Pääasiassa suorista ulkomaisista sijoituksista muodostuva negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on vaihtotaseen ylijäämän kasvaessa vahvistunut, vaikka se on edelleen kynnysarvon yläpuolella ja alttiina jatkuville valuuttariskeille. Nimellisten yksikkötyökustannusten negatiivinen kasvu viittaa siihen, että kustannuskilpailukyky on edelleen parantunut vaikka reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on säilynyt ennallaan. Tämän seurauksena Kroatia kasvatti markkinaosuuksiaan edelleen vuonna 2017 mutta hitaammin kuin aiempina vuosina. Yksityisen sektorin velka jatkoi laskuaan vuonna 2017 luottovirtojen elpymisestä huolimatta. Järjestämättömien lainojen määrän väheneminen pankkisektorilla on hidastunut, ja suuri osa rahoitusalan ulkopuolisille yrityksille myönnetyistä lainoista on edelleen järjestämättömiä. Julkisen talouden velkasuhde supistui edelleen vuonna 2017, mikä johtui osaltaan myös julkisen talouden rahoitusaseman kohenemisesta. Työttömyysaste laski edelleen. Työvoimaosuus on kuitenkin edelleen hyvin alhainen ja tuottavuuden kehitys hidasta. Tämä heikentää potentiaalista kasvua. Maan suurimpaan työnantajaan, Agrokoriin, liittyvät riskit ovat vähentyneet sen jälkeen, kun yrityksen velkojat hyväksyivät velkasaneeraussuunnitelman.

Talouspoliittisissa päätelmissä korostuvat korkeina säilyneet mutta laskevat velkatasot, valuuttariskit kaikilla talouden sektoreilla ja suuremman potentiaalisen kasvun merkitys kestävän korjauksen kannalta. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu liiallinen epätasapaino, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

Italia: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Italialla oli *liiallisia makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti erittäin suuren julkisen velan ja pitkään jatkuneen heikon tuottavuuskehityksen aiheuttamiin riskeihin tilanteessa, jossa järjestämättömiä lainoja on paljon ja työttömyys korkea. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat kaksi indikaattoria ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: julkinen velka ja työttömyysaste.

Kuvio A12: ***Potentiaalinen kasvu ja julkinen velka***



Lähde: komission yksiköt

Ulkoinen rahoitusasema on melko vahva, sillä vaihtotase on ylijäämäinen ja ulkomainen nettovarallisuusasema paranee. Julkisen talouden velkasuhde (velka suhteessa BKT:hen) vakiintui hyvin korkealle tasolle vuonna 2017. Hallituksen finanssipoliittiset suunnitelmat, odotettua heikompi elpyminen ja suuremmat lainanottokustannukset

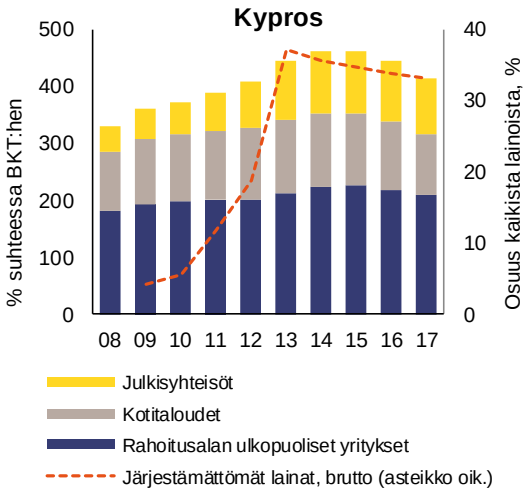
hidastavat julkisen talouden velkasuhteen supistamista jatkossa. Samaan aikaan tuottavuuden hidas kasvu ja työikäisen väestön väheneminen heikentävät potentiaalista kasvua. Tuottavuuden hidas kasvu on seurausta pitkäaikaisista rakenteellisista heikkouksista. Näihin kuuluvat muun muassa epäedullisempi liiketoimintaympäristö kuin vertaismaissa, rahoitusvaikeudet, korkean osaamistason työntekijöiden puute ja vähäiset investoinnit aineettomaan omaisuuteen. Pankkien taseiden tervehdyttämisessä on edistytty, ja Italian pankkisektori palautui kannattavaksi vuonna 2017. Haavoittuvuustekijät eivät kuitenkaan ole poistuneet, etenkään kun on kyse sellaisista pienistä ja keskisuurista pankeista, joilla on yhä runsaasti järjestämättömiä lainoja ja jotka ovat alttiimpia valtioriskille kuin suuret pankit. Työmarkkinaolosuhteet ovat vähitellen parantumassa, mutta työttömyysaste on edelleen korkea, huomattavasti korkeampi kuin ennen kriisiä, erityisesti nuorten ja pitkäaikaistyöttömien osalta. Yleinen työvoimaosuus on kasvamassa, mutta se on edelleen euroalueen keskiarvon alapuolella. Italian makrotalouden epätasapainojen kasvu on pysähtynyt käynnissä olevan elpymisen ansiosta. Epätasapainot ovat kuitenkin edelleen huomattavia, ja niiden purkautuminen etenee vain vähitellen. Reaalisen BKT:n kasvun hidastuminen ja uudet jännitteet valtion joukkolainamarkkinoilla saattavat heikentää tähän mennessä saavutettua edistystä.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät julkisen velan suureen määrään tilanteessa, jossa markkinat ovat aiempaa epävakaammat ja työttömyys korkea. Tuottavuuden kehitys on edelleen heikkoa, ja pankkien ja valtioiden välinen negatiivinen kierre aiheuttaa jälleen huolta. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu liiallinen epätasapaino, että on aiheellista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

Kypros: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Kyproksella oli *liiallisia makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti yksityisen, julkisen ja ulkomaisen velan suureen määrään ja järjestämättömien lainojen suureen osuuteen pankkijärjestelmässä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot vuonna 2017: vaihtotase, ulkomainen nettovarallisuusasema, reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, yksityissektorin velka, julkinen velka, työttömyysaste ja työvoimaosuuden muutos.

Vaihtotaseen alijäämä kasvoi vuonna 2017 tuonnin vahvan kasvun ansiosta, ja negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on edelleen huomattava. Kustannuskilpailukyvyn sopeutus väheni hieman, koska yksikkötyökustannukset kasvoivat hivenen ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vakiintui. Yksityisen sektorin velkaantuneisuuden taso on EU:n korkeimpia niin kotitalouksien kuin yritystenkin osalta, ja velkaantumisen purkaminen on hidasta. Erityisesti kotitalouksien säästöt ovat negatiiviset. Asuntojen reaalihintojen tarkistus alaspäin on ohittanut huippunsa, ja asuntojen hinnat ovat alkaneet nousta maltillisesti. Järjestämättömien lainojen erittäin suuri määrä haittaa talouden luotonsaantia, joka on välttämätöntä, jotta potentiaalista kasvua voitaisiin tukea keskipitkällä aikavälillä. Julkinen velka suhteessa BKT:hen on edelleen hyvin suuri. Työttömyys vähenee nopeasti,

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



Lähde: Eurostat ja EKP

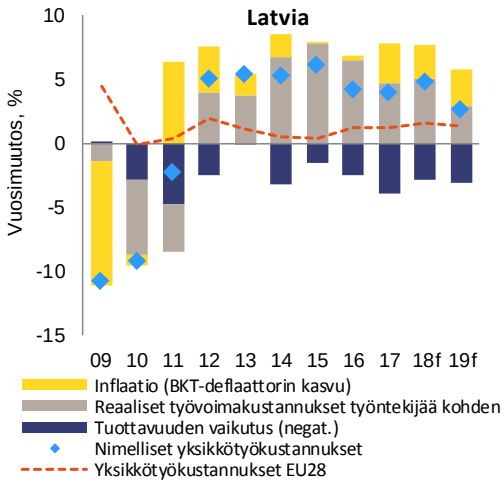
mutta työttömyysaste on silti korkea etenkin nuorten keskuudessa, vaikka pitkäaikaistyöttömyys ja nuorisotyöttömyys ovatkin vähentyneet kolmen viime vuoden aikana.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät ulkoiseen kestävyyteen, yksityiseen ja julkiseen velkaan, rahoitusalan haavoittuvuustekijöihin ja työmarkkinoiden sopeutukseen. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu liiallinen epätasapaino, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

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

Vaihtotase on pääpiirteissään tasapainossa, ja negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka muodostuu suurelta osin suorista ulkomaisista sijoituksista, on parantunut nimellisen BKT:n vahvan kasvun ansiosta, vaikka se onkin edelleen kynnysarvon yläpuolella. Yksikkötyökustannukset ovat suhteellisesti tarkasteltuna kasvaneet nopeasti useiden vuosien ajan, mikä heijastaa vahvaa palkkojen kasvua ja kireitä työmarkkinoita, ja indikaattori on ylittänyt tulostaulun kynnysarvon vuodesta 2014. Vaikutukset ulkoiseen hintakilpailukykyyn ja vientimenestykseen ovat tähän asti olleet vähäiset, mikä johtuu osittain siitä, että voittomarginaalit ovat pienentyneet. Työmarkkinoiden kiristymisen vuoksi palkkojen kasvun odotetaan jatkuvan vahvana. Kaiken kaikkiaan tämä kehitys vaarantaa maan kilpailukyvyn ja kasvunäkymät keskipitkällä aikavälillä. Asuntojen reaalihintojen nousu on pysynyt dynaamisena. Vaikka asuntojen hintojen nousu hidastui vuonna 2017 vuoteen 2016 verrattuna, se on kiihtynyt jälleen vuoden 2018 ensimmäisellä puoliskolla. Luotonannon kasvu on ollut yleisesti vaimeaa. Julkista ja yksityistä velkaa on melko vähän.

Kuvio A14: ***Yksikkötyökustannusten hajotelma***

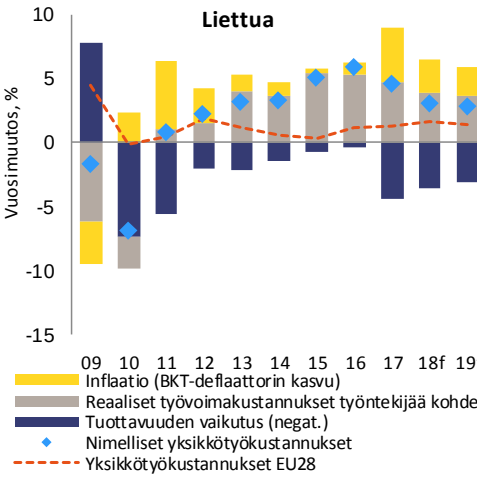


Lähde: komission yksiköt

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat työmarkkinoiden kehitykseen ja ulkoiseen kilpailukykyyn liittyvät kysymykset, vaikka riskit näyttävät olevan tässä vaiheessa hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Liettua: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisillä kierroksilla Liettualla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema ja nimelliset yksikkötyökustannukset.

Kuvio A15: ***Yksikkötyökustannusten hajotelma***



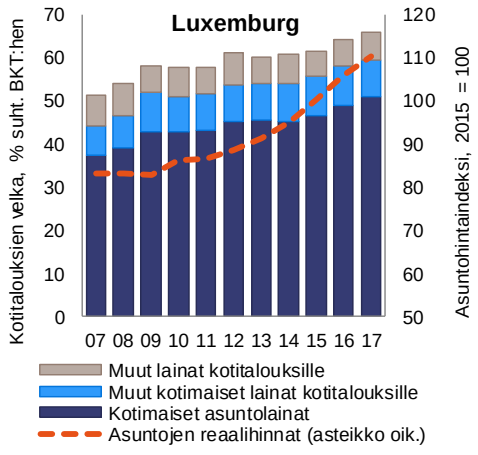
Lähde: komission yksiköt

Vaihtotase on pitkälti tasapainossa. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka muodostuu suurelta osin suorista ulkomaisista sijoituksista, on nimellisen BKT:n vahvan kasvun ansiosta parantunut, vaikka se onkin edelleen hieman kynnysarvon yläpuolella. Yksikkötyökustannukset ovat suhteellisesti tarkasteltuna kasvaneet nopeasti useiden vuosien ajan, ja indikaattori on ylittänyt tulostaulun ohjeellisen kynnysarvon vuodesta 2015. Kasvu on ollut seurausta kireisiin työmarkkinoihin liittyvästä palkkojen voimakkaasta noususta ja muun muassa minipalkan nopeasta noususta vuoden 2016 jälkeen. Työvoimakustannusten nousun vaikutukset ulkoiseen kustannuskilpailukykyyn ja vientimenestykseen ovat tähän asti olleet vähäiset. Tämä johtuu osittain siitä, että voittomarginaalit ovat pienentyneet, mikä ei välttämättä ole kestävä suuntaus pidemmällä aikavälillä. Työttömyyden vähenemisen ja työmarkkinoiden kiristymisen vuoksi palkkojen kasvun odotetaan jatkuvan vahvana. Kaiken kaikkiaan tämä kehitys saattaa heikentää maan kilpailukykyä ja kasvunäkymiä keskipitkällä aikavälillä. Asuntohintojen kasvu on ollut dynaamista viime vuosina. Hinnat ovat nousseet vähitellen, ja ne ovat edelleen kynnysarvon alapuolella. Luotonannon kasvu on nopeutunut. Julkisen ja yksityisen velan määrä on edelleen suhteellinen vähäinen ja vakaa.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat yksikkötyökustannusten kehitykseen ja ulkoiseen kilpailukykyyn liittyvät kysymykset, vaikka riskit näyttävät olevan tässä vaiheessa hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Luxemburg: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Luxemburgilla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: yksityisen sektorin velkaantuneisuus, työvoimaosuuden muutos ja pitkäaikaistyöttömyysaste.

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



Lähde: Eurostat ja EKP

Ulkoiselle rahoitusasemalle on edelleen ominaista vakaa vaihtotaseen ylijäämä ja vakaa positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema. Maan asema kansainvälisenä rahoituskeskuksena vaikuttaa kuitenkin näihin lukuihin enemmän kuin kotimaan talouden toiminta. Vientimarkkinaosuuksien kumulatiivinen kasvu on tasaantunut. Aivan viime aikoina on kuitenkin tapahtunut joitakin vientimarkkinaosuuksien menetyksiä, jotka ovat osaltaan seurausta heikentyneestä

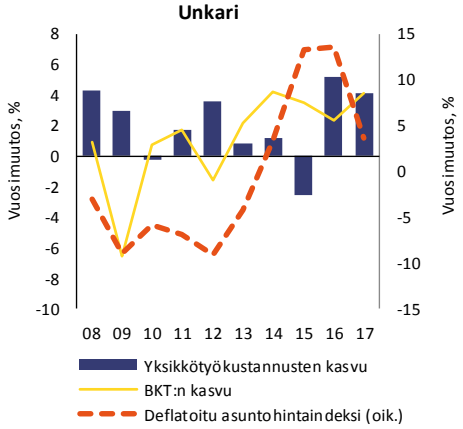
kustannuskilpailukyvystä. Kustannuskilpailukyvyn heikentymiseen ovat puolestaan vaikuttaneet yksikkötyökustannusten kasvun nopeutuminen ja tuontihintojen kasvu. Asuntojen reaalihinnat ovat viime vuosikymmenen aikana kasvaneet melko voimakkaasti, ja kokonaiskehitystä on edelleen seurattava tiiviisti. Asuntojen hinnat nousevat tilanteessa, jolle ovat ominaista dynaamiset työmarkkinat, suuri nettomaahanmuutto ja suotuisat rahoitusehdot. Sen sijaan asuntojen tarjonta on edelleen melko rajallista, eikä se riitä kattamaan voimakasta kysyntää. Asumisen kohtuuhintaisuus heikkenee edelleen, sillä asuntojen hinnat nousevat jatkuvasti. Yrityssektorin velan määrä on hyvin suuri, mutta velkaantuminen liittyy pääasiassa rajat ylittäviin konsernilainoihin. Kotitalouksien velka, joka muodostuu pääasiassa asuntolainoista, on lisääntynyt tasaisesti, mikä kuvastaa kiinteistömarkkinoiden dynaamista kehitystä ja suotuisia luottoehtoja. Vaikka matalammat korot ja asuntolainojen pitkät laina-ajat ovat vähentäneet kotitalouksien taloudellisia rasitteita ja vaikka suurin osa uusista asuntolainoista on kiinteäkorkoisia, suuri osa velallisista kotitalouksista on edelleen alttiina korkojen nousulle. Maan rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä lieventää kuitenkin pankkisektorin vakaus. Julkisen velan määrä on edelleen erittäin pieni. Talouskasvun viimeaikaisesta hidastumisesta huolimatta työmarkkinat kiristyvät ja työttömyys vähenee edelleen.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat eräät pääasiassa asuntojen hintojen jatkuvaan nousuun ja kotitalouksien velkaan liittyvät hallitut riskit. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Unkari: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Unkarilla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema ja julkinen velka.

Viime vuosien vaihtotaseen ylijäämä on merkinnyt pääasiassa suorista ulkomaisista sijoituksista muodostuvan negatiivisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman nopeaa ja kestävää paranemista. Vientimarkkinaosuudet kasvoivat vuonna 2017 autoteollisuuden kasvun tukemana. Nimelliset yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet merkittävästi työmarkkinoiden kiristyessä. Työvoimakustannuksia kasvattivat myös hallinnolliset palkankorotukset, jotka kuitenkin osittain kompensoituivat työnantajien sosiaaliturvamaksujen vähennyksillä. Luottovirrat yksityissektorille kääntyivät positiivisiksi, mutta yksityissektorin luotot vähenivät edelleen vuonna 2017. Asuntojen reaalihintojen nousu on tasaantunut aiempien vuosien merkittävän hintojen nousun jälkeen. Asuntojen merkittävää arvonnousua eräillä alueilla ja asuntolainojen määrän nopeaa kasvua olisi kuitenkin seurattava. Kiinteistömarkkinoiden käynnissä oleva elpyminen voi auttaa vähentämään järjestämättömien lainojen määrää, joka on edelleen suuri. Pankkisektori on parantanut kannattavuuttaan ja häiriönsietokykyään. Julkinen velka on suotuisasta suhdannetilanteesta huolimatta supistunut myötäsyklisen finanssipolitiikan seurauksena vain vähitellen. Työttömyys laski ennätyksellisen alhaiselle tasolle, ja kiristyvät työmarkkinat tukivat osaltaan palkkojen nopeaa nousua, joka ylitti edelleen tuottavuuden kasvun.

Kuvio A17: ***BKT, yksikkötyökustannukset ja asuntojen hinnat***



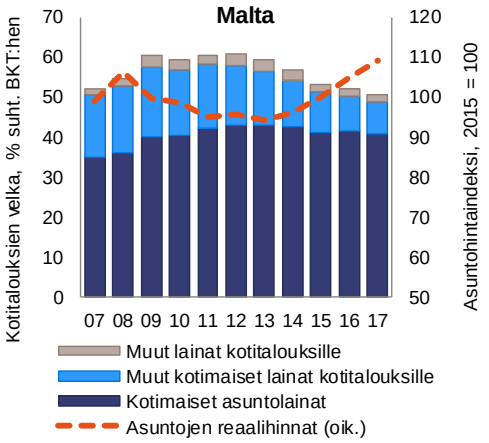
Lähde: Eurostat

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

Malta: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Maltalla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa vaihtotase ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Vaihtotaseen suuri ylijäämä kasvoi edelleen vuonna 2017, ja se on nyt erittäin merkittävä. Samaan aikaan jo ennestään positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema parani huomattavasti. Ulkoinen rahoitusasema kuvastaa kuitenkin pikemminkin vaihteluita kansainvälisesti suuntautuneella yrityssektorilla kuin kotimaista kehitystä. Kustannuskilpailukyvyn ja reaalisen efektiivisen valuuttakurssin kehitys on ollut melko myönteistä, ja samaan aikaan maltillinen palkkakehitys yhdessä työvoiman tuottavuuden melko voimakkaan kasvun kanssa on pitänyt yksikkötyökustannusten kasvun maltillisena. Yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen supistui nimellisen BKT:n vahvan kasvun seurauksena merkittävästi vuonna 2017. Vaikka yrityssektorin velkaantumisaste on edelleen korkea, kotitalouksille suunnatun luotonannon kasvu on hidastunut. Julkisen sektorin velkasuhde on ollut vankasti laskusuunnassa. Asuntojen reaalihinnat nousivat vuonna 2017, ja niitä on syytä seurata. Etenkin runsas talouden toimeliaisuus ja vähäiset mahdollisuudet yksityisten säästöjen sijoittamiseen ovat lisänneet uudelleen kiinnostusta asuntomarkkinoihin. Omaisuuserien laatu kotimaan pankkisektorilla on parantumaan päin, ja käytettävissä olevat pääomapuskurit näyttävät riittävän kattamaan välittömät riskit, joita asuntomarkkinat tai institutionaaliset rakenteet voisivat aiheuttaa. Työmarkkinat toimivat edelleen erittäin hyvin. Työllisyys kasvaa voimakkaasti, ja jo ennestään alhainen työttömyys vähenee.

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



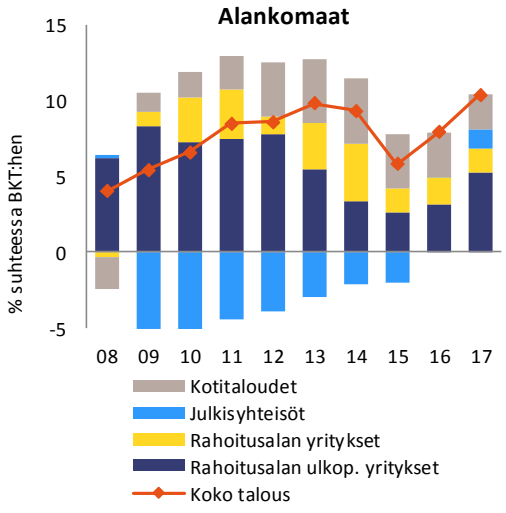
Lähde: Eurostat ja EKP

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät ulkoiseen rahoitusasemaan ja asuntomarkkinoihin tilanteessa, jossa talouskasvu on vahvaa. Riskit näyttävät kuitenkin olevan tässä vaiheessa hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Alankomaat: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Alankomailla oli *makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti yksityisen velan suureen määrään ja vaihtotaseen suureen ylijäämään. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotaseen kolmen vuoden keskiarvo, yksityisen sektorin velka ja asuntojen reaalihintojen nousu.

Vaihtotaseen ylijäämä on edelleen hyvin suuri, ja se kasvoi entisestään vuonna 2017 samalla kun positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema supistui hieman. Kaikilla sektoreilla saavutettiin nettosäästöjä. Vaihtotaseen ylijäämän kasvu vuonna 2017 johtui kuitenkin pääasiassa rahoitusalan ulkopuolisista yrityksistä, joiden säästöylijäämä oli seurausta niiden melko hyvästä kannattavuudesta ja suhteellisesti tarkasteltuna matalasta investointiasteesta. Yksikkötyökustannusten kehitys on vaimeaa, ja palkkojen nousu on linjassa tuottavuuden kehityksen kanssa. Yksityisen sektorin velkasuhde on korkea, ja yrityssektorin velkaan sisältyy monikansallisten yritysten konsernilainoja. Kotitalouksilla on paljon velkaa. Tämä johtuu omistusasuntojen suotuisasta verokohtelusta ja edullisista asuntolainakoroista. Kotitalouksien velan suhde BKT:hen on supistumassa, mutta nimellinen velka on jälleen kasvussa. Asuntomarkkinat elpyvät voimakkaasti, sillä asuntojen hintojen nousu nopeutui edelleen vuonna 2017. Tähän kehitykseen on vaikuttanut myös se, etteivät vuokra-asuntomarkkinat toimi tyydyttävästi. Työmarkkinat kiristyvät, ja työttömyys on vähäistä ja vähenee edelleen.

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



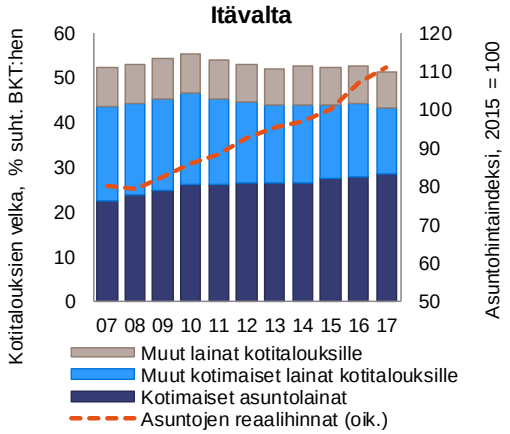
Lähde: Eurostat

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kotitalouksien suureen velkaan ja suureen kotimaiseen säästöylijäämään liittyvät kysymykset. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu epätasapaino, että on aiheellista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

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

Vaihtotaseen ylijäämä säilyi ennallaan maltillisella tasolla vuonna 2017, ja ulkomainen nettovarallisuusasema oli lievästi positiivinen. Vientimarkkinaosuudet säilyivät ennallaan. Yksikkötyökustannukset kasvavat hitaasti, koska työvoiman tuottavuuden kasvu on nopeutunut tilanteessa, jossa palkat ovat nousseet vain vähän. Asuntojen reaalihintojen kasvusuuntaus jatkui, mutta kasvu oli vuonna 2017 hitaampaa kuin vuonna 2016. Tätä kehitystä on seurattava, vaikka hintojen nousu ei näytä johtuvan luotonannosta, jonka kasvun voidaan havaita hieman nopeutuneen. Sekä yritysten että kotitalouksien velkasuhteet alenevat hitaasti. Myös julkisen velan väheneminen jatkuu. Velka väheni vuonna 2017 vahvan talouskasvun ja kansallistettujen rahoituslaitosten omaisuuserien käynnissä olevan purkamisen seurauksena. Pankkisektorin tilanne parani edelleen osittain myös Itävallan naapurimaiden elpymisen seurauksena. Työttömyysaste laski merkittävästi suotuisan taloustilanteen ja työllisyyden voimakkaan kasvun myötä.

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



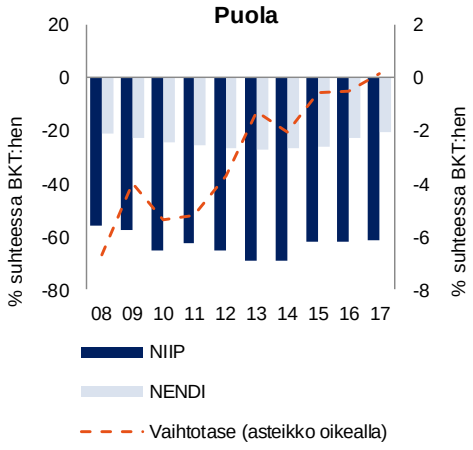
Lähde: Eurostat ja EKP

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

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

Vaihtotase parani siten, että se oli pitkälti tasapainossa vuonna 2017, ja negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema säilyi ennallaan. Ulkoiset haavoittuvuustekijät pysyvät hallinnassa, koska suurin osa ulkomaisesta velasta on suoria ulkomaisia sijoituksia. Vientimarkkinaosuuksien kasvu oli jälleen vahvaa vuonna 2017. Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu on hillittyä tilanteessa, jossa tuottavuus kasvaa voimakkaasti ja palkat nousevat. Yksityisen sektorin velkasuhde supistui vuonna 2017, mikä on seurausta BKT:n voimakkaasta kasvusta ja Puolan zlotyn vahvistumisesta suhteessa niihin valuuttoihin, jonka määräistä osa velkakannasta on. Julkisen talouden velka prosentteina suhteessa BKT:hen supistui

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



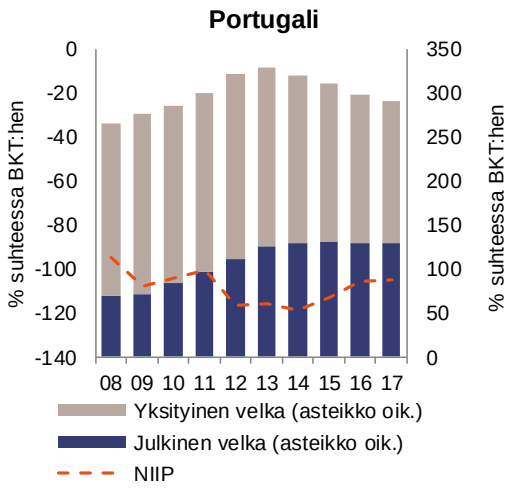
Lähde: komission yksiköt

edelleen tasolta, joka oli jo melko alhainen. Tämä oli seurausta talouden nopeasta nimelliskasvusta, julkisen sektorin pienemmästä alijäämästä ja Puolan zlotyn valuuttakurssin vahvistumisesta. Pankkisektorin riskit olivat edelleen hallinnassa. Työmarkkinakehitys jatkui hyvänä, mistä oli seurauksena työttömyysasteen lasku hyvin alhaiseksi.

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

Portugali: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Portugalilla oli *liiallisia makrotalouden epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti suureen ulkomaiseen nettovelkaan, yksityiseen ja julkiseen velkaan sekä järjestämättömien lainojen suureen osuuteen tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on vähäistä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: ulkomainen nettovarallisuusasema, julkinen velka, yksityinen velka, työttömyys ja asuntojen reaalihintojen nousu.

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



Lähde: Eurostat

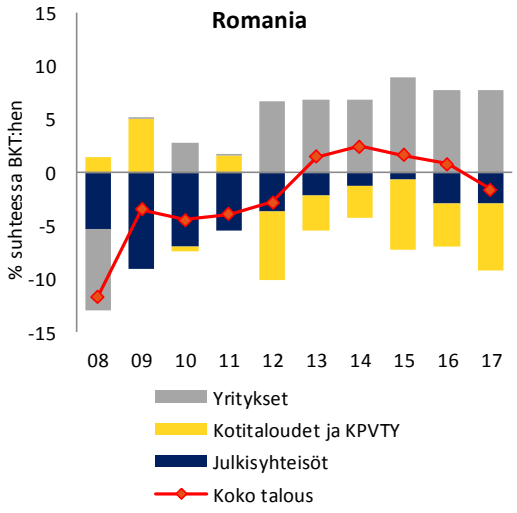
Vaihtotase on vakaa ja hieman ylijäämäinen. Sen sijaan ulkomainen nettovarallisuusasema on edelleen erittäin negatiivinen, ja sopeutuksen ennustetaan jatkuvan hyvin hitaana. Hintakilpailukyky heikkeni hieman vuonna 2017, kun reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui hivenen. Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui jonkin verran, kun taas työvoiman tuottavuuden kasvu oli negatiivista vuonna 2017. Tämä kehitys on kuitenkin pitkälti yhdenmukainen kauppakumppanimaissa tapahtuneen kehityksen kanssa, joten vientimarkkinaosuudet kasvoivat. Yksityisen velan vähentäminen jatkuu, ja luotonannon kasvu on edelleen vähäistä. Julkisen velan määrä on edelleen erittäin suuri, mutta sen ennustetaan vähenevän tasaisesti. Pankit ovat parantaneet taseitaan ja kasvattaneet nettotulojaan merkittävästi, mutta haavoittuvuustekijöitä on yhä, koska järjestämättömien lainojen määrä on edelleen suuri viimeaikaisesta pienentymisestä huolimatta. Asuntojen hinnat nousevat edelleen voimakkaasti, tosin tilanteessa, jossa ne olivat aikaisemmin aliarvostettuja ja jossa asuntolainakanta on säilynyt pitkälti ennallaan. Työmarkkinoilla on viime vuosina tapahtunut myönteisen talouskehityksen ansiosta laaja-alaista paranemista, ja työttömyys on vähentynyt merkittävästi.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat kysymykset, jotka liittyvät varantomuuttujien epätasapainoon, erityisesti ulkomaiseen nettovelkaan, ja julkiseen ja yksityiseen velkaan, pankkisektorin haavoittuvuustekijöihin sekä tuottavuuden heikkoon kasvuun. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu epätasapaino, että on aiheellista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Romania: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Romanialla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja.* Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa ulkomainen nettovarallisuusasema ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Vaihtotaseen alijäämä kasvoi edelleen vuonna 2017 pääasiassa kulutustuotteiden tuonnin lisääntymisen seurauksena. Pääasiassa suorista ulkomaisista sijoituksista muodostuva negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema parani edelleen vaihtotaseen alijäämän kasvusta huolimatta. Tähän vaikutti nimellisen BKT:n vahva kasvu. Vientimenestys säilyi hyvänä vuonna 2017, ja Romanian vientimarkkinaosuudet kasvoivat edelleen. Yksikkötyökustannukset sen sijaan kasvoivat erittäin paljon vuonna 2017 palkkojen kiihtyneen nousun seurauksena etenkin julkisella sektorilla. Vaikka Romanian vientimenestys on tähän mennessä ollut hyvä, aikaisempien kokemusten perusteella voidaan olettaa, että julkisen sektorin palkkojen nousulla todennäköisesti on yksityiseen sektoriin kohdistuvia heijastusvaikutuksia, jotka saattavat aiheuttaa kustannuskilpailukyvyn menetyksiä tulevaisuudessa. Asuntojen reaalihintojen kasvu hidastui hivenen vuonna 2017, ja se jatkuu maltillisena. Pankkisektori on edelleen hyvin pääomitettu ja likvidi. Yksityiselle sektorille suunnatun luotonannon kasvu kiihtyi hieman, mutta se on edelleen maltillista. Työttömyysaste laski edelleen vuonna 2017, mikä heijastaa työmarkkinoiden kiristymistä. Työvoimaosuus parani jonkin verran. Sekä yksityinen että julkinen velka suhteessa BKT:hen supistuivat nimellisen BKT:n voimakkaan kasvun seurauksena, ja molempien määrä on edelleen melko vähäinen. Finanssipolitiikan viritys säilyy kuitenkin elvyttävänä keskipitkällä aikavälillä huolimatta suotuisasta taloustilanteesta, millä voi olla kielteinen vaikutus julkiseen velkaan ja vaihtotaseen kehitykseen. Kasvava kauppavaje ja yksikkötyökustannusten kasvun kiihtyminen ovat molemmat yhteydessä hallituksen määrätietoiseen myötäsykliseen finanssipolitiikkaan, jolla on jo saatu aikaan voimakkaasti kasvava talous toteuttamalla toistuvia veroleikkauksia ja julkisen sektorin palkkojen korotuksia. Lisäksi toistuvat ja vaikeasti ennakoitavissa olevat lakimuutokset lisäävät osaltaan yritysten toimintaympäristöön liittyvää epävarmuutta ja vaikuttavat kielteisesti yritysten päätöksentekoon ja investointeihin, mikä saattaa myös heikentää maan houkuttelevuutta kansainvälisten sijoittajien näkökulmasta.

Kuvio A23: ***Nettoluotonanto/-otto sektoreittain***

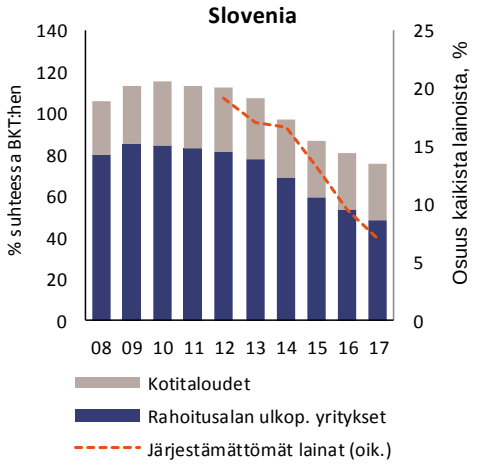


Lähde: Eurostat

Talouspoliittiset päätelmät viittaavat siihen, että haavoittuvuustekijät ovat lisääntyneet etenkin ulkoisen rahoitusaseman ja kilpailukyvyn osalta. Komissio pitää yleisesti ottaen aiheellisena selvittää asiaan liittyviä riskejä tarkemmin ja arvioida perusteellisessa tarkastelussa, onko epätasapainoja vai ei.

Slovenia: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Slovenialla *ei enää ollut makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa julkinen velka ja asuntojen reaalihintojen nousu ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Kuvio A24: ***Yksityinen velka ja järjestämättömät lainat***



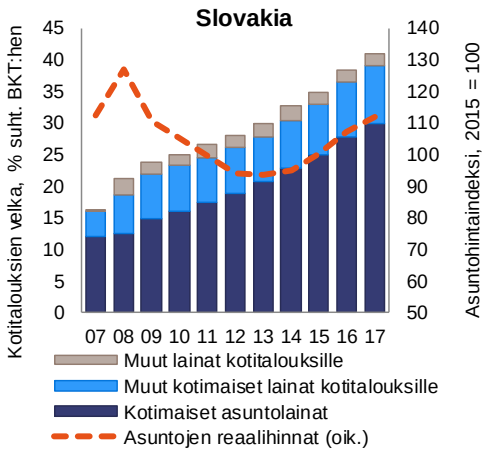
Lähde: Eurostat ja EKP

Suuri vaihtotaseen ylijäämä kasvoi edelleen vuonna 2017 viennin voimakkaan kasvun seurauksena. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema parani merkittävästi, eikä se ole enää kynnysarvon yläpuolella. Vientimarkkinaosuudet kasvoivat tilanteessa, jossa yksikkötyökustannusten kasvu oli maltillista ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi heikkeni. Yksityinen velka väheni edelleen, mikä johtui yrityssektorista. Luottovirta yksityiselle sektorille on kuitenkin kääntynyt positiiviseksi. Investoinnit lisääntyivät merkittävästi, mutta niiden määrä on edelleen alle pitkän aikavälin keskiarvon. Asuntojen hintojen nousu oli jonkin verran nopeampaa kuin aikaisempina vuosina. Asuntosektorille tehdyt investoinnit ovat säilyneet samalla tasolla, ja asuntoluottojen kasvu on maltillista. Julkisen sektorin velan määrä on edelleen suuri, mutta se on supistunut vuodesta 2015, jolloin se oli suurimmillaan. Ennustetut ikääntymiseen liittyvät kustannukset aiheuttavat edelleen riskejä julkisen talouden kestävyydelle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Pankkisektori on vakautunut, ja pankkien velkaantuneisuus vähenee. Järjestämättömien lainojen osuus, joka on yhä melko suuri, on edelleen laskusuunnassa, ja laskun odotetaan jatkuvan. Työmarkkinatilanne parani edelleen. Työvoimaosuus kasvoi ja työttömyysaste laski. Myös työvoiman tuottavuuden kasvu kiihtyi hieman vuonna 2017.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat lähinnä julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyyteen liittyvät kysymykset. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Slovakia: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Slovakiassa *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa ulkomainen nettovarallisuusasema ja rahoitusalan kokonaisvastuut ylittävät ohjeellisen kynnysarvon.

Kuvio A25: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotaseen alijäämä kasvoi edelleen vuonna 2017, mutta se on yleisesti ottaen yhä maltillinen. Ulkomainen nettovarallisuusasema on erittäin negatiivinen, joskin se on viime aikoina parantunut jonkin verran. Riskit ovat kuitenkin rajallisia, sillä suurin osa ulkomaisesta velasta liittyy suoriin ulkomaisiin sijoituksiin, joita on etenkin kasvavan autoteollisuuden alalla ja rahoitusalalla. Vientimarkkinaosuudet ja reaalinen efektiivinen

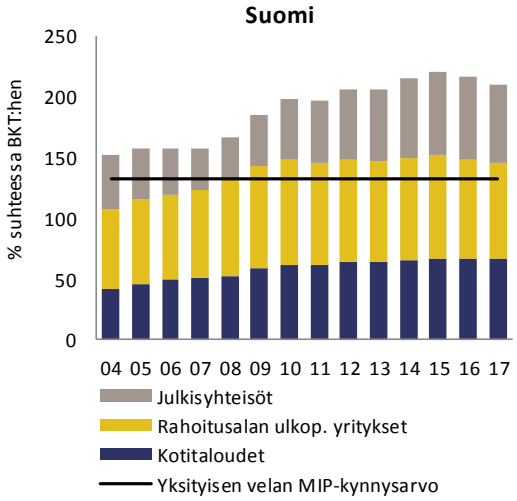
valuuttakurssi ovat säilyneet pitkälti ennallaan. Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu kiihtyi. Tämä johtui palkkojen voimakkaasta noususta työmarkkinoiden kiristyessä. Asuntojen hintojen nousu on edelleen nopeaa, mutta se hidastui vuonna 2017 vuodesta 2016. Kasvuvauhti on juuri kynnysarvon alapuolella. Yksityisen sektorin luotonoton kasvu hidastui jonkin verran, mutta yksityinen velka suhteessa BKT:hen kasvoi edelleen. Suureksi osaksi ulkomaisessa omistuksessa oleva pankkisektori on hyvin pääomitettu. Sekä kokonaistyöttömyysaste että pitkäaikaistyöttömyysaste ovat laskeneet edelleen samalla kun työvoimaosuus on kasvanut.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat ulkoisiin tekijöihin, asuntomarkkinoihin ja luotonannon kasvuun liittyvät kysymykset, mutta riskit näyttävät olevan toistaiseksi hallinnassa. Tästä syystä komissio ei tässä vaiheessa ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

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

Useiden vuosien ajan alijäämäisenä pysynyt vaihtotase oli vuonna 2017 edelleen hieman negatiivinen, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema oli hivenen positiivinen. Vientimarkkinaosuudet elpyivät jo toista peräkkäistä vuotta. Samaan aikaan kustannuskilpailukykyindikaattorit paranivat, kun yksikkötyökustannukset supistuivat ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi heikkeni. Vuosina 2018 ja 2019 vienti kasvaa todennäköisesti edelleen nopeammin kuin tuonti. Kustannuskilpailukykyindikaattorien kehityksen odotetaan kuitenkin vakaantuvan, kun kilpailukykysopimuksen myönteiset vaikutukset hiipuvat osittain. Julkinen ja yksityinen velka suhteessa BKT:hen vähenivät edelleen vuonna 2017, mikä kuvastaa tuotannon voimakasta elpymistä. Suotuisat lainaehdot, matalat korot ja parantuneet talousnäkymät ovat kuitenkin kiihdyttäneet yksityisen luotonoton kasvua, mikä saattaa vähentää velkaantumisen purkamista tulevaisuudessa. Yksityisen velan määrä on edelleen suuri. Kotitalouksilla on runsaasti velkaa, ja niiden säästämisaste on ennätyksellisen alhainen. Rahoitusala on edelleen hyvin pääomitettu, mikä rajoittaa rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä, ja suhteellisen vakaat asuntojen reaalihinnat viittaavat siihen, että kotitaloussektorin velkaantumiseen liittyvät riskit ovat vähäisiä. Julkisen talouden velkasuhde supistuu, mikä kuvastaa talouden kasvuolosuhteiden parantumista. Työllisyys lisääntyy edelleen ja työttömyys vähenee talouden lisääntyneen toimeliaisuuden ansiosta.

Kuvio A26: ***Velka talouden eri sektoreilla***

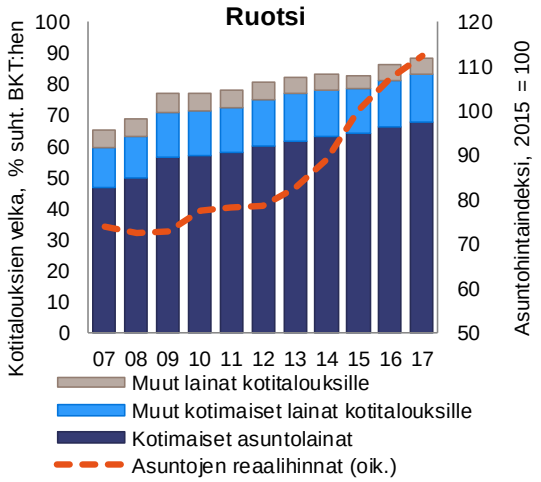


Lähde: Eurostat

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

Ruotsi: Komissio päätteli maaliskuussa 2018, että Ruotsilla oli *epätasapainotiloja*, jotka liittyivät erityisesti asuntojen hintojen yliarvostukseen, johon yhdistyy kotitalouksien velan jatkuva lisääntyminen. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa yksityisen sektorin velka ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

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



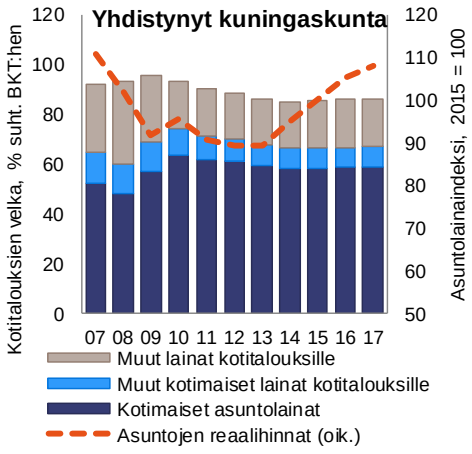
Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotaseen ylijäämä pysyi maltillisena ja pieneni hieman vuonna 2017. Ulkomainen nettovarallisuusasema on supistunut hieman ja on nyt lähes tasapainossa. Vientimarkkinaosuuksien menetykset ovat muuttuneet maltillisemmiksi, ja indikaattori on nyt jonkin verran kynnysarvon alapuolella. Yksikkötyökustannusten kasvu on hallinnassa, ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on heikentynyt. Kotitalouksilla on runsaasti velkaa, ja velan määrä on kasvanut jatkuvasti vuodesta 2008, myös vuonna 2017. Tähän kasvuun on liittynyt asuntojen hintojen nousu, mistä aiheutuu riskejä makrotalouden vakaudelle. Syksyllä 2017 asuntojen hinnat laskivat hieman, mutta ne ovat edelleen yleisesti ottaen erittäin korkeita. Asuntojen hintoja nostavat ja kotitalouksien velkaantuneisuutta kasvattavat etenkin omistusasumisen suotuisa verokohtelu, alhaiset asuntolainakorot ja asuntolainamarkkinoiden erityispiirteet. Pankkijärjestelmän riskit vaikuttavat olevan hallinnassa, sillä varojen laatu ja sektorin kannattavuus sekä kotitalouksien taloudellinen tilanne on yleisesti ottaen hyvä. Työmarkkinat kiristyvät, ja työttömyys vähenee edelleen.

Talouspoliittisissa päätelmissä esiin nousevat suureen yksityiseen velkaan ja asuntosektoriin liittyvät kysymykset. Komissio katsoo tämän vuoksi ja myös ottaen huomioon maaliskuussa 2018 havaittu epätasapaino, että on hyödyllistä selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

Yhdistynyt kuningaskunta: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Yhdistyneellä kuningaskunnalla *ei havaittu makrotalouden epätasapainotiloja*. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa seuraavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot: vaihtotaseen alijäämä, yksityisen sektorin velka ja julkinen velka.

Kuvio A28: ***Kotitalouksien velka ja asuntohintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

Vaihtotaseen alijäämä supistui hieman vuonna 2017 pääasiassa ensitulojen taseen paranemisen seurauksena. Tästä huolimatta alijäämä ja siihen liittyvät ulkoiset rahoitustarpeet ovat edelleen merkittävät. Englannin punnan heikkeneminen on tukenut ulkomaista nettovarallisuusasemaa, joka on hivenen negatiivinen, ja parantanut hintakilpailukykyä tilanteessa, jossa yksikkötyökustannusten kasvu on ollut maltillista. Tähän mennessä kaupan nettomääräinen reaktio Englannin punnan heikkenemiseen on kuitenkin ollut pettymys. Useita vuosia jatkuneen velkavivun asteittaisen purkamisen jälkeen yksityisen sektorin velkasuhde on nyt alhaisimmillaan. Erityisesti kotitalouksien velan määrä on yhä suuri, ja sitä on

edelleen seurattava tiiviisti. Asuntojen reaalihintojen nousu on hidastunut, ja asumiskustannukset ovat vakiintumassa, joskin korkealle tasolle. Julkisen velan määrä on suuri ja pitkälti vakaa. Matala työttömyysaste on laskenut entistään työllisyyden voimakkaan kasvun myötä, vaikka työn tuottavuus onkin edelleen heikko.

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

Taulukko 1.1: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulu vuodelta 2017

Vuosi 2017	Ulkoinen epätasapaino ja kilpailukyky					Sisäinen epätasapaino						Työllisyysindikaattorit¹		
	Vaihtotase, % suhteessa BKT:hen (3 vuoden keskiarvo)	**Ulkomainen nettovarallisuusasema** (% suhteessa BKT:hen)	**Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi - 42 kauppakumppania, YKHI-deflaattori** (3 vuoden %-muutos)	**Vientimarkkinaosuus, % maailman viennistä** (5 vuoden %-muutos)	**Nimellinen yksikkötyökustannusindeksi (2010=100)** (3 vuoden %-muutos)	**Deflatoitu asuntohintaindeksi (2015=100)** (1 vuoden %-muutos)	**Luottovirrat yksityissektorille, konsolidoitu** (% suhteessa BKT:hen)	**Yksityinen velka, konsolidoitu** (% suhteessa BKT:hen)	**Julkisyhteisöjen bruttovelka** (% suhteessa BKT:hen)	**Työttömyysaste** (3 vuoden keskiarvo)	**Rahoitusalan kaikki vastuut, konsolidoimaton** (1 vuoden %-muutos)	**Työvoimaosuus, % 15-64-vuotiaista** (3 vuoden muutos, prosenttiyksikköä)	**Pitkäaikaistyöttömyysaste, % 15-74-vuotiaasta työvoimasta** (3 vuoden muutos, prosenttiyksikköä)	**Nuorisotyöttömyysaste, % 15-24-vuotiaasta työvoimasta** (3 vuoden muutos, prosenttiyksikköä)
Kynnysarvot	-4/6 %	-35 %	±5 % (euroalue) ±11 % (ei-euroalue)	-6 %	9 % (euroalue) 12 % (ei-	6 %	14 %	133%	60 %	10 %	16.5 %	-0,2 prosenttiyks.	0,5 prosenttiyks.	2 prosenttiyks.
BE	-0.3	52.6	0.9	3.9	1.1	1.5p	-1.5	187.0	103.4	7.8b	0.7	0.3b	-0.8b	-3.9b
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6p	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1p	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7b	-0.4b	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5p	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0p	-2.2e	-0.8p	116.4p	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0p	4.5	0.2p	138.8p	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3p	1.8	7.0p	148.2p	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3d	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0p	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7p	1.3p	8.7p	316.3p	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1p	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2p	6.0	3.0p	252.1p	57.0	5.9	2.0p	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5p	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5p	7.9	1.3p	162.2p	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9p	4.0	1.7p	50.8p	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

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

1) Työllisyysindikaattoreiden osalta ks. varoitusmekanismia koskevan vuoden 2016 kertomuksen sivu 2. 2) Asuntohintaindeksi e = lähteenä Kreikan keskuspankki. 3) Kroatian nimellinen yksikkötyökustannusindeksi d: työllisyystiedoissa käytetään kansallista käsitettä kotimaan käsitteen sijasta. 4) Työttömyysaste, työvoimaosuus, pitkäaikaistyöttömyysaste ja nuorisotyöttömyysaste: Belgiassa tiedonkeruumenetelmiä on tarkistettu; Irlannissa on otettu käyttöön uusi työvoimatutkimus, joka korvaa neljännesvuosittaisen kansallisen kotitaloustutkimuksen tietolähteenä; Tanskassa on parannettu tiedonkeruumenetelmiä ja otettu käyttöön tietokoneavusteiset haastattelut verkossa.

Lähde: Euroopan komissio, Eurostat ja talouden ja rahoituksen pääosasto (reaalisen efektiivisen valuuttakurssin osalta), ja Kansainvälinen valuuttarahasto, IMF WEO -raportti (tavaroiden ja palvelujen maailmanlaajuisen viennin volyymin osalta).

Taulukko 2.1: Lisäindikaattorit vuonna 2017

Vuosi 2017	Reaalinen BKT (1 vuoden %-muutos)	Kiinteän pääoman bruttomuodostus (% suhteessa BKT:hen)	Kotimaiset T&K-bruttomenot (% suhteessa BKT:hen)	Vaihto- ja pääomatase (nettoluotonanto/-otto) (% suhteessa BKT:hen)	Ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (% suht. BKT:hen)	Suorat ulkomaiset sijoitukset tilastoivaan talouteen - virtatiedot (% suht. BKT:hen)	Suorat ulkomaiset sijoitukset tilastoivaan talouteen - kantatiedot (% suht. BKT:hen)	Energiatuotekaupan nettotase (% suhteessa BKT:hen)	Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi, euroalueen kauppakumppanit (3 vuoden %-muutos)	Vientitulos suhteessa kehittyneisiin talouksiin (5 vuoden %-muutos)	Vaihtosuhde (5 vuoden %-muutos)	Vientimarkkinaosuudet, volyymi (1 vuoden %-muutos)	Työn tuottavuus (1 vuoden %-muutos)	Koti- ja ulkomaisten yksiköiden järjestämättömien lainojen bruttomäärä (% lainojen bruttomäärästä)	Yksikkötyökustannukset suhteessa euroalueeseen (10 vuoden %-muutos)	Nimellinen asuntohintaindeksi (2015=100) (3 vuoden %-muutos)	Asuntorakentaminen (% suhteessa BKT:hen)	Kotitalouksien velka, konsolidoitu (mil. KPVTY:t. % suhteessa BKT:hen)	Pankkisektorin konsolidoitu velkaantuminen, koti- ja ulkomaiset yksiköt (varat yht. / pääoma yht.)
BE	1.7	23.5	:	0.8	45.0	-7.8	199.9	-2.5	2.8	-0.8	1.0	-0.3	0.3	2.7p	1.4	8.2	5.9	60.1	13.2p
BG	3.8	18.5	0.8p	7.7	33.1	3.8	88.4	-4.2	-3.0	14.0	5.7	0.5	2.0p	10.2p	50.9	19.5	2.9	20.4	7.7p
CZ	4.3	24.7	1.8p	2.0	28.8	4.3	78.3	-2.6	5.8	3.3	3.1	1.4	2.7	2.8p	1.0	24.4p	3.9	29.7	12.4p
DK	2.3	20.5	:	8.1	18.6	0.6	54.3	-0.1	-0.5	-4.0	2.9	-0.9	0.7	2.5p	-0.2	17.7	4.6	128.0	16.4p
DE	2.2	20.3	3.0e	7.9	41.5	2.1	42.1	-1.8	0.3	1.7	5.9	-0.7	0.7	1.8p	8.4	16.0	6.1	52.7	14.1p
EE	4.9	24.4	:	4.2	21.5	5.9	95.5	-0.6	2.5	-2.0	4.2	-1.8	2.1	1.9p	22.5	18.1	4.3	39.4	6.8p
IE	7.2	23.5	1.1	-1.1	-259.1	0.3	435.6	-1.2	-2.1	57.0	-0.1	2.5	4.2	9.9p	-39.2	32.8p	2.0	47.7	6.6p
EL	1.5p	12.9p	1.1p	-0.5	-126.4	1.8	17.6	-1.8p	-1.7	-14.1	7.4p	1.5p	0.0p	45.0p	-12.9	-8.3e	0.6p	57.0	8.8p
ES	3.0p	20.5p	:	2.1	-58.1	0.6	58.6	-1.8p	-1.0	4.8	0.8p	-0.1p	0.4p	4.4p	-11.1	15.1	5.2p	61.1	13.5p
FR	2.2p	22.5p	:	-0.5	-33.5	1.9	46.5	-1.7p	-0.5	-1.9	5.0p	-0.8p	1.1p	3.1p	-0.2	2.6	6.2p	58.6	15.2p
HR	2.9	20.1	:	4.5	-17.3	3.6	58.7	-2.9	0.7	14.6	2.5	1.1	0.7d	8.8p	-15.0	1.7	:	34.1	7.4p
IT	1.6	17.6	:	2.7	-3.9	0.5	26.1	-1.9	-0.6	-2.6	7.6	0.4	0.4	11.2p	-0.3	-4.6	4.4	41.3	12.2p
CY	4.2p	20.9p	:	-7.9	-95.1	50.0	1017.8	-4.2p	-3.7	2.1	0.9p	0.7p	0.4p	30.7p	-8.9	1.0p	5.7p	107.5	12.1p
LV	4.6	20.9	0.5p	1.5	-7.6	3.8	59.0	-3.0	0.9	2.9	3.4	0.9	4.7	5.6p	7.7	14.0	1.9	22.2	8.9p
LT	4.1	19.2	0.9	2.1	-7.9	2.4	40.9	-3.0	1.5	4.8	5.9	8.3	4.7	3.2p	8.9	19.0	2.7	22.4	10.7p
LU	1.5	18.9	:	4.5	-3947.3	-264.1	8263.3	-2.8	0.1	19.5	-0.1	-7.2	-1.8	0.7p	14.9	18.0	3.2	65.9	13.2p
HU	4.1	22.2	1.4	4.2	-8.1	-9.3	211.0	-3.8	0.7	6.3	3.3	-0.6	2.1	8.4p	6.3	35.8	2.8	18.8	9.7p
MT	6.7	21.1	0.6	14.3	229.6	27.3	1627.0	-8.9	1.4	6.2	2.7	-1.5	1.4	3.1p	4.8	17.5p	4.8	50.4	13.5p
NL	2.9p	20.5p	:	10.4	-29.5	39.4	615.5	-0.8p	-0.5	-3.3	1.7p	0.0p	0.7p	2.1p	-2.5	17.0	4.4p	104.5p	16.7p
AT	2.6	23.6	3.2p	1.9	-4.1	3.7	66.7	-2.1	2.1	-2.3	1.9	-0.6	0.8	3.5p	5.7	19.9	4.4	50.4	11.6p
PL	4.8	17.7	1.0	1.4	-20.7	2.0	49.7	-2.0	-3.0	22.7	6.1	4.2	3.4p	6.6p	1.7	7.4	2.8	34.9	8.8p
PT	2.8p	16.6p	1.3p	1.4	-60.9	4.6	79.6	-2.1p	0.9	9.5	7.3p	2.5p	-0.5p	13.3p	-8.2	20.6	2.8p	68.9	10.6p
RO	7.3p	22.6p	:	-2.0	-5.8	2.8	44.5	-1.3p	-5.0	30.9	3.6p	4.4p	4.3p	6.6p	32.8	15.6	:	16.1	9.6p
SI	4.9	18.5	:	6.4	-17.7	2.2	37.3	-2.6	-1.4	13.3	3.6	5.4	1.9	9.2p	1.1	12.5	2.1	27.1	8.0p
SK	3.2	21.4	0.9	-1.1	-15.1	6.3	72.4	-3.5	-1.5	1.9	-1.6	0.6	1.0	3.7p	2.0	19.0	2.7	40.6	9.3p
FI	2.8	22.1	2.8	-0.6	6.1	5.8	55.0	-1.6	-1.0	-8.6	5.5	2.2	1.6	1.2p	5.4	2.0	6.4	67.1	18.9p
SE	2.1	25.0	3.3	3.2	-7.0	5.8	4.2	-0.9	-3.9	-8.6	1.2	-2.1	-0.2	1.3p	5.6	30.7	5.7	88.2	16.5p
UK	1.7	17.2	1.7p	-3.8	-5.3	2.5	76.5	-0.6	-6.7	-5.4	5.3	0.4	0.7	1.5p	5.0	18.5	4.0	86.2	15.0p

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

1) Kotimaisia T&K-bruttomenoja koskevien vuoden 2017 tietojen toimittamisen määräaika oli 31 lokakuuta 2018. Tiedot poimittiin 24. lokakuuta 2018. 2) Asuntohintaindeksi e = lähteenä Kreikan keskuspankki. 3) Kroatian työn tuottavuus d: työllisyystiedoissa käytetään kansallista käsitettä kotimaan käsitteen sijasta.

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

Taulukko 2.1 (jatkoa): Lisäindikaattorit vuonna 2017

Vuosi 2017	Työllisyysaste (1 vuoden %-muutos)	Työvoimaosuus, % 15-64-vuotiaista (%)	Pitkäaikais-työttömyysaste, % 15-74-vuotiaasta työvoimasta (%)	Nuoriso-työttömyysaste,% 15-24-vuotiaasta työvoimasta (%)	Nuoret työn/koulutuksen ulkopuolella, % 15-24-vuotiaista		Köyhyys- tai syrjäytymisvaarassa olevat, % kokonaisväestöstä		Köyhyysuhan alaiset sosiaalisten tulonsiirtojen jälkeen, % kokonaisväestöstä		Vakavasta aineellisesta puutteesta kärsivät, % kokonaisväestöstä		Hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa elävät, % 0-59-vuotiaista	
					%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.	%	3 vuoden muutos, prosenttiyks.
BE	1.4	68.0b	3.5b	19.3b	9.3b	-2.7b	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1.8p	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1.2b	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8b	1.3b	11.0	7.0b	1.2b	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2.6b	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1.8b
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9b	-4.4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1.5p	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2.6p	73.9	7.7	38.6	13.3	-3.8b	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1.1p	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3b	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2d	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9p	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6b	-1.7b	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2.2p	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1.4p	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3.3p	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8p	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9p	-2.5p	:	:

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

1) Köyhyys- tai syrjäytymisvaarassa olevia henkilöitä koskevien vuoden 2017 tietojen toimittamisen määräaika on 30. marraskuuta 2018. Tiedot poimittiin 24. lokakuuta 2018. 2) Kroatian nimellinen yksikkötyökustannus ja työn tuottavuus d: työllisyystiedoissa käytetään kansallista käsitettä kotimaan käsitteen sijasta. 3) Irlannin työvoimatutkimuksen indikaattoreiden tietolähde: neljännesvuosittainen kansallinen kotitaloustutkimus on korvattu uudella työvoimatutkimuksella.

Lähde: Euroopan komissio, Eurostat.